

La gestion indicielle

*« En matière de sélection d'actions,
un chimpanzé, les yeux bandés,
qui lance des fléchettes sur le Wall Street Journal
peut faire aussi bien que les experts »
Burton Malkiel,
« A random Walk Down Wall Street », 1973*

La gestion indicielle a connu un développement important à partir des années soixante-dix, dans le sillage, notamment, des travaux de Markowitz sur la théorie moderne du portefeuille et de ceux de Fama sur la notion d'efficience sur les marchés financiers. L'approche indicielle postule que, dès lors que les marchés financiers sont efficients, une gestion de portefeuille active ne peut assurer systématiquement une performance supérieure à celle du marché dans son ensemble. On peut cependant s'interroger à la fois sur les modalités pratiques selon lesquelles ce mode de gestion d'actifs est mis en œuvre (quelle est la loi de distribution des rendements des actifs sous-jacents, quelle est la composition du portefeuille représentatif du « marché » ?) et sur l'impact de la gestion indicielle sur la dynamique des prix d'actifs (effets des phénomènes de répliation passive des indices).

François HAAS
*Direction générale des Opérations
Direction générale des Études et des Relations internationales
Service des Études sur les marchés et la stabilité financière*

1. La gestion indicielle : quelques fondements théoriques

La gestion indicielle s'est développée de façon spectaculaire au cours des années soixante-dix, parallèlement à la théorie moderne du portefeuille de Markowitz. D'après celle-ci, dans un marché « efficient » un portefeuille diversifié garantit une performance optimale. Sur ce marché, où tout nouvel élément d'information se répercute immédiatement et intégralement sur le prix des actifs financiers, un investisseur ne peut pas systématiquement obtenir de meilleures performances que le marché dans son ensemble (le marché est ici considéré comme une approximation du portefeuille optimal). Par conséquent, il est plus raisonnable et moins coûteux d'imiter le marché par le biais d'un portefeuille reproduisant sa performance globale que de conduire une gestion active.

L'idée d'efficience, à l'origine de l'approche de gestion fondée sur des indices, est une notion complexe qui fait encore l'objet de discussions entre universitaires. En général, une distinction est faite entre divers niveaux d'efficience, en fonction du type d'information pris en compte. Dans son sens le plus faible, l'efficience fait référence à la situation dans laquelle les prix des actifs incorporent, à tout moment, toutes les informations passées relatives à ces actifs. Par conséquent, il est impossible de réaliser systématiquement des performances supérieures à celle du marché sur la base de stratégies d'investissement fondées sur l'exploitation de données historiques de prix. Les notions de semi-efficience et d'efficience forte sont plus complexes à appréhender. La seconde se rapporte à la situation dans laquelle les prix des actifs reflètent intégralement toute nouvelle information publique ou privée disponible, quel que soit le moment considéré. La première s'applique au cas dans lequel toute nouvelle information publique disponible (mais uniquement l'information publique) est intégralement prise en compte dans le prix des actifs.

Si le marché est totalement efficient, tout nouvel élément d'information est immédiatement intégré dans le prix des actifs financiers. La nature de ces informations étant imprévue et imprévisible, les prix des actifs financiers afficheront un profil d'évolution aléatoire. Par conséquent, il est vain d'essayer de prévoir la tendance future des cours et, sur longue période, il est impossible de dépasser les performances du marché dans son ensemble. Les gestionnaires de fonds qui réussissent à faire mieux que le marché devraient être considérés comme des « anomalies statistiques ».

2. Importance et formes de la gestion des fonds indiciels

Le phénomène de la gestion indicielle s'est tout d'abord développé sur les marchés financiers aux États-Unis, et plus spécifiquement sur les marchés boursiers. Des indications récentes montrent que près de 6 % des actifs gérés par l'industrie des fonds communs de placement (*Mutual Funds*) sont détenus sous forme de fonds indiciels.

D'après l'*Investment Company Institute*¹, le nombre de fonds indiciels est passé de 15 en janvier 1990 à 193 en décembre 1999, tandis que, sur la même période, le nombre total des fonds communs de placement passait de 2 901 à 7 791. De janvier 1990 à décembre 1999, les actifs gérés par des fonds indiciels sont passés de 3 milliards de dollars à 383 milliards, tandis que, globalement, les actifs gérés sous forme collective passaient de 983 milliards de dollars à 6 846 milliards. À fin 1999, l'essentiel de la gestion indicielle était concentré sur les fonds actions, qui représentaient un montant d'actifs de 357 milliards de dollars. Ils constituaient 11 % des actifs investis en actions domestiques et près de 9 % des actifs investis dans l'ensemble des fonds en actions.

En France, selon les statistiques d'Europreference, les fonds indiciels investis en actions domestiques représentaient 6,35 milliards d'euros à fin avril 2001, à comparer avec un montant de l'ordre de 1,7 milliard à fin 1997.

Initialement limitée à la reproduction « physique » des indices sur les marchés au comptant, la gestion indicielle est progressivement devenue plus élaborée, en ayant recours aux marchés à terme pour procéder à une réplique synthétique. La gestion indicielle s'est également développée au travers de la construction de portefeuilles dont les caractéristiques en termes de durée et de profil de risque restent très proches de celles de l'indice de référence, mais qui offrent au gestionnaire une certaine marge de manœuvre par rapport à la composition du portefeuille de référence. Plus récemment, les fonds indiciels négociés en bourse (*Exchange Traded Funds* ou « *trackers* ») ont été développés, autorisant une gestion plus active de ce type d'investissement. À la fin du premier trimestre 2001, l'*Investment Company Institute* recensait 85 fonds de ce type sur le marché américain, représentant près de 73 milliards de dollars d'actifs. Ces fonds sont également apparus sur les marchés boursiers européens à partir de 1999. Ils représentent aujourd'hui plus de 2 milliards d'euros d'actifs.

3. Une approche critique de la gestion indicielle

3.1. Avantages de la gestion indicielle

Par définition, la gestion indicielle offre une performance proche de celle de l'indice de référence et à faible coût puisque, d'une part, le taux de rotation (donc les coûts de transaction) du portefeuille est limité et, d'autre part, les frais de recherche et d'analyse de marché sont réduits. Les frais de gestion des fonds indiciels sont généralement inférieurs à 0,5 % de l'actif géré, contre une fourchette de 0,8 % à 1,2 % pour les fonds gérés de manière active. De fait, la concurrence entre les fonds indiciels tend à porter essentiellement sur les frais de gestion, leurs performances (pour un indice de référence identique) étant largement similaires.

¹ ICI, *Perspective*, juillet 2000

3.2. Deux séries de questions se posent lorsque l'on examine la gestion indicielle

Le fondement théorique de la gestion indicielle repose sur l'hypothèse que les rendements des actifs financiers sous-jacents suivent une loi de distribution normale. Cela signifie que, dans l'indice (portefeuille), la contribution de chaque action à la performance globale n'est pas significativement différente de la contribution moyenne. Dans ce cas, l'indice peut être considéré comme l'action « moyenne ». Dans le cas inverse, c'est-à-dire si la distribution des rendements n'est pas normale, la contribution de chacune des actions, individuellement, est significative. Les compétences des gestionnaires de fonds et « la sélection des actions » deviennent des facteurs décisifs pour la performance globale, le portefeuille étant alors considéré comme un ensemble de titres spécifiques.

Au sens strict, une véritable stratégie de gestion indicielle ne devrait pas, en tout état de cause, se concentrer exclusivement sur une catégorie d'actifs (actions, obligations), chacune de ces catégories ne représentant qu'une partie de l'éventail global des actifs disponibles, mais devrait englober toutes les catégories d'actifs à risque disponibles sur le marché. Si elle se focalise sur une seule catégorie d'actifs, cette approche aboutit à privilégier celle-ci au détriment des autres et donc à déséquilibrer leurs prix relatifs. La même remarque est valable au sein d'une même catégorie d'actifs lorsque la gestion se concentre de façon excessive sur un indice ou une famille d'indices spécifiques (par exemple les indices boursiers phares ou des indices sectoriels) : l'incapacité des gestionnaires de fonds actifs à battre l'indice SP500, par exemple, est-elle due à la supériorité intrinsèque de la gestion indicielle ou à l'importance prépondérante de ce type d'approche sur le marché des actions composant cet indice? S'ils « sous-performent » régulièrement les grands indices boursiers, les gestionnaires actifs, à l'inverse, « battent » régulièrement les indices plus larges, moins médiatisés, et les indices sectoriels.

L'enjeu, en fin de compte, est de savoir si la gestion indicielle introduit un biais dans la dynamique des prix :

- le développement de la gestion indicielle tend à accroître le nombre des gestionnaires « passifs » au détriment de ceux qui activement contribuent à la formation des prix de marché. Peut se poser alors la question de la « qualité » de ces mécanismes de formation des prix des actifs ;
- toutes choses égales, le phénomène de la réplique d'indices a tendance à amplifier les mouvements du marché. Confronté à une hausse (une baisse) du cours d'une action donnée qui modifiera son poids dans l'indice, le gestionnaire d'indice sera conduit mécaniquement à renforcer (réduire) sa position sur cette action spécifique, amplifiant ainsi la variation initiale du cours.