

Parfaitement compatible avec une approche globale active, la gestion indicielle a connu un essor important au cours des deux dernières années, notamment en Suisse.

# La dynamique interne de la gestion indicielle

*Ce type de gestion, qui a pour objectif de reproduire aussi fidèlement que possible la performance d'un indice, a tiré parti de la bonne tenue des marchés boursiers et de la difficulté que rencontrent les gestionnaires actifs à battre ces mêmes indices.*

CLAUDE CORNIOLEY



CLAUDE CORNIOLEY

Directeur, Dynagest SA,  
Genève.

**Q**UAND ON PARLE de gestion indicielle, partisans et adversaires de cette approche campent souvent sur des positions diamétralement opposées. Les premiers la considèrent comme la réponse naturelle à l'efficience des marchés, tandis que les seconds trouvent qu'elle constitue une abdication peu glorieuse face à la difficulté de battre un indice.

Historiquement, la gestion indicielle est beaucoup plus récente que la gestion active et son apparition doit beaucoup aux développements de la théorie moderne du portefeuille qui a montré le rôle central joué par la performance du marché dans son ensemble. Conçue aux Etats-Unis, la gestion indicielle s'est peu à peu imposée dans le monde de la finance comme une approche incontournable de la gestion de portefeuille. Elle fonctionne aujourd'hui comme alternative ou, de plus en plus, comme complément à la gestion active.

Selon les caractéristiques de l'indice à répliquer et le degré de précision souhaité, différentes techniques peuvent être utilisées pour construire un portefeuille indiciel.

## Les techniques de réplication d'un indice

Ces approches peuvent être classées en trois catégories:

- ▶ La réplication pure;
  - ▶ La réplication synthétique;
  - ▶ La réplication par échantillonnage (optimisé ou stratifié).
- Dans tous les cas, on recourt à la notion de «tracking error» pour mesurer la volatilité des écarts de rendements entre le portefeuille et l'indice.

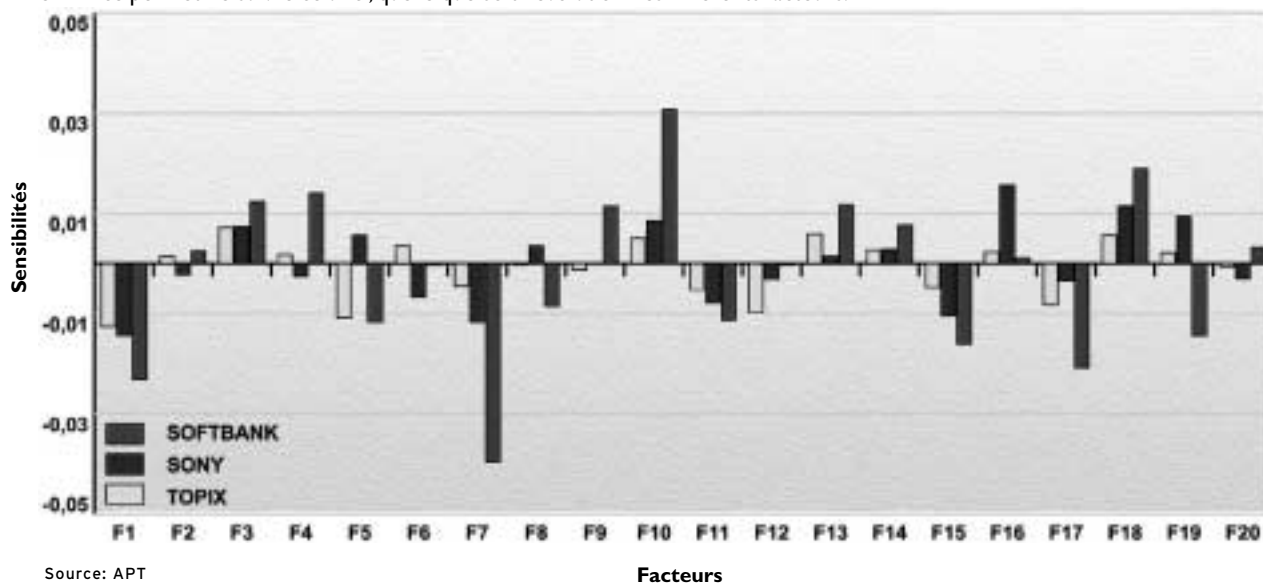
Le principe de la réplication pure est relativement simple. Il s'agit d'acheter tous les titres de l'indice, proportionnellement à leur poids dans l'indice. En considérant l'exemple du SMI, si la pondération de Nestlé est de 15%, le portefeuille indiciel détiendra également 15% de Nestlé, et il en ira de même pour tous les autres titres de l'indice. Comme l'indice est pondéré par les capitalisations boursières, tou-

te variation de poids dans l'indice provoqué par les variations de cours se répercutera de la même manière dans le portefeuille. De ce fait, s'il n'y a ni apport de cash dans le portefeuille, ni modification de l'indice, et pour autant que les poids des titres en portefeuille soient rigoureusement identiques à ceux de l'indice, le portefeuille suivra parfaitement l'évolution de l'indice, sans nécessiter de réaménagement. Dans ce cas de figure, le «tracking error» est virtuellement égal à zéro.

La mise en œuvre de cette technique de gestion n'est cependant pas toujours aussi triviale. En premier lieu, certains indices se prêtent mal à l'utilisation de la réplication pure. C'est le cas notamment des indices larges, qui comptent un nombre important de valeurs. Pour ces indices, l'investissement minimum nécessaire à la détention de tous les titres peut être très élevé. Il peut arriver en outre que ces indices contiennent des titres très peu liquides et difficiles à traiter en bourse

## 1. Sensibilités de différents titres japonais à vingt facteurs communs (fin février 2000)

Les titres réagissent de manière différenciée aux variations de facteurs communs. Calibrer les sensibilités d'un portefeuille sur celles de l'indice permet de suivre celui-ci, quelle que soit l'évolution des différents facteurs.



sans en influencer fortement le prix. Par ailleurs, la détention d'un grand nombre de titres en portefeuille entraîne également une assez grande lourdeur administrative.

La réplication synthétique implique l'utilisation de produits dérivés. C'est incontestablement la méthode la plus simple à mettre en œuvre. Le montant à investir est placé à un taux hors risque et dans le même temps, des contrats futures pour une contre-valeur équivalente sont achetés. À l'échéance de ceux-ci, les positions en futures sont «roulées» sur l'échéance suivante. L'opération est répétée systématiquement à chaque échéance. Cette technique est peu coûteuse et peut être mise en place rapidement.

Toutefois, elle présente quelques inconvénients. Tout d'abord, son utilisation se limite évidemment aux indices qui servent de sous-jacents à des contrats futures. Cette restriction exclut par exemple la réplication synthétique d'indices comme le SPI. Sur le plan de la qualité du suivi, cette technique est exposée au

risque de base, c'est-à-dire aux écarts d'évaluation entre le marché à terme et le marché spot. De plus, pour certains investisseurs, un portefeuille constitué uniquement de produits dérivés, même entièrement couverts par des liquidités, n'est pas admissible.

La troisième méthode de réplication est celle de l'échantillonnage. Cette technique implique de construire un portefeuille qui «ressemble» le plus possible à l'indice, mais avec un plus petit nombre de titres. Le gestionnaire définit les critères qui lui semblent le plus pertinents et combine une sélection de titres de telle sorte que les caractéristiques retenues soient similaires à celles de l'indice.

L'échantillonnage optimisé repose sur l'utilisation d'un modèle de risque. Le profil de risque d'un titre est défini comme l'ensemble de ses sensibilités à un certain nombre de facteurs communs qui influencent le marché dans son ensemble. Une manière de faire consiste à mesurer la sensibilité de chaque titre à la variation d'indicateurs macro-

économiques, comme l'inflation, les taux de change ou les taux d'intérêt.

Ces facteurs peuvent aussi être mis en évidence par des techniques statistiques, telle que l'analyse en composantes principales ou l'analyse factorielle. Ces méthodes utilisent des séries de rendements historiques pour extraire, sur la base de corrélations, les facteurs communs qui expliquent le mieux les comportements des titres. Les sensibilités de ceux-ci à chacun des facteurs sont estimées simultanément.

Le graphique 1 présente un modèle de ce type pour le marché japonais. L'ampleur des sensibilités à une vingtaine de facteurs y est reproduite pour le Topix et pour les titres Sony et Softbank qui affichent des profils de risque fort différents. La démarche du gestionnaire qui souhaite dans ce cas répliquer le Topix consiste à construire un portefeuille ayant les mêmes sensibilités que l'indice à chacun des facteurs. Ainsi, quelle que soit l'évolution de ces derniers, le portefeuille réagira comme l'indice. Cette méthode offre

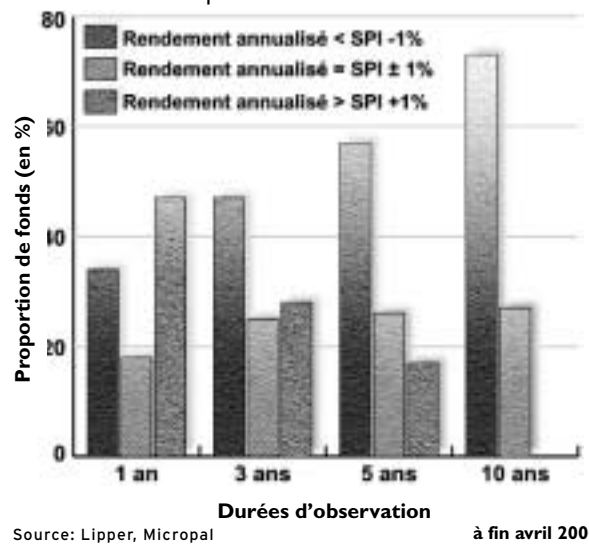
de nombreux avantages. Le modèle fournit une prévision de «tracking error», laissant au gestionnaire la possibilité de fixer lui-même le degré de précision souhaité dans le suivi de l'indice. D'une manière générale, plus le nombre de titres en portefeuille est élevé, meilleure est la qualité du suivi. Dès lors, il est possible de trouver le meilleur compromis entre un nombre de titres pas trop élevé et un suivi acceptable. Par ailleurs, ce genre de modèle offre la possibilité d'imposer certaines contraintes, comme l'élimination de certains titres indésirables, pour des raisons légales ou éthiques par exemple.

#### S'ouvrir à l'univers très large des indices

Pour les investisseurs, la gestion indicielle est tout à fait compatible avec une approche globale active. En effet, les réflexions autour de la gestion indicielle se limitent souvent aux indices les plus connus, comme le SMI, le S&P 500 ou la famille des indices MSCI. Cette vision est trop restrictive et donne l'impression que la gestion indicielle ne concerne

## 2. Performances des fonds de placement en actions suisses comparées au SPI

Plus la période d'investissement est longue, plus il devient difficile de battre la performance d'un indice de référence.



que ces seuls indices. Or, l'univers des indices est beaucoup plus large. La palette des indices sectoriels en constitue le meilleur exemple. Il est parfaitement concevable de gérer des portefeuilles indiciels sur une base sectorielle. Le nombre d'indices sectoriels, domestiques ou internationaux, est suffisamment vaste pour couvrir les besoins des investisseurs qui souhaitent privilégier cette approche. Les portefeuilles indiciels deviennent dans ce cas des instruments de gestion active.

Dans le même esprit, la mise en œuvre d'une stratégie ba-

sée sur les styles peut s'appuyer sur des portefeuilles indiciels. Un style se définit par une démarche centrée sur des titres partageant une ou plusieurs caractéristiques communes. Par exemple, un gestionnaire peut être spécialisé dans les investissements en petites et moyennes sociétés, alors qu'un autre peut se concentrer exclusivement sur les valeurs de croissance.

Historiquement, l'identification de différents styles de gestion a pour origine diverses «anomalies», comme l'effet de taille ou le «P/E effect», mises en évidence par plusieurs études empiriques. Les performances obtenues par les styles de gestion ne sont pas identiques et, selon les périodes, certains styles performant mieux que d'autres. Ainsi, les valeurs de croissance ont largement battu les valeurs de substance («value stocks») au cours des deux dernières années, alors que c'était l'inverse entre 1992 et 1996 (voir graphique 3). Une stratégie gagnante basée sur les styles revient ainsi à privilégier le bon style au bon moment.

## Peut-on battre l'indice sur le long terme?

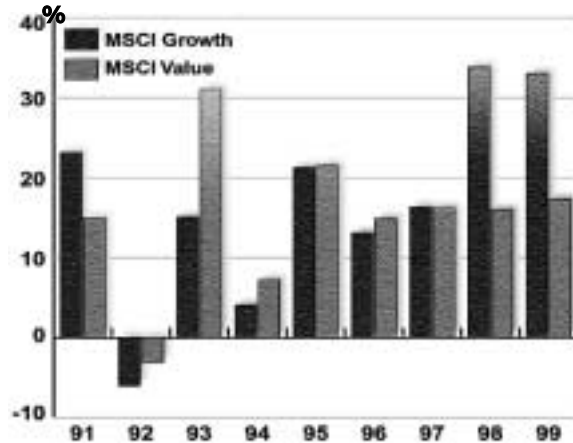
EN TERMES DE PERFORMANCE, la valeur de la gestion indicielle s'impose sur le long terme. Aux Etats-Unis par exemple, seuls 10% des gestionnaires actifs ont réussi à faire mieux que le S&P 500 au cours des dix dernières années. Ce phénomène très général se vérifie également sur le marché suisse des fonds de placement en actions suisses. Le graphique 2 a pour objet la présentation de fonds classés, selon leur performance, en trois catégories: ceux qui ont réalisé un rendement annualisé compris dans une fourchette de  $\pm 1\%$  par rap-

port à l'indice, ceux qui ont obtenu une performance inférieure et ceux qui ont fait mieux que l'indice. Cette statistique couvre des périodes de 1, 3, 5 et 10 ans, arrêtées à fin avril 2000. Sur une année, l'indice se situe dans la moyenne.

En revanche, plus la durée d'observation s'allonge et plus le pourcentage de fonds meilleurs que l'indice diminue. Après 10 ans, aucun fonds géré activement n'est arrivé à battre significativement l'indice (dans le détail, un fonds sur dix a fait légèrement mieux que le SPI). ■

### 3. Rendements annuels des indices MSCI World Growth et Value, dividendes réinvestis 1991-1999

D'une année à l'autre, les valeurs de croissance («Growth stocks») et les valeurs de substance («Value stocks») enregistrent des performances très différentes.



Source: Datastream

#### Non seulement répliquer l'indice, mais le surpasser

Plusieurs approches ont été développées dans le but de faire évoluer la gestion indicielle pure vers une gestion plus active. Dès lors, l'objectif n'est plus de répliquer l'évolution de l'indice, mais de le surpasser. Les techniques d'échantillonnage optimisé offrent dans ce domaine d'intéressantes perspectives, puisqu'elles permettent de contrôler le risque du portefeuille par rapport à son indice de référence. Le principe consiste à intégrer des informations externes dans le processus d'optimisation. Ainsi, les titres recom-

mandés à l'achat pourraient être surpondérés dans le portefeuille, mais dans une proportion limitée par le niveau de risque fixé a priori.

Si ces recommandations se révèlent peu pertinentes par la suite, la sous-performance du portefeuille restera néanmoins dans une fourchette acceptable. Il est aussi possible de tirer parti des prévisions en achetant les titres recommandés à l'achat et en vendant à découvert les titres recommandés à la vente. Dans ce cas, l'objectif n'est pas de répliquer un indice, mais au contraire de maintenir une corrélation nulle entre celui-

ci et le portefeuille. Paradoxalement, ces stratégies «market neutral» utilisent des techniques indicielles pour contrôler l'exposition au marché. Ces approches optimisent les positions «long» et les positions «short», de manière à ce que les deux profils de risques se compensent, pour ne pas prendre de pari sur un facteur particulier.

La gestion indicielle a contribué à une meilleure perception du risque d'un portefeuille par rapport à un indice de référence donné. Sous sa forme standard, elle constitue une approche parfaitement appropriée pour les investisseurs qui ne souhaitent pas que le gestionnaire prenne de pari sur un titre spécifique. L'investisseur conserve ainsi la maîtrise de son placement, tout en bénéficiant de la diversification associée à un indice boursier.

#### Nouvelles perspectives

Par ailleurs, les extensions de la gestion indicielle sont susceptibles d'apporter des solutions attrayantes aux investisseurs dont les préférences ne s'accordent pas pleinement avec les indices boursiers traditionnels. Tel peut être le cas de l'investisseur tenté par la recherche de performance absolue mais, peu désireux de s'exposer à des risques mal maîtrisés. On le voit, la gestion indicielle a sa propre dynamique de développement. Combinée avec une exposition plus active sur des titres ou des segments de marchés jugés pertinents, elle ouvre de nouvelles perspectives en matière de stratégies de placements. ■

## Stratégies d'assurance de portefeuille et gestion indicielle: la force d'une interaction

**L**A GESTION INDICIELLE et les stratégies d'assurance de portefeuille ont en commun l'utilisation de techniques de contrôle des risques. En tirant parti de ce point de convergence, on offre à un investisseur la possibilité de choisir entre différents niveaux de risque selon sa perception du marché. Si ses anticipations sont positives, l'investisseur a la possibilité d'opter pour un portefeuille géré sur le mode indiciel et exposé intégralement au risque de

marché. A l'inverse, s'il veut se prémunir contre une forte baisse éventuelle, il peut choisir une stratégie à plancher protégé. Une gestion offrant un niveau de risque intermédiaire peut également être mise en œuvre sous la forme d'une stratégie dynamique à exposition minimale. Un tel concept, à la fois flexible et évolutif, a été développé à Genève par Dynagest SA, société spécialisée dans les techniques de gestion quantitative. ■