

# A l'aube de 2016, l'investisseur doit-il être neutre ou passif?

**FINANCE PERSONNELLE** La stratégie indiciaire est un choix qui n'est pas exempt de biais. Que faire? Diversifier au maximum? Entretien avec le «gérant actions de l'année»

EMMANUEL GARESSUS

Les banques et les gérants d'actifs multiplient les présentations sur les perspectives 2016 et la meilleure façon de positionner les portefeuilles. Mais si personne n'a de boule de cristal, la majorité des acteurs anticipent un début de normalisation de la politique monétaire américaine et la hausse du dollar et des actions, même si chacun s'accorde à reconnaître que l'évaluation générale n'est plus bon marché.

Face à l'incertitude, faut-il céder à la tendance générale et investir dans des fonds indiciaires? L'avantage est clairement celui des coûts. Mais une précision doit être apportée. «L'indice n'est jamais neutre. Un investissement passif n'est pas neutre. Malheureusement trop souvent la confusion règne entre les approches neutre et passive», explique Yves Chouefaty, président de Tobam. Mathématicien basé à Paris, il vient de recevoir, à New York, la récompense du meilleur gérant de l'année, ou plus exactement le «Chief Investment Officer Industry Innovation Awards 2015». Il est connu pour être l'auteur d'une mesure de diversification, le «diversification ratio», et d'une approche dite de diversification maximum. Rencontré à Zurich, il explique que celle-ci doit permettre un rendement de 2 à 4% supérieur à l'indice avec un risque inférieur. Son approche est cohérente avec celle d'Harry Markowitz, lequel affirmait, en 1952, que la diversification est «le seul repas gratuit» («free lunch») en finance.

## Les biais de l'indice

Avant toute chose, notre interlocuteur insiste pour nous expliquer qu'un portefeuille est dit neutre s'il ne contient aucun biais. Un indice basé sur la capitalisation boursière, dit caponodéré, comporte quantité de biais. Il englobe tous les paris spéculatifs du marché. Il n'alloue pas du tout de façon neutre les sources de risques puisque cer-

tains secteurs sont plus fortement pondérés que d'autres, en fonction des attentes des investisseurs. Son approche peut-elle être intégrée à la catégorie du «smart beta», stratégies qui ne sont pas basées sur la capitalisation boursière des titres? «Je ne sais pas si nous sommes smart, mais je pense que nous offrons le beta du marché», lance-t-il.

Aujourd'hui, les valeurs financières sont nettement plus pondérées que les autres, par exemple dans l'indice des actions émergentes. L'investissement dans un ETF qui suit l'indice émergent implique donc le choix d'un biais majeur sur les financières.

Ces biais sont parfois considérables. Avant le choc pétrolier, la pondération de l'automobile américaine était à son plus haut. Le président américain déclarait même à l'époque: «Ce qui est bon pour GM est bon pour l'Amérique». Il en est allé de même avec la technologie en 1999. Elle représentait 35% de l'indice S&P 500. Idem avec les financières en 2008. Pour Yves Chouefaty, «investir dans un indice consiste à investir dans du «dumb beta» et non du «smart beta».

## La stratégie pour battre l'indice consiste à disposer d'un portefeuille le plus diversifié possible

Celui qui adopte la gestion passive oublie, à son avis, que le gérant d'actif joue un rôle économique et social, celui de l'allocation du capital. «La gestion passive renonce à cette fonction importante. Je com-

prends que le coût de ces produits soit très bon marché», déclare-t-il. Pour lui, le terme de gestion passive est un oxymore. Le seul intérêt d'un indice est de signaler l'état des anticipations. Il n'est pas négligeable, mais l'industrie de l'asset management a tort de vouloir les répliquer.

## La richesse des employés

Notre interlocuteur préfère avoir un rôle actif dans l'allocation de l'épargne. Le gérant ajoute que «ce n'est pas moi qui crée de la richesse

pour l'investisseur, mais les employés des entreprises avec leur savoir-faire». L'approche d'investissement basée sur la diversification maximum soutient les entreprises les plus attractives en termes de gouvernance, d'innovation et d'efficacité. Ce sont elles qui sont diversifiantes.

Le modèle de Tobam fonctionne bien. Cette boutique de gestion, créée en 2005, a triplé ses actifs sous gestion tous les deux ans. Elle dispose de 9 milliards d'euros sous gestion à travers

15 fonds de droit luxembourgeois. Yves Chouefaty est d'avis qu'il n'est pas compliqué de battre les indices. Sa solution pour y parvenir consiste à diversifier le portefeuille. Son plus grand fonds, avec 1,7 milliard d'euros d'actifs sous gestion, porte le nom d'«Anti-Benchmark Emerging Markets Equity». Son rendement est largement supérieur à l'indice, pour un risque inférieur. Depuis ses débuts en juin 2011, il a battu l'indice de 3,64% par an en moyenne, tout en le surperformant chaque année. Le risque du fonds est inférieur à celui de l'indice puisque la volatilité atteint 13,9% contre 16,67% pour l'indice.

L'année 2015 a été périlleuse pour les marchés émergents, mais le fonds présente également un mauvais rendement (-9,08%) que l'indice (-12,98%), fin novembre.

La composition du fonds se distingue fortement de l'indice

puisqu'il maximise la diversification et la décorrélation entre les branches. La forte pondération des financières dans l'indice émergent explique pourquoi ce secteur est de loin la principale source de volatilité (5,1%), devant les technologies de l'information (2,96%). Les plus grandes sources de volatilité du fonds sont nettement plus modestes. Il s'agit des technologiques (2,54%) et de la consommation discrétionnaire (2,22%).

## Le défi des émergents

Un seul fonds de Tobam porte sur les obligations, la stratégie «Anti-Benchmark US Credit». Il est de taille modeste (141 millions de dollars), mais son rendement dépasse également l'indice tant en 2015 que les deux années précédentes et également sur les performances simulées depuis 1999 (8,1% en moyenne annuelle pour le fonds et 6,4% pour l'indice BofA ML US Corporate & High Yield). La volatilité est inférieure à l'indice.

Toutefois une petite minorité de fonds de Tobam présentent une moins bonne performance que l'indice de référence en 2015. Ce scénario négatif se produit lorsque le secteur qui dispose de la plus forte pondération dans l'indice, par exemple les financières dans l'indice émergent, poursuit sa sur-performance.

La stratégie choisie pour battre l'indice consiste à disposer d'un portefeuille le plus diversifié possible et composé des actions les moins corrélées possible. Tobam a d'ailleurs développé une mesure mathématique de diversification, brevetée dès 2011, et présentée dans des revues spécialisées comme le *Journal of Portfolio Management* (2008) ou le *Journal of Investment Strategies* (2013). Il s'agit d'une définition novatrice du risque. Selon cette formulation mathématique, le ratio de diversification est le ratio de la moyenne pondérée des volatilités divisée par la volatilité du portefeuille.

Elle consiste à montrer que le risque d'une addition de titres est inférieur à la combinaison des risques. Son approche est entièrement quantitative et n'intègre aucune prévision de rendement futur. ■

## PLANÈTE FINANCE

### L'homme à la cravate du tram

SEBASTIEN DUBAS

Contrairement à ce chroniqueur français, mal pris ou mal compris, je n'ai ressenti aucune peur l'autre jour lorsqu'une «femme en noir» est venue s'asseoir à côté de moi dans le tram.

Quoi de plus normal me direz-vous! Ajuste titre d'ailleurs. En règle générale, je n'ai pas pour habitude non plus de changer de rame quand un homme grisonnant, sourire malicieux, costume cravate et sacoche à la main s'assied à mes côtés.

Et pourtant. Pourtant, statistiquement parlant, j'ai aujourd'hui bien plus de risques de me faire plumer par un banquier malintentionné que tuer par un apprenti djihadiste se réclamant d'une religion dont il ne connaît rien à part le nom.

Prenez Bernard Madoff par exemple. Le bonhomme, tout ce qu'il y a de plus respectable au premier abord, a escroqué plus de monde en Europe que l'organisation Etat islamique n'y a fait de victimes.

Evidemment Bernie n'est pas Al-Baghdadi, bien loin de moi l'idée de comparer l'incomparable. Je me réjouis d'ailleurs que la coalition soit parvenue à éliminer «l'argentier» de l'EI la semaine dernière autant que je me moque d'avoir appris que le «dernier procès Madoff» s'était soldé en queue de poisson au bout du lac.

Reste que les préjugés, les amalgames sont tout aussi nocifs, qu'ils touchent à la religion, la couleur de peau ou à l'orientation professionnelle. Je vous invite donc vous aussi à ne pas céder à la peur, encore moins à la haine. A continuer de prendre le tram, comme le métro, avec un sourire pour la personne à côté de vous, qu'elle porte le voile ou la cravate. ■



## SUR LE WEB

Twitter

Retrouvez tous les tweets de Sébastien Dubas. @sebidubas

## PANORAMA

### UBS investit des milliards en Suisse

Au cours des dernières années, UBS a investi plusieurs milliards dans le pays, dans de nouvelles succursales, dans la formation et dans les nouvelles technologies, a déclaré le patron suisse de la grande banque, Lukas Gähwiler, dans le *SonntagsBlick*. «Si nous voulons exploiter ces succursales avec succès à long terme, nous devons accroître notre base de clientèle de 50% dans la prochaine décennie», affirme-t-il. AT5

# Les indicateurs «contrarian» incitent à la prudence

**FINANCE COMPORTEMENTALE** Située à un niveau élevé, la quote-part en actions conseillée par les banques signale une probable baisse des indices, selon PARSUMO Capital

Les principaux indices boursiers en Europe et aux Etats-Unis sont remontés à un niveau proche, voire supérieur à celui affiché en janvier. Les actions sont-elles correctement évaluées, trop chères ou bon marché? Actuellement, la quote-part en actions dans les portefeuilles recommandée par les banques se situe à son plus haut niveau depuis 2007.

Pour les adeptes de la finance comportementale, c'est justement une situation qui incite à la prudence: plus la quote-part en actions est élevée, plus faibles sont les rendements des douze mois qui suivent. La pondération des actions au sein des portefeuilles reflète le «sentiment» des marchés, lui-même fonction des attentes et du comportement des investisseurs. Problème: ce «sen-

timent» est souvent corrélé de manière inverse à la future performance du marché des actions.

Partant de ce constat, PARSUMO Capital a lancé fin octobre un nouvel indicateur prospectif consacré au marché des actions, le PARSUMO Contrarian Indicator Equity (PCE). Il fait partie d'autres outils élaborés selon la même approche par le gérant d'actifs basé à Zurich et Bâle. «Nous appelons ces indicateurs «contrarian», car ils se basent sur des faits et des analyses quantitatives apportant des interprétations surprenantes ou contre-intuitives, pouvant remettre en question le bien-fondé de situations qui apparaissent évidentes», résume Jacques Stauffer, le directeur de la société créée en 2010 et qui emploie une quinzaine de collaborateurs.

Pratiquement, le PCE reprend les concepts de l'indicateur «sell side» élaboré par Bank of America Merrill Lynch aux Etats-Unis. Développé par l'économiste Richard Bernstein, cet indicateur

a observé une corrélation négative entre la quote-part en actions recommandée par les stratégies dans les fonds mixtes et l'évolution des indices sous-jacents au cours des douze mois suivants.

## Trois seuils d'alerte

En Suisse, l'indicateur de PARSUMO Capital se base sur les quotes-parts en actions recommandées par les instituts cités dans le panorama des placements de la NZZ (NZZ Anlagepanorama). La société distingue entre trois seuils de quotes-parts en actions: moins de 42%, entre 42 et 45% ou plus de 45%. En remontant à 1996, l'indicateur observe que parmi les 12 situations durant lesquelles la part recommandée des actions a dépassé les 45% le rendement a été positif après douze mois pour l'indice MSCI Monde dans seulement trois cas. Il a été négatif pour les neuf autres cas. Statistiquement, le pronostic fourni par l'indicateur PCE s'est aussi révélé correct dans les douze mois qui ont suivi dans les trois

quarts des périodes observées (77%).

Avec une proportion d'environ 46%, la quote-part en actions recommandée est proche de son plus haut niveau historique, ce qui devrait inciter les investisseurs à la prudence, juge la société. Et plus les valeurs de l'indice sont élevées, plus les risques de subir un revers sur les marchés augmentent.

## Situation boursière fragile

Faut-il dès lors s'attendre à une forte correction des marchés? Si l'indicateur PCE met en évidence des corrélations observées par le passé, il ne prétend toutefois pas être capable de prédire l'évolution future des indices, nuancent les spécialistes de PARSUMO. «Nous ne pronostiquons pas un krach. Néanmoins, sur la base de l'analyse de notre indicateur, nous disons simplement que le risque résiduel de correction est aujourd'hui plus important qu'il y a trois, quatre ou cinq ans. La

quote-part actuelle en actions est la plus élevée depuis 2007. Elle signale une situation boursière fragile», analyse Hans Peter Stücheli, gérant senior chez PARSUMO.

La faiblesse actuelle du niveau de taux d'intérêt n'explique-t-elle pas la forte popularité des actions actuellement? Aux Etats-Unis, la quote-part des actions évolue entre 40 et 60%, comparé à des niveaux qui ont déjà atteint

jusqu'à 65% par le passé. «Je ne pense pas que la quote-part des actions va soudainement grimper à 70% uniquement parce que les taux sont tombés à zéro», observe Hans Peter Stücheli. En outre, plus la quote-part des actions devient élevée, plus il y a de risques que la chute soit forte en cas de déception des investisseurs, avertissent les spécialistes de PARSUMO. ■ YVES HULMANN, ZÜRICH

## LA QUOTE-PART ÉLEVÉE DES ACTIONS INCITE À LA PRUDENCE

