July 31, 2023

Les dangers de la gestion passive dans un environnement agité

Ces dix dernières années, les fonds à gestion active ont été largement délaissés au profit des stratégies passives. Même si nous pensons que les deux types de stratégies ont un rôle à jouer dans les portefeuilles, il convient de réévaluer en permanence leur rôle, particulièrement aujourd'hui alors que le paysage de l'investissement est en pleine mutation.

Ces derniers temps, la pression inflationniste a obligé les grandes banques centrales à orchestrer l'un des cycles de relèvement des taux directeurs les plus drastiques jamais observés, les conditions de crédit se sont durcies de manière spectaculaire et le coût du crédit s'est envolé. Cette situation fragilise la croissance économique, et est aux antipodes de celle observée lorsque la politique monétaire était conciliante et la liquidité abondante. Certains considèrent que ce cocktail a engendré une « bulle de tout » et a permis aux entreprises, y compris à des sociétés « zombie », de se refinancer sans trop de difficultés.

Dans un tel contexte, nous pensons que la place et le risque de la gestion passive doivent être revus. Voici pourquoi :

1. Les investisseurs passifs achètent toute la botte de foin

Par essence, la gestion passive implique d'acheter toute la botte de foin plutôt que de consacrer du temps et des ressources à rechercher l'aiguille. Normalement, lorsqu'un fonds indiciel ou un ETF reçoit des capitaux, il les investit en fonction de l'allocation des indices à ce moment précis, sans autre considération que leurs règles de construction de ces indices.

Investir dans un large éventail d'entreprises peut être pertinent lorsque tout va bien. Mais aujourd'hui, le resserrement des conditions financières et le ralentissement de la croissance dans les principales économies du monde commencent à mettre en évidence certaines vulnérabilités, d'où la nécessité de faire preuve de plus de discernement à l'heure de séparer le bon grain de l'ivraie.

2. Les stratégies passives sont relativement rigides

Les gérants des fonds passifs n'ajustent pas leur exposition s'ils ont l'impression que certains secteurs ou certaines entreprises semblent bien partis pour sous-performer : la performance de ces véhicules est identique à celle du marché sur la base de l'indice de référence. Cela peut donner lieu à des expositions dans des sociétés avec, par exemple, de problèmes de gouvernance ou financier.

En examinant minutieusement les fondamentaux d'une entreprise, les gérants actifs peuvent au contraire définir une allocation plus nuancée visant à maximiser le potentiel de hausse tout en atténuant autant que possible le risque de perte. Aujourd'hui, cela peut impliquer de sélectionner des entreprises qui disposent de suffisamment de ressources financières pour résister à n'importe quelle tempête ou bien celles qui sont parvenues à emprunter à bon compte avant la flambée des taux de crédit. Les gérants actifs sont également mieux placés pour éviter les « segments problématiques » du marché. Dans le contexte actuel, cela peut supposer d'alléger les positions sur des entreprises exposées à l'immobilier commercial. Les fonds indiciels n'ont pas la même agilité pour éviter les écueils.

Signe de notre époque, cette année, iShares a converti son fonds MSCI Frontier and Select EM ETF, fort d'un encours de 707 millions USD, à la gestion active afin de « lui conférer plus de flexibilité et de liquidité dans diverses conditions de marché ».

3. Les risques peuvent être ignorés ou sous-estimés

En lien avec ce qui précède, les investisseurs ne comprennent pas toujours les subtilités des fonds passifs qu'ils détiennent en portefeuille. Très recherchées ces dix dernières années, les stratégies passives s'aventurent désormais dans des eaux plus troubles, autrement dit des pans de marché plus vulnérables aux perturbations ou au risque de défaut, et qui étaient traditionnellement considérés comme réservés aux experts.

Avant la crise bancaire, les CoCos (Contingent Convertible Bonds, obligations à conversion obligatoire) étaient devenues une classe d'actifs très prisée en raison de leur rendement relativement élevé et de nombreux investisseurs ont choisi de parier sur elles par le biais de fonds indiciels passifs. Il y a quelques mois, un fonds indiciel qui répliquait l'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 aurait investi environ 5,4 % de ses actifs dans des CoCos de Credit Suisse, une position qui a perdu toute valeur après le sauvetage de la banque, à la grande surprise de certains investisseurs.

Un fonds à gestion active aurait eu la possibilité de réduire, voire de liquider, son exposition à Credit Suisse, échappant ainsi à une moins-value. Les principales positions d'un fonds obligataire à gestion passive concerneront, par défaut, les entreprises qui émettent le plus de dettes.

4. Les stratégies passives ne sont pas à l'abri du risque de marché

La gestion passive implique d'être exposé à un indice large et, par conséquent, la performance sera largement dictée par les fluctuations de marché. Un environnement dans lequel il y a plus de serpents que d'échelles sur les marchés, par exemple en période de récession, aura vraisemblablement un impact négatif sur les investissements. Or la probabilité de récession lors des 12 prochains mois atteint 65 % aux États-Unis et 50 % dans la zone euro, selon les estimations de Bloomberg.

5. Que se passe-t-il en cas de correction ?

Dès lors que la gestion passive peut encourager les investisseurs à se ruer massivement sur certaines niches de marché, qu'adviendra-t-il si un choc imprévu les pousse à quitter le navire tous au même moment ? Le marché aurait du mal à absorber tous les ordres de vente, et la liquidité pourrait se tarir pour le produit lui-même, ainsi que pour les positions sous-jacentes. L'écart entre cours vendeur et acheteur s'envolerait et les investisseurs pourraient essuyer des pertes considérables pour liquider leurs positions passives.

CONCLUSION

Ces dix dernières années, les corrélations positives entre les différentes classes d'actifs et en leur sein ont atteint des niveaux inhabituellement élevés. Il n'y avait pas beaucoup d'efforts à fournir pour obtenir des performances satisfaisantes, ce qui a permis aux fonds à gestion passive de prospérer, d'autant que les frais qu'ils prélèvent sont extrêmement faibles. Toutefois, alors que la marée de liquidités qui a mis tous les bateaux à flots est en train de redescendre, les investisseurs feraient bien de vérifier si les fonds passifs dans lesquels ils ont investi sont encore en état de naviguer.

Les eaux tumultueuses pourraient donner lieu à des performances contrastées, ce qui est susceptible de jouer en faveur des fonds à gestion active dès lors que leurs gérants ont besoin de cette dispersion pour démontrer toute l'étendue de leurs compétences. En période de volatilité et d'incertitude, générer de l'alpha n'est pas tout : il faut aussi savoir gérer les risques. Voilà pourquoi une analyse fondamentale minutieuse est primordiale.

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.

BIL
1856