

## Bêta habilis

Bruno Maumené, CIO, Fundo

La théorie « moderne » du portefeuille a consacré la distinction entre *alpha* et *bêta* pour isoler la composante de la performance d'un portefeuille qui résulte de la simple exposition au marché (le *bêta*) de celle qui ne parvient pas à être expliquée en ces mêmes termes (l'*alpha*).

En bonne logique commerciale, la création d'*alpha* est fortement rémunérée, alors que la simple obtention de *bêta* est acquise au prix coûtant, ou peu s'en faut. Deux constats ont entamé cet accord tacite entre investisseurs et gestionnaires. Tout d'abord le *bêta* a proliféré au détriment du pur *alpha* au point tel que ce dernier passe aujourd'hui pour un imposteur, un *bêta* travesti en passe d'être découvert.<sup>1</sup> Ensuite les supposés créateurs d'*alpha* ont massivement failli dans leur tentative de battre les porteurs de *bêta* que sont leurs indices de référence et les fonds qui les répliquent passivement à vil prix.

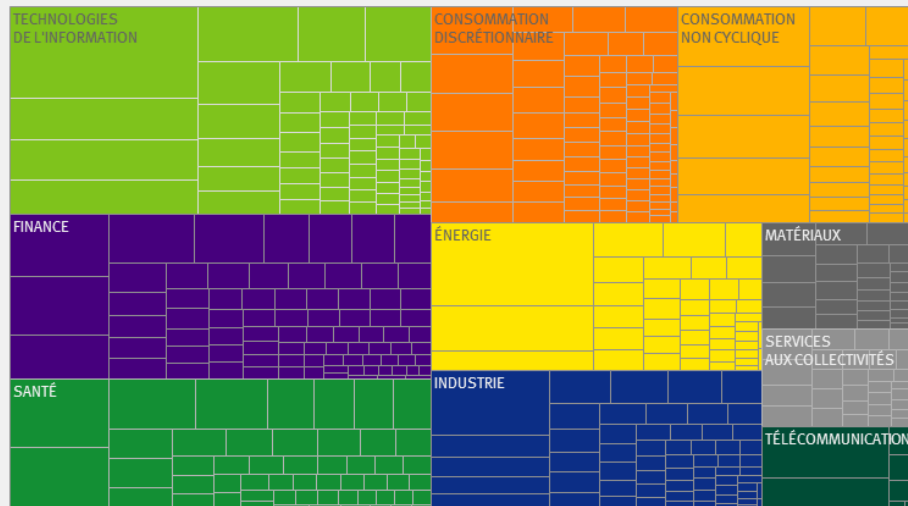
L'apparition du premier fonds indicé sur le S&P 500 en 1976 est de quelque dix années postérieure aux travaux de Eugene Fama qui avaient abouti sur la formulation de la très célèbre hypothèse dite des marchés efficients. L'hypothèse, dont il existe plusieurs versions plus ou moins radicales, postule que (toute) l'information pertinente sur un marché financier est immédiatement incorporée dans les prix des actifs qui le composent, de sorte qu'il devient vain de s'imaginer pouvoir le « battre ». La fortune historique de l'hypothèse de Fama lui valut bientôt d'être élevée au rang de dogme. La confirmation ultime de sa validité lui fut fournie par les performances des gestionnaires actifs qui, dans leur écrasante majorité, restaient bien en deçà de celles des promoteurs des fonds de réplification passive d'indices tels que le S&P 500.

Néanmoins, ceux qui ont vu dans la sous-performance chronique des gestionnaires actifs une confirmation de l'hypothèse des marchés efficients ont commis une erreur logique. Les marchés sont peut-être efficients ou semi-efficients, mais cet état de choses supposé reste sans rapport avec l'incapacité des gestionnaires actifs à générer de l'*alpha*. En effet, les indices qui sont répliqués passivement répondent quasiment tous à la même logique de construction qui fait découler la pondération de leurs composantes de leurs capitalisations boursières. Ainsi, si le prix d'une composante vient à doubler, alors que celui de toutes les autres comprises dans l'indice reste identique, sa pondération dans l'indice tendra également à doubler. Si le marché, par définition, et les indices, par construction, répondent au même principe de la capitalisation boursière, le fait de soustraire au marché la part imputable aux seuls fonds indicés nous laisse avec un reliquat qui lui-même est structurellement identique au marché.<sup>2</sup> Cela a pour conséquence que les gestionnaires actifs gèrent *collectivement* un portefeuille dont les actifs sont eux-mêmes pondérés en fonction de leur capitalisation boursière. En dernière analyse, si la performance moyenne des gestionnaires actifs est inférieure à celles des gestionnaires de fonds passifs, cela est imputable à leur frais qui sont supérieurs et non à l'efficacité des marchés.

La conclusion énoncée au paragraphe précédent n'est pas aussi triviale qu'il n'y paraît de prime abord. Certes, les frais de gestion des gestionnaires actifs sont onéreux, mais leur mode de gestion implique en moyenne un nombre de transactions plus importants et donc des coûts additionnels substantiels. A titre de comparaison, le taux de rotation annuel moyen du portefeuille d'un gérant actif approche 70%, alors que la réplification du S&P 500 a impliqué une rotation moyenne des actifs de l'ordre de 5% au cours des dernières années.

Le caractère quasi auto-adaptatif des indices pondérés selon la capitalisation boursière, et partant des fonds les répliquant, pose un véritable défi aux adeptes de la gestion active en ceci qu'il les oblige à surmonter, d'une manière ou d'une autre, le handicap de coûts de rebalancement beaucoup plus importants.

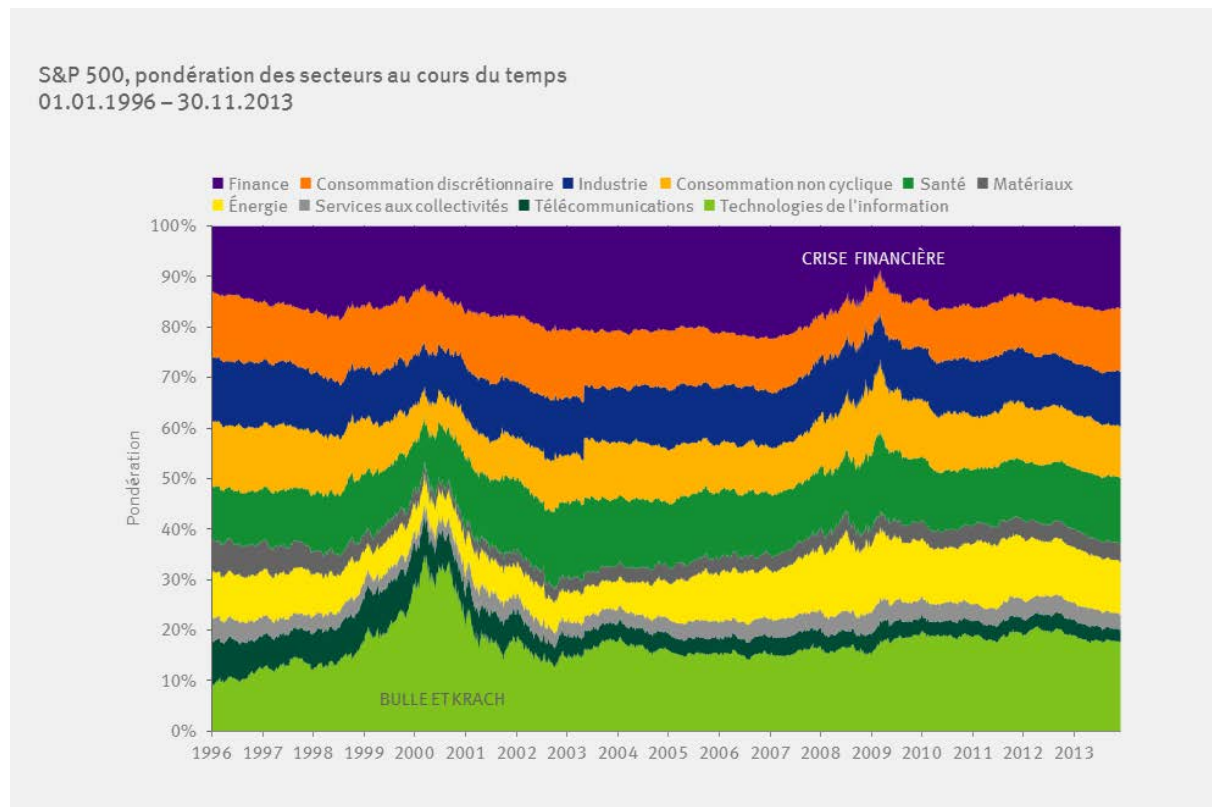
S&P 500, répartition par secteurs  
31.12.2012



**Graphique 1 :** La « carte » ci-dessus est un instantané de l'indice S&P 500 à la clôture du 31 décembre 2012. Les blocs de différentes couleurs délimitent les dix principaux secteurs du marché des actions américaines et leur taille est proportionnelle à leur capitalisation boursière. Les secteurs sont eux-mêmes composés des cinq cents sociétés que regroupe l'indice. Ceux dont la capitalisation boursière est la plus forte sont aussi ceux qui en général hébergent les sociétés dont la valorisation boursière est la plus haute. Le secteur des télécommunications, le plus petit de tous, fait cependant exception avec AT&T qui est une des dix plus grosses capitalisations américaines.

Relâchons maintenant un instant l'hypothèse des marchés efficients et admettons qu'ils puissent être occasionnellement la cible de poussées d'exubérance irrationnelle ou, à l'inverse, la victime de phases de pessimisme chroniques. Admettons en clair qu'il y ait des bulles spéculatives, durant lesquelles certains actifs sont surévalués, suivies de crises financières, durant lesquelles ces mêmes actifs ou d'autres se retrouvent subitement sous-évalués. Dans le premier cas, les actifs surévalués vont momentanément peser davantage dans l'indice puisque leur capitalisation boursière augmente comparativement à celle des actifs jugés moins attractifs ; alors que dans le second cas, c'est précisément l'inverse qui se produit. Cette dynamique est particulièrement bien visible dans le graphique 2. En 2000, les secteurs des valeurs technologiques et des télécommunications pèsent jusqu'à 45% du poids total de l'indice S&P 500 pour n'en peser plus que 20% en l'espace d'une année avec, à la clé, des pertes colossales ; en 2008 les secteurs de la finance, de la consommation non cyclique et de l'industrie, qui traditionnellement pèsent à eux trois près de 50% de l'indice, s'effondrent pour n'en représenter plus que 25% du poids total.

Au vu de telles variations, et de leurs conséquences sur la diversification, fortement variable au cours du temps, d'un portefeuille qui réplique le S&P 500, on peut se demander à bon droit s'il vaut vraiment la peine après tout de répliquer pareil indice. En effet, si l'on admet l'hypothèse que les marchés sont quelquefois inefficients, on accepte l'éventualité que certaines sociétés puissent être momentanément sur- ou sous-évaluées. Lorsque la valeur de ces mêmes sociétés finit un jour par converger vers leur « valeur intrinsèque », les gains associés aux sociétés sous-évaluées ne suffisent pas à compenser les pertes associés à celles qui sont surévaluées pour la simple raison que les secondes « pèsent » davantage dans l'indice que les premières. Plus l'inefficience du marché est grande et plus ce phénomène est significatif.



**Graphique 2 :** Au vu du graphique ci-dessus, qui illustre les expansions et contractions subites des différents secteurs du marché américain des actions entre 1996 et aujourd'hui, on peut supposer que ce marché échappe par moment aux règles de l'efficience. Même si l'économie bien évidemment évolue, comment expliquer, sinon, que certains secteurs voient momentanément leur taille doubler ou être réduite de moitié sans autres raisons apparentes que les aléas de leur popularité auprès des investisseurs ?

Au-delà des débats qui opposent partisans des gestions active et passive, la question cruciale apparaît devoir être celle de savoir si l'industrie de la réplique passive réplique la seule et la meilleure chose qui puisse l'être pour l'investisseur. En clair, y a-t-il des alternatives au schème de construction qui assimile la pondération d'une composante dans un indice à sa valeur boursière ? La réponse est bien évidemment positive. Il y a une multitude d'alternatives, dont certaines ne sont pas dénuées de mérites. Une fois la boîte de Pandore ouverte, la prolifération des *bêtas*, à laquelle il est fait allusion en début d'article, a naturellement suivi. De nouveaux indices, équi pondérés, qualitatifs, fondamentaux, à volatilité contrôlée, biaisés dans une direction ou une autre, sont apparus et autant de *bêtas* en instance d'être découverts l'ont finalement été pour définitivement brouiller les frontières entre gestions active et passive.<sup>3</sup>

Pour les investisseurs, c'est une excellente nouvelle car la grande avancée de la gestion passive, à savoir la diminution drastique des coûts de gestion, va pouvoir s'appliquer à de nouveaux champs qui étaient autrefois l'apanage de la gestion active avec, en sus, une nouvelle source de diversification pour leurs portefeuilles.

7500 signes sans notes et encarts/8900 avec notes et encarts.

<sup>1</sup> Berger, Adam L., David Kabiller, et Brian Crowell, 2008. [Is Alpha Just Beta Waiting To Be Discovered? What the Rise of Hedge Fund Beta Means for Investors](#), AQR Capital Management.

<sup>2</sup> Arnott, Robert D., Jason C. Hsu, et John M. West, 2008. *The Fundamental Index. A Better Way to Invest*, John Wiley & Sons, Inc., chap. V.

<sup>3</sup> [The Rise of Smart Beta. Terrible Name, Interesting Trend](#), 2013, *The Economist*.