

Ce que les astronautes peuvent nous dire sur les placements à gestion passive

Auteur



Robert M. Almeida
Gestionnaire de portefeuille et
stratège en placements mondiaux

En résumé

- Le rendement inférieur de la gestion active découle de la diminution de l'ampleur du marché.
- Les bas taux d'intérêt ont faussé la répartition du capital, en agissant comme un effet d'apesanteur sur l'économie, ce qui a freiné le cycle naturel de « destruction créative ».
- Les coûts plus élevés et l'élargissement du marché offrent désormais aux gestionnaires actifs qualifiés des occasions de se démarquer.

Une récente rencontre avec un client a soulevé une question courante :

« J'entends la thèse haussière des gestionnaires actifs depuis le début de ma carrière, et cela ne s'est pas encore concrétisé. Les gestionnaires actifs enregistreront-ils un rendement supérieur un jour? »

Ce sentiment est probablement ressenti par de nombreux professionnels des placements qui ont commencé leur carrière après 2008. Le marché actuel reflète ce sentiment, les stratégies à gestion passive détenant désormais plus de 50 % du marché boursier américain, soit une hausse importante par rapport à moins de la moitié de ce niveau au début des années 2010. L'ampleur réelle de la domination de la gestion passive pourrait être encore plus importante si l'on tient compte des actifs détenus dans des pseudoportefeuilles indicels et d'autres stratégies conçues pour réduire au minimum l'erreur de réplcation.

Les gestionnaires actifs enregistreront-ils un rendement supérieur un jour? Si les actes sont plus éloquents que les paroles, alors le marché dans son ensemble a répondu « non ». Si tel était le cas, cela signifierait qu'un changement fondamental s'est produit. Le facteur explicatif doit être l'une de ces deux notions : soit il y a eu une érosion permanente des compétences en placement, soit les inefficiences du marché qui alimentaient autrefois la gestion active ont complètement disparu.

Définition de l'alpha : compétences et étendue

Pour comprendre l'alpha, il est nécessaire de revoir la loi fondamentale de la gestion active. Ce principe stipule que le ratio d'information d'un gestionnaire (une mesure de la valeur ajoutée) dépend de son coefficient d'information (représentant les compétences) et de la racine carrée des occasions de placement (représentant l'ampleur des occasions). En termes simples, l'alpha provient d'une combinaison de sélection de titres et de variations du rendement de ceux-ci.





Érosion des compétences ou absence d'étendue du marché

Par le passé, les compétences des gestionnaires de portefeuille, comme d'autres compétences humaines, ont suivi une distribution normale, avec un rendement se situant autour de la moyenne du marché. À partir des années 2010, cette répartition s'est de plus en plus déséquilibrée, en raison de la rareté des gestionnaires actifs surpassant constamment leur indice de référence. Les critiques attribuent souvent cela à une érosion structurelle des compétences, en arguant que les progrès technologiques ont éliminé les avantages informationnels que certains possédaient auparavant.

Bien que cet argument semble plausible, car la technologie a sans aucun doute rendu l'information plus accessible, je pense qu'il s'agit davantage d'une coïncidence que d'une causalité. L'information n'est qu'un regroupement de données ou de faits. La sagesse, principale composante des compétences des gestionnaires, est le produit de l'expérience et des connaissances approfondies. Elle représente la capacité à synthétiser, à faire des déductions et à prendre des décisions éclairées à partir d'informations agrégées. Comme l'a écrit le poète anglais William Cowper, « La connaissance est la nourriture de l'âme, mais la sagesse en est la saveur ». Même si l'écart d'information s'est resserré et pourrait même s'être refermé, l'écart de sagesse demeure important. La capacité de transformer les connaissances en renseignements exploitables est probablement encore grande, malgré le rendement difficile des gestionnaires actifs au cours des 15 dernières années.

Si ce n'est pas en raison de l'érosion des compétences, qu'en est-il de l'ampleur des occasions? La dispersion des actions ou l'ampleur du marché est cyclique. Au lieu d'analyser des graphiques illustrant des mesures inférieures à la normale du risque idiosyncrasique ou des degrés élevés de corrélation entre les actions en raison de facteurs externes, il est possible d'explorer ce concept dans une optique plus intuitive, mais peut-être non conventionnelle.

Voyages spatiaux et étendue du marché : un parallèle frappant

Prenons l'exemple des astronautes dans l'espace. Dans un environnement en apesanteur sur une période prolongée, leurs muscles commencent à s'atrophier; leur corps a besoin d'être sollicité, car sans cela, ils perdent de la densité osseuse. Les effets d'une atmosphère sans gravité sont si graves qu'à leur retour sur Terre, les astronautes doivent être extirpés de la capsule de retour, puis suivre plusieurs semaines d'entraînement intensif pour rebâtir les muscles atrophiés.

Les taux d'intérêt jouent un rôle semblable à celui de la gravité dans l'économie. Ils agissent comme une résistance à la charge, en créant des disparités de rendement entre les entreprises les plus performantes et les moins performantes. Lorsque la demande de capitaux dépasse l'offre disponible, ou lorsque les emprunteurs sont plus nombreux que les épargnants, le coût du capital augmente et fait grimper le taux d'équilibre des projets d'investissement potentiels, ce qui élimine les projets les moins viables. À l'inverse, lorsque l'offre d'épargne dépasse la demande de capitaux, les taux d'intérêt baissent, ce qui accroît l'attrait des différentes occasions de placement. Cette dynamique aide la société à atteindre l'équilibre en affectant des capitaux à des projets ayant une véritable utilité économique. Sans ce mécanisme de résistance, comme l'atrophie musculaire dans un environnement en apesanteur, le capital n'est pas réparti en fonction de l'utilité qu'il produit.

Même si les taux d'intérêt inférieurs à la moyenne tout au long des années 2010 ont probablement été justifiés par une surabondance d'épargne et un affaiblissement de la demande de capitaux productifs, les banques centrales ont faussé le taux d'équilibre des marchés des capitaux en le ramenant à des niveaux historiquement bas. Cette situation a été aggravée par les mesures de relance budgétaire de plusieurs milliers de milliards de dollars mises en place pendant la pandémie. Cette période sans friction, orchestrée par les décideurs, a prolongé la durée de vie de projets d'investissement et d'entreprises qui, autrement, auraient pu être jugés non viables ou entièrement abandonnés. Cette prévention artificielle de la résistance, et donc, des pertes en capital a, selon nous, réduit l'ampleur du marché. Les difficultés des gestionnaires actifs compétents, dans ce contexte, ont été cycliques et sans doute artificiellement imposées.

Perspectives : une reprise des occasions

Bien que l'avenir soit incertain, plusieurs facteurs laissent présager un changement potentiel. Les sociétés font désormais face à des dépenses beaucoup plus élevées en matière de main-d'œuvre, de capital et de biens par rapport aux années 2010. Même si les banques centrales tentent de socialiser les pertes en capital par de nouvelles baisses de taux, les déficits budgétaires alarmants et un marché obligataire ravivé pourraient cette fois-ci agir comme une nouvelle force gravitationnelle.

Beaucoup de choses diffèrent des années 2010, et ces changements se traduiront par des résultats économiques et d'exploitation divergents de la part des sociétés. Les entreprises qui offrent des produits ou des services que les clients recherchent et dont ils ont vraiment besoin seront en mesure de mieux composer avec ces changements en gagnant des parts de marché. Toutefois, les entreprises dont l'offre devient désuète en raison de la nouvelle concurrence et de l'intelligence artificielle feront face à une réalité différente. Cette divergence devrait élargir le marché et potentiellement modifier l'orientation actuelle du rendement des gestionnaires actifs. ▲

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.

Veuillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et est destiné à un usage institutionnel seulement. Au Canada, le présent document est réservé aux clients institutionnels. Au Qatar, le présent document est réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers à valeur nette élevée.

Note à l'intention des lecteurs du Canada : Publié au Canada par MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :** Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la Securities and Futures Ordinance (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la Financial Instruments and Exchange Act; **Pour les lecteurs en Arabie Saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exclusion du centre financier international de Dubaï et du centre financier international d'Abou Dhabi).** Au Qatar, réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. **À Bahreïn, pour les investisseurs institutionnels seulement : Les renseignements contenus dans le présent document sont strictement destinés aux investisseurs professionnels.** Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétés comme une offre, une invitation ou une proposition de faire une offre ou une recommandation de demander un produit, un service ou une stratégie de nature financière, ou un avis ou des conseils à cet égard. Même si nous avons pris grand soin de nous assurer que les renseignements contenus dans le présent document sont exacts, aucune responsabilité ne peut être assumée à l'égard de toute erreur ou omission ou de toute mesure prise sur la foi de ces renseignements. Vous ne pouvez reproduire, diffuser et utiliser le présent document (ou une partie de celui-ci) qu'avec le consentement de MFS International U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils ne sont pas destinés au public et ne doivent pas être diffusés au public ni utilisés par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des énoncés qui ne sont pas de nature purement historique, mais qui sont des énoncés prospectifs. Ceux-ci comprennent, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de revenu. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique à partir de l'étranger. **Afrique du Sud** – Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente au public en Afrique du Sud.