

Le Couple Gestion Active et Gestion Indicielle pour une Meilleure Performance de Portefeuille

Mlle. GHIZLANE AXIME^{#1}, Mr. MOUNIR EL BAKKOUCHI^{*2}, Mr MOUNIR JERRY^{#3}

Laboratoire Economie Management et Développement des Organisations, Université Ibn Tofail, Kénitra, Maroc

¹ghiz.axime@gmail.com

³jemounir@yahoo.fr

Laboratoire Economie Management et Développement des Organisations, Université Ibn Tofail, Kénitra, Maroc

²elbakkouchi@gmail.com

Résumé—Le présent article vise à faire un rapprochement théorique entre deux approches de gestion de portefeuille distinctes à savoir : gestion active et gestion indicielle (passive).

Il en ressort que certe ces deux approches de gestion sont différentes, tant sur le plan technique que sur les postulats de bases sur lesquels chacune d'elle repose, toutefois et malgré leurs divergences celles-ci se complètent entre elles.

D'une part la gestion active (stock picking) est plus efficace à court et moyen terme en raison de sa flexibilité en matière d'allocation des valeurs dans le portefeuille à gérer.

D'autre part, une gestion indicielle visant à répliquer un indice et réaliser une erreur de suivi (Tracking error) aussi minime que possible, constitue une bonne stratégie d'investissement à long terme, et ce à faibles coûts puisque les coûts de transaction sont limités et les frais de recherche et d'analyse de marchés sont réduits.

Mots Clés— Portefeuille, Gestion indicielle, Gestion active, Indice, Erreur de suivi

I. INTRODUCTION

La théorie moderne du portefeuille s'est fondé sur l'analyse moyenne variance de Markowitz et sur la logique de diversification, les modèles de choix de portefeuille se sont succédés depuis pour intégrer des méthodes de gestion et des produits plus développés.

La gestion passive, appelée également gestion indicielle, s'appuyant sur le postulat d'efficience des marchés, stipule que toute nouvelle information est immédiatement incorporée dans les prix, et par conséquent il est difficile de battre le marché dans son ensemble.

En effet et par opposition à la gestion active ou stock picking, qui consiste à sélectionner les titres les plus prometteurs d'un indice sur la base de leur potentiel de croissance ou décote, la gestion indicielle quant à elle consiste tout simplement à répliquer un indice de référence. Le but en terme de performance n'est plus de battre l'indice, mais d'enregistrer un écart (tracking error) aussi minime que possible, voire nul. Celle-ci présente également des avantages notamment des frais de gestion et des coûts de transaction faibles, comparés à ceux pour la gestion active.

Le choix d'une stratégie de gestion de portefeuille plutôt qu'une autre dépend de plusieurs facteurs liés généralement, aux objectifs recherchés par le gérant, son aversion au risque et enfin à ses convictions.

Dans cet article, nous verrons en deux parties distinctes, les principales méthodes de gestion et de structuration de portefeuilles, mais avant d'appréhender ces deux grandes approches nous allons présenter leurs sous bassement théorique à travers une revue de littérature.

L'objectif de l'article est de présenter, sous un angle théorique ces deux méthodes de gestion en mettant en exergue les fondements théoriques et les caractéristiques de chacune. Ainsi nous allons avoir au final une image retraçant les principaux points de divergences et de convergences entre ces deux méthodes de gestion qui va nous aider à répondre à la question posée au départ celle de la possibilité d'une combinaison et complémentarité entre ces deux modes de gestion.

II. REVUE DE LITTERATURE

L'une des principales questions en finance à laquelle plusieurs ont tenté de répondre, fut celle de trouver la meilleure combinaison possible des actifs financiers au sein d'un portefeuille d'actifs.

A. Théorie Moderne du Portefeuille

Obtenir une rentabilité certaine mais faible, ou prendre un risque pour une rentabilité attendue plus élevée est une question dilemme en finance. (Markowitz, 1952) fut le premier à introduire la notion du risque diversifiable (risque spécifique) et risque non diversifiable (risque systématique ou de marché).

Dans son modèle il montre que tout investisseur cherchant à optimiser son portefeuille, il a intérêt à le diversifier afin de bénéficier de la réduction du risque total, spécifique et systématique, pour un taux espéré de rentabilité donnée. Le risque est réduit bien évidemment d'autant plus que le portefeuille est diversifié.

Après Markowitz, et sur la base de ses travaux pionniers sur la théorie moderne du portefeuille et en matière de

diversification entre la période (1952-1959), (Treynor, 1961-1962 ; Sharpe, 1964 ; Lintner, 1965 ; Mossin, 1966) poursuivent les recherches indépendamment et développent un nouveau modèle d'évaluation des actifs financiers appelé (MEDAF) ou en anglais Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Le MEDAF constituait l'un des paradigmes dominants de la finance moderne depuis sa validation empirique par (Black, Jensen & Scholes, 1972) et par (Fama & Macbeth, 1973).

Compte tenu d'un certain nombre d'hypothèses, ce modèle aboutit à expliquer la réalisation de l'équilibre du marché par l'offre et la demande pour chaque titre. Il permet de décrire la relation entre le risque d'un actif financier et la rentabilité espérée de cet actif. Bien qu'il soit une solution très pratique, ce modèle a fait l'objet de plusieurs critiques étant donné qu'il est trop simpliste et réducteur, vu qu'il ne prend pas en compte un certain nombre de facteurs. Ces critiques qualifiées comme étant des anomalies du modèle seront ensuite complétées par le modèle multifactoriel appelé APT (Arbitrage Pricing Theory) développé une dizaine d'années plus tard par (Ross, 1976) et qui devient une alternative au MEDAF.

Ensuite, quelques années plus tard (Fama & French, 1993) développent le modèle à trois facteurs. Celui-ci apporte une amélioration au MEDAF et propose d'intégrer des facteurs complémentaires au modèle d'évaluation par arbitrage (MEA ou APT) qui explique la rentabilité obtenue par des caractéristiques spécifiques au titre seulement.

Ainsi le nouveau modèle de Fama et French permet désormais d'expliquer le rendement en fonction de trois facteurs explicatifs à savoir : la rentabilité du marché comme pour le MEDAF, le ratio capitalisation boursière sur les capitaux propres comptables, et l'écart de rentabilité entre les grosses capitalisations et les petites, permettant ainsi la prise en compte de caractéristiques non seulement spécifiques au titre, mais s'étend pour intégrer des caractéristiques globales et propres à l'économie en général.

B. *Efficiences des Marchés Financiers*

Parallèlement au développement de la théorie moderne du portefeuille initié par Markowitz, la gestion indicielle, appelée également gestion passive, a connu un essor considérable. Celle-ci reposant sur la théorie d'efficacité des marchés financiers (Fama, 1970), stipule qu'il est difficile de battre le marché dans son ensemble et obtenir des performances supérieures à celui-ci.

L'expression efficacité est utilisée en finance dans des contextes différents, ce terme peut faire référence à des notions différentes et suscite encore des débats entre universitaires. Ici nous allons nous focaliser sur la notion d'efficacité informationnelle.

Un marché dans lequel les prix reflètent totalement et constamment toute l'information disponible est appelé marché « efficace » (Fama, 1970), cela induit à ce que les prix des actifs incorporent instantanément l'ensemble des informations disponibles.

Une définition plus adéquate et qui a été reprise par (Fama, 1991 :1576) stipule que « sur un marché efficace les cours reflètent les informations jusqu'au point où les gains supplémentaires tirés d'une exploitation de l'information sont juste égaux aux coûts supplémentaires à mettre en œuvre » (Jensen, 1978). A partir de cette définition il est inutile de prévoir les cours, car parallèlement aux gains réalisés au travers cette prévision des tendances futures des cours, ceci engendrera des coûts supplémentaires, et du coup faire des prévisions à la marge desquelles ne nous tirons aucun gain supplémentaire ne sert absolument à rien.

Dans ce cas, étant donné que les informations revêtent un caractère inopiné, les évolutions futures des cours des actifs financiers suivront une marche aléatoire, cette notion introduite par Bachelier, induit à ce qu'aucun investisseur ne peut réussir à prévoir les cours futurs et réaliser, à long terme, sur la base de prédiction, des performances supérieures au marché dans son ensemble.

Sur le long terme, « battre le marché » est donc impossible. Vu que toute information nouvelle est immédiatement incorporée dans le prix des actifs financiers, le prix d'un actif ne peut être déconnecté de sa valeur théorique (intrinsèque). La surévaluation ou sous-évaluation d'actif sur la base de laquelle s'appuie l'analyse fondamentale est donc impossible dans un marché efficace.

III. PREDICTION DES FUTURS COURS BOURSIERS : ENTRE PARTISANS ET ADVERSAIRES

A. *Théorie de la Marche au Hasard*

De nombreuses études empiriques furent évoquées par Sharpe, Cowles, Working, Kendall, Osborne, Bachelier, Malkiel, Roberts, Cootner, Jensen, Fama, Samuelson... et bien d'autres, mettant en lumière l'impossibilité de battre le marché sur le long terme et appuyant ainsi le constat de l'imprévisibilité des cours boursiers.

Vu le nombre d'études extravagantes en la matière, on citera de façon non exhaustive les principaux résultats tirés des travaux de quelques chercheurs cités ci-dessus, à savoir :

(Cowles, 1933) dans son article « Are prices predictable? It is doubtful », montre à travers son étude que les performances boursières qu'aurait atteint un investisseur suivant les conseils et recommandations des services d'informations financières, sont comparables à celles d'une sélection aléatoire de titres.

Ainsi Cowles explique qu'il est donc inutile de prévoir les tendances futures et remet en cause l'analyse chartiste, s'attaquant ainsi aux pionniers de la légende chartiste à savoir Dow et son héritier Hamilton qui croient en la possibilité de prédire l'évolution futures des cours et à l'existence des tendances et régularités dans cette évolution.

A l'instar de Cowles, Kendall affirme une absence de tendances des cours, pour lui « le schéma des événements dans les séries de prix est beaucoup moins systématiques qu'on ne le croit en général ». (Kendall, 1953 :11)

(Osborne, 1962) pour sa part, confirme que la prévision des prix futurs est impossible, pour lui la bourse est « *l'incarnation du chahut continu* ».

Dans le même sens, (Malkiel, 1973) affirme « *qu'en matière de sélection d'actions, un chimpanzé, les yeux bandés, qui lance des fléchettes sur le Wall Street Journal peut faire aussi bien que les experts* ».

En 1996, Malkiel ajoute que « *si l'on tire toutes ses implications logiques, elle implique qu'un singe aveugle jetant des fléchettes sur les pages financières d'un journal sélectionnerait un portefeuille qui ferait aussi bien que si celui-ci avait été soigneusement sélectionné par des experts* ».

L'ensemble de ces auteurs confirment l'idée de l'impossibilité de prédire les cours des actifs financiers, et qu'ils ne suivent pas une règle en termes de leur évolution.

Quelques années plus tard, Bachelier introduisait, la notion de processus brownien ce que les statisticiens appellent la marche aléatoire, selon laquelle Bachelier confirme le constat d'imprévisibilité des cours boursier et l'absence de tendance en matière de leur évolution.

Sharpe fut aussi l'un des plus contribuant à la théorie financière et l'un des premiers partisans de la gestion indicielle en se demandant sur la possibilité de battre le marché, à partir de la fin des années soixante. Sachant que la notion de « battre le marché » n'était pas une question de taille à l'époque.

B. Tendances des Marchés Financiers

Après avoir présenté les partisans de la théorie de la marche au hasard, nous allons à présent montrer les adversaires de ce postulat.

En effet, il existe d'autres recherches qui a contrario, estime qu'il est possible de battre le marché, sur la base d'analyses des données historiques à travers des techniques les plus pratiquées à savoir l'analyse technique ou chartiste.

Nombreux sont les tests qui ont été réalisés depuis 1964, pour tenter d'infirmer la théorie de la marche au hasard initié par Bachelier.

(Rousselle & Llorens, 1978) à travers une expérience réalisée sur le marché parisien des actions, montrent que les séquences de hausses (ou de baisses) successives de cours sont trop longues pour être dues au seul hasard, d'autre part ils proposent la possibilité d'isoler la part totalement aléatoire et imprévisible des cours, sans que celle-ci ne soit suffisante pour fausser les mouvements constatés.

En effet l'analyse technique ne nie pas l'existence d'une partie aléatoire dans l'évolution des cours. Il prétend seulement que le mouvement n'est pas majoritairement aléatoire.

IV. GESTION ACTIVE

Après avoir mis en évidence les différentes positions et courants de pensée à l'origine du choix du mode de gestion d'un portefeuille d'actifs nous allons présenter les principes et le fonctionnement de la gestion active et de la gestion passive ou indicielle. Mais avant de détailler ces deux modes de

gestion, il serait sans doute important de rappeler la notion de Benchmark.

A. Le Benchmark

Quelle que soit la stratégie de gestion à adopter, le choix du benchmark ou l'indice de référence est une étape primordiale, car c'est lui qui permettra l'appréciation du résultat atteint par le gestionnaire, il sert de critère de jugement de la performance obtenue par le gestionnaire.

Tout d'abord un Benchmark doit respecter les règles de bases suivantes :

- Il doit être bien évidemment défini à l'avance ;
- Il doit correspondre à l'univers de gestion du gérant ;
- Il doit être répliquable, ce qui permet au gérant de le reconstituer au niveau de son portefeuille s'il n'a pas d'anticipations précises ;
- Il doit reposer sur des règles de composition bien définies, autorisant le gérant à anticiper sa réorganisation éventuelle afin d'en tirer profit ;
- Enfin, il doit avoir une performance observable. C'est le cas des grands indices boursiers.

B. Principes et Fonctionnement de la Gestion Active

La gestion active, étant une gestion dynamique, le gérant constitue un portefeuille sur la base d'une sélection des titres composant celui-ci.

Ce type de gestion nécessite un gérant dont la tâche principale réside à repérer les bonnes valeurs, à l'aide de divers outils d'analyse. C'est là où le talent du gérant s'exprime le mieux.

Le but d'une gestion active est de générer une meilleure performance que le marché de référence. Elle part du postulat que l'efficacité des marchés n'est que théorique et qu'il est possible de faire mieux que les indices.

Ce mode de gestion requiert des frais de gestion plus élevés par rapport à ceux exigés dans le cas d'une gestion passive.

Au sein même de la gestion active, deux techniques sont utilisées pour estimer les valeurs d'un portefeuille qu'on cherche à construire : l'analyse technique ou l'analyse fondamentale.

Dans une ère où l'information fondamentale n'existait pas l'analyse technique ou chartiste était la méthode d'analyse de comportement d'un marché la plus utilisée.

Selon J. J. Murphy « *l'analyse technique est l'étude de l'évolution d'un marché, principalement sur la base de graphiques, dans le but de prévoir les futures tendances* ».

Cette approche stipule que les cours suivent des tendances, que l'histoire à tendance à se répéter dans l'évolution des prix.

Tandis que l'analyse fondamentale s'intéresse plutôt à estimer la valeur intrinsèque d'une action. Pour ce faire les adeptes de cette approche se préoccupent de l'étude de tout ce qui peut affecter l'entreprise : l'économie générale, le secteur d'activité, la santé financière et mode de gestion, les perspectives de croissance...

V. GESTION PASSIVE

Tout d'abord il paraît judicieux de mentionner que la gestion passive consiste à suivre le marché sans utiliser d'anticipation sur son évolution. Ceci est possible soit en suivant une approche d'achat détention (buy and hold) présenté par (Perold & Sharpe, 1988), ou en suivant une gestion indiciaire qui fera l'objet du présent article.

A. Origine et Fonctionnement de la Gestion Indiciaire

Après avoir évoqué les fondements théoriques plus essentiellement, le principe de l'efficience des marchés de Fama et le principe de la marche aléatoire introduit par Bachelier, sur lesquels repose la gestion indiciaire et trouve sa légitimité. Et si l'on estime que la prédiction des cours des marchés n'est pas possible ou du moins difficile comme le montre de nombreuses études empiriques sus-mentionnées, ceci fait apparaître la gestion indiciaire comme étant une stratégie optimale pour les investisseurs.

La gestion indiciaire a connu un développement considérable, cette gestion vise à répliquer un indice de référence à moindre coût ce qui revient à reproduire sa performance globale.

Vu qu'elle repose sur le postulat d'efficience des marchés, la gestion indiciaire considère que toute nouvelle information économique ou financière apparue est immédiatement incorporée dans les cours. Ainsi dans un marché dominé par de nombreux investisseurs institutionnels très actifs, il est difficile de surperformer le marché dans son ensemble.

Fama lors d'une Interview, par Ibbotson Associates en 2000, ce dernier dont la position est claire par rapport à l'impossibilité de prévoir les retournements de tendances boursières (market timing) et l'impossibilité de battre le marché, répond à la question suivante : « How do you invest? » par :

"I'm a passive investor. All stocks. I believe in efficient markets. I know nothing about stock picking. I don't trust anyone else to interpret the data better than myself so I don't believe the opportunities are there to beat the market."

Par opposition à la gestion active, l'objectif de la gestion indiciaire, très défendue surtout par les anglos saxons, ayant été à l'origine de son développement, est de répliquer exactement l'indice de référence (benchmark), sans pour autant chercher à le surperformer, le seul but recherché par ce mode de gestion est celui de réaliser une erreur de suivi (tracking error) la plus minime possible.

La tracking error constitue le critère permettant de juger la performance réalisée par la gestion indiciaire. C'est l'écart entre le rendement total du portefeuille répliquant l'indice et le rendement total de l'indice à répliquer, l'objectif étant de minimiser cet écart.

Etant donné que le gérant ne fait pas de pari sur l'évolution des cours, à l'encontre de la gestion active, les fonds indiciaires reprennent les caractéristiques de risque et de rendement de l'indice de référence sous-jacent. Par conséquent ceci permet à la fois de contrôler le risque encouru, mais aussi de maximiser la transparence.

Par ailleurs et depuis son apparition la gestion indiciaire suscite un intérêt croissant au regard des investisseurs, principalement en raison des coûts faibles qu'elle représente.

En effet en minimisant les interventions humaines et le nombre de transactions cela réduit les frais de gestion, qui lui sont associés, à leurs plus bas niveaux.

B. Les Indices Boursiers 1:

Tout d'abord un indice est un panier de titres sélectionnés pour représenter un marché ou un segment de marché. Un indice boursier reflète en un seul chiffre l'état actuel d'un marché financier, l'évolution de l'indice est influencée par le cours d'un groupe de titres représentatif comme par exemple le MASI l'indice général du marché des actions marocain qui englobe 75 sociétés marocaines cotées.

Les principaux indices boursiers marocains sont le MASI et le MADEX

MASI flottant : (Moroccan All Shares Index) c'est un indice de capitalisation, il intègre toutes les valeurs de type actions, cotées à la bourse de Casablanca, il permet ainsi de refléter le développement de l'échantillon.

MADEX flottant: (Moroccan Most Active Shares Index) c'est un indice compact composé des valeurs cotées au continu.

Il existe également des indices sectoriels ce sont des indices compacts composés des valeurs appartenant au même secteur d'activité.

Il est à noter qu'à l'instar des grandes bourses internationales, la bourse de Casablanca a adopté, à compter du 1 décembre 2004, la méthodologie de calcul des indices, basée sur le principe du flottant, ce principe vise à apporter une plus grande cohérence entre la réalité boursière des sociétés cotées et la traduction de cette réalité dans les indices. C'est un changement de pondération des valeurs dans l'indice qui doit aboutir à une meilleure adéquation entre le poids du titre dans l'indice et son " poids " dans le marché.

Le flottant est la part du capital d'une société susceptible de faire l'objet de transactions sur le marché ou part de titres détenus par le public. La méthodologie appliquée aux indices de la Bourse de Casablanca conduira donc à évaluer les pondérations des titres composant chaque indice sur la base de cette fraction détenue par le public et non plus sur la base du capital total comme c'était le cas auparavant.

C. Les Techniques de Réplication

Après avoir défini la gestion indiciaire, et présenté comment un gérant peut-il choisir son benchmark, nous allons à présent voir quatre techniques de réplication possibles. Le choix de la technique de réplication la plus appropriée doit toujours répondre à deux objectifs principaux, à savoir la réduction de l'erreur de suivi à son strict minimum et la diminution au maximum des frais engendrés par cette gestion.

La réplication pure ou parfaite est la technique de réplication la plus simple. Elle consiste à acheter toutes les valeurs de l'indice, proportionnellement à leurs poids dans l'indice de référence.

Si par exemple dans le MASI, la pondération de Marsa Maroc n'est que 10%, le portefeuille indiciaire à constituer

¹ Site de la bourse de Casablanca : Rapport annuel 2016

devra également détenir la même proportion soit 10% de Marsa Maroc dans sa composition.

La réplique pure présente plusieurs avantages, notamment les titres achetés existent et sont effectivement en dépôt chez un tiers, ils ne sont pas répliqués synthétiquement, ainsi il n'y a pas de risque supplémentaire de contrepartie.

En outre, le portefeuille suivra parfaitement l'évolution de l'indice et par conséquent l'erreur de suivi est virtuellement nulle.

Toutefois malgré l'image simple que cette technique véhicule, son application devient plus compliquée dans le cas des indices comprenant un nombre important de valeurs, il se peut que ces indices contiennent des valeurs très peu liquide et difficilement négociable en bourse. La détention de plusieurs titres dans un même portefeuille rend sa gestion plus lourde.

La réplique par stratification, consiste à décomposer l'indice en une série de caractéristiques auxquelles il est possible d'attribuer des poids, ensuite on procède à la sélection des titres qui reflètent le mieux ces caractéristiques. Il s'agit donc de construire un portefeuille aux caractéristiques les plus proches possibles de celles de l'indice mais comprenant un plus petit nombre de valeurs.

La technique d'échantillonnage stratifié sert à diviser l'indice en cellules selon différents critères tels que la pondération sectorielle, la capitalisation boursière, les différentes caractéristiques fondamentales des titres (volatilité, rendement, bénéfices) ou selon la liquidité des titres.

La réplique par échantillonnage stratifié, est une technique simple et efficace qui est utilisée pour répondre aux problèmes rencontrés par l'approche de réplique parfaite. Cette technique permet en particulier de limiter les coûts lorsque le nombre de valeurs constituant l'indice est trop important par rapport au montant à investir.

Cependant, cette technique ne fixe pas le nombre optimal de critères qu'il conviendrait de sélectionner ni leurs natures. Evidemment plus le nombre de critères sélectionnés augmente plus la qualité de la réplique sera meilleure.

En outre cette technique ne permet pas de mesurer à l'avance (ex ante) l'erreur de suivi, du portefeuille constitué, le risque auquel le gérant s'expose est donc plus grand.

La réplique par échantillonnage optimisé quant à elle suit de très près la technique par échantillonnage stratifié. La différence réside en ce que l'échantillon représentatif d'un échantillonnage stratifié peut avoir les mêmes caractéristiques que l'indice de référence sans pour autant s'assurer qu'il soit « optimal ».

La technique de la réplique par échantillonnage optimisé vise à investir sur un ensemble limité de titres tout en minimisant l'écart de suivi par rapport à l'indice. 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.

Concrètement, il s'agit d'analyser et de décomposer la performance de chaque titre suivant un certain nombre de variables économiques (inflation, taux d'intérêt, croissance,

taux de dividende du marché). Les sensibilités des titres à chacun de ces facteurs sont ensuite mesurées et utilisées pour créer un portefeuille dont les sensibilités par rapport aux facteurs prédéterminés sont identiques à celles de l'indice.

Cette technique repose sur la logique que deux portefeuilles ayant le même profil de risque doivent naturellement offrir les mêmes perspectives de rendement. Ainsi quelle que soit l'évolution des facteurs qui influent le marché le portefeuille constitué suivant cette technique réagira comme l'indice.

Comme elle présente de nombreux avantages, cette technique n'est cependant pas dépourvue d'inconvénients, tout d'abord l'optimisation ne permet en aucun cas de calculer un nombre optimal de titres à détenir dans le portefeuille. C'est le gestionnaire qui décide à la fois du nombre de titres et du seuil maximal de la tracking error.

En outre, il est vrai que cette approche permet de calculer ex-ante la tracking error, et dès lors de contrôler le risque de déviation. Il est clair, cependant, que l'erreur de suivi effective sera différente. Là encore, seule l'expérience du gérant lui permettra d'en tenir correctement compte, lors de l'élaboration du portefeuille de réplique.

La réplique synthétique pour sa part consiste à répliquer la performance d'un indice par le biais des instruments dérivés (généralement des futures). En achetant un nombre approprié de contrats de telle sorte que les variations du montant sous gestion soient égales aux variations de l'indice.

Cette technique présente des avantages de souplesse, de modicité des coûts et permet d'éviter les problèmes liés à la détention physique des titres puisque l'investissement se fait par l'intermédiaire de produits dérivés (des futures) typiquement des contrats à terme.

Toutefois, la réplique synthétique ne peut se réaliser que sur des indices sur lesquels se traitent des instruments dérivés. Ce qui n'est pas toujours le cas.

En outre, selon les pressions exercées par les marchés et l'incertitude grevant le montant et la date de versement des revenus intermédiaires, les prix des instruments dérivés peuvent momentanément diverger de leur juste valeur augmentant ainsi anormalement la valeur réalisée de la tracking error.

La mise en œuvre d'une gestion indicelle peut se faire par les différentes techniques citées plus haut, celles-ci peuvent être combinées entre elles. Nous résumons dans le tableau n°2, les principaux avantages et inconvénients soulevés de ces techniques.

VI. RAPPROCHEMENT ENTRE DEUX APPROCHES DE GESTION DISTINCTES : GESTION ACTIVE VS GESTION PASSIVE

A. Rapprochement théoriques des postulats de base et fonctionnement entre gestion active et passive

TABLE 1 : DIVERGENCES ENTRE LA GESTION ACTIVE ET PASSIVE

Gestion indicielle	Gestion active
Développée à partir des années 70 aux Etats unis, le premier fond indiciel a été fondé par la Well Fargo Bank	Plus ancienne que la gestion passive
Repose sur la théorie d'efficience des marchés (Fama, 1970)	L'efficience des marchés n'est qu'une illusion
Objectif répliquer l'indice = performance à l'identique ou proche	Objectif surperformer l'indice = faire mieux que l'indice
Battre le marché est impossible sur le long terme	Battre le marché est possible à court et moyen terme
Transparence et risque contrôlé	Gestion plus risquée, il est normal que le risque et la rentabilité soient corrélés positivement
Coûts faibles	Coûts élevés (frais de gestion importants)
L'intelligence humaine sur le long terme ne suffit pas pour surperformer l'indice sur le long terme	Facultés, compétences et anticipation des gérants suffisent pour faire mieux que le simple cumul des progressions d'un indice
Souvent automatisée	Nécessite un gérant

B. Synthèse

Après avoir procédé à un rapprochement théorique entre la gestion active et la gestion indicielle, il en ressort que ces deux approches sont différentes certes, tant sur le plan technique que sur les postulats de base sur lesquels chacune d'elle repose. Toutefois on le voit bien clair, chacune présente des avantages qu'il faut bien exploiter au lieu d'acharner davantage le débat sur leur divergence.

D'une part, la gestion active est une gestion plus dynamique, flexible et permet plus de réactivité avec le marché, les circonstances économiques, ainsi le gérant a la possibilité d'exploiter les données qu'il possède en main pour faire des choix et prendre les bonnes décisions.

Dès lors qu'il peut profiter des opportunités qui s'offrent à lui telle une nouvelle information, une nouvelle introduction

en bourse, un projet de fusion, des perspectives de croissance d'un secteur donné...etc.

Donc ce type de gestion est plus efficace à court et moyen terme grâce notamment à la flexibilité qu'il offre en matière d'allocation des valeurs dans le portefeuille à gérer.

D'autre part, une gestion passive constitue une bonne stratégie d'investissement aussi, à long terme, et ce à faibles coûts puisque les taux de rotation (donc les coûts de transaction) du portefeuille sont limités et les frais de recherche et d'analyse de marchés sont réduits.

VII. CONCLUSION

Entre une gestion active qui vise à battre le marché et une gestion passive reposant sur l'utilisation de produits reproduisant l'évolution des indices, les débats n'en manquent pas.

En effet, depuis son apparition, la théorie de la marche au hasard ou (Random Walk Theory), a initié la bataille entre la communauté financière universitaire.

Entre partisans et adversaires de ces deux modes de gestion à savoir gestion active et gestion passive la communauté scientifique s'est divisée en deux parties :

Une première partie défend la possibilité de prévoir les tendances boursières. L'objectif étant de battre le marché et réaliser des performances supérieures à celui-ci, notamment via l'utilisation de l'analyse technique (chartiste) par exemple.

En revanche, une deuxième partie tellement convaincu de l'efficience des marchés et de la théorie de de la marche au hasard, cependant, ce clan ne prétend pas ici qu'il est impossible de réaliser une performance supérieure à la moyenne mais que cela est extrêmement difficile et plus onéreux de battre le marché dans son ensemble compte tenu des frais d'analyse de gestion et de transaction. Par conséquent cette partie privilégie le recours à une gestion passive permettant de réduire les frais liés à la gestion.

La problématique est de taille entre l'adoption d'un mode de gestion plutôt qu'un autre et suscite encore le débat jusqu'à l'heure actuelle.

Pour voir s'il vaut mieux investir directement sur un indice ou sur un fond actif, il faut d'abord prendre en compte un certain nombre de critères à savoir l'horizon temporel et les classes d'actifs pour décider lequel des modes de gestion serait le plus adéquat.

Par conséquent la question principale ne réside plus en quel mode de gestion choisir mais plutôt en fonction des conditions et du contexte existant quel mode à adopter serait le plus pertinent.

Selon l'horizon temporel, en effet à court ou moyen terme les résultats d'une gestion active peuvent se montrer plus intéressants vu que celle-ci permet de profiter de la marge de différence entre la valeur intrinsèque et la valeur du marché du titre. Tandis que sur une période un peu plus longue ces résultats sont généralement compensés par les frais de gestion engendrés ce qui les annule et met en évidence le regain

d'intérêt à la gestion indicielle sur des périodes plus longues. Car le marché retrouve son efficacité et donc toutes les

informations sont reflétées par les cours, les valeurs ne peuvent restées sous-évaluées ou surévaluées à long terme.

REFERENCES

- [1] A. Sangare, "Efficacité des marchés : un siècle après Bachelier", Revue d'économie financière, pp. 107-132, 2005.
- [2] B. G. Malkiel, "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991", Journal of Finance, vol. 50, no. 2, pp. 549-572, 1995.
- [3] B. G. Malkiel, "Passive Investment Strategies and Efficient Markets", European financial management, vol. 9, no. 1, pp. 1-10, 2003.
- [4] Bulletin de la banque de France, N° 95, Nov. 2001.
- [5] B. Jacquillat, B. Solnik, and C. Perignon, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, Paris, Dunod, 2014.
- [6] C. Walter, "Une histoire du concept d'efficacité sur les marchés financiers", in : Annales, Histoire, Sciences Sociales, 51^e année, no. 4, pp. 873-905, 1996.
- [7] C. Walter, "La gestion indicielle et la théorie des moyennes", Revue d'économie financière, pp. 113-136, 2005.
- [8] E. Fama, L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll, "The adjustment of stock prices to new information", International economic review, vol. 10, no. 1, pp. 1-21, 1969.
- [9] E. Fama, "Components of investment performance", Journal of Finance, vol. 27, no. 3, pp. 551-567, 1972.
- [10] E. Fama, "Efficient Capital Markets : II", Journal of Finance, vol. 46, no. 5, 1575-1617, 1991.
- [11] E. Fama, "Random walks in stock market prices", Financial analysts journal, vol. 51, no. 1, pp. 75-80, 1995.
- [12] E. Fama, "Market efficiency long-term returns and behavioral finance", Journal of financial economics, vol. 49, no. 3, pp. 283-306, 1998.
- [13] F. Aftalion, "Le MEDAF et la finance comportementale", Revue française de gestion, no. 4, pp. 203-214, 2005.
- [14] F. A. Tahar, "Eléments de gestion de portefeuille: analyse et extension de méthodes en gestion indicielle et garantie", Thèse de doctorat en sciences économiques, Université de Cergy-Pontoise, 2005.
- [15] F. Black and M. Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, vol. 81, no. 3, pp. 637-654, 1973.
- [16] H. Dinh and J. Gajewski, "Une étude expérimentale des prévisions des analystes et de l'efficacité informationnelle des marchés", Revue française de gestion, no. 157, pp. 189-202, 2005.
- [17] H. Markowitz, "Portfolio Selection", Journal of Finance, vol. 7, no. 1, 77-91, 1952.
- [18] J. Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Paris, Economica, 2011.
- [19] J. Mossin, "Equilibrium in a capital asset market", Econometrica: Journal of the econometric society, pp. 768-783, 1966.
- [20] M. Albouy, "Peut-on encore croire à l'efficacité des marchés financiers ?", Revue française de gestion, no. 4, pp. 169-188, 2005.
- [21] M.F.M. Osborne, "Brownian motion in the stock market", Operations Research, vol. 7, no. 2, 145-173, 1959.
- [22] M. Jensen, "The Performance of the Mutual Funds in the Period 1945-1964", Journal of Finance, vol. 23, no. 2, pp. 389-416, 1968.
- [23] M. Kendall, "The analysis of time series - part I : prices", Journal of the Royal Statistical Society, vol. 116, no. 1, pp. 11-34, 1953.
- [24] M. S. Hassainate and M. Bachisse, "Etude économétrique de l'efficacité informationnelle du marché boursier marocain : modélisation ARIMA par séries chronologiques de l'indice MASI", Revue d'études en Management et Finance d'Organisation, no. 2, Juin. 2016.
- [25] P. Alphonse, G. Desmuliers, P. Grandin, and M. Levasseur, Gestion de portefeuille et marchés financiers, Pearson Education France, 2013.
- [26] P. Bertrand and J.L. Prigent, Gestion de portefeuille : analyse quantitative et gestion structurée, Paris, Economica, 2012.
- [27] T. Bechu, E. Bertrand, and E. Nebenzahl, L'analyse technique : théories et méthodes, Paris, Economica, 2008.
- [28] W. Sharpe, "A Simplified Model for Portfolio Analysis", Management Science, pp. 277-293, 1963.
- [29] W. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance, vol. 19, no. 3, pp. 425-442, 1964.
- [30] W. Sharpe, "Asset allocation: Management style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, vol. 18, no. 2, pp. 7-19, 1992.

TABLE 2 : SYNTHÈSE DES AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DES METHODES DE REPLICATION

Méthodes de réplification	Avantages	Inconvénients
La réplification pure ou parfaite	Absence de risque supplémentaire de contrepartie, Le portefeuille suivra parfaitement l'évolution de l'indice et par conséquent l'erreur de suivi est virtuellement nulle.	Application plus compliquée dans le cas des indices comprenant un nombre important de valeurs ; Les indices contenant des valeurs très peu liquide sont difficilement négociable en bourse ; La détention de plusieurs titres dans un même portefeuille rend sa gestion plus lourde.
La réplification par stratification	Permet en particulier de limiter les coûts lorsque le nombre de valeurs constituant l'indice est trop important par rapport au montant à investir.	Ne fixe ni le nombre optimal de critères qu'il conviendrait de sélectionner ni leurs natures ; Ne permet pas de mesurer à l'avance (ex ante) l'erreur de suivi, du portefeuille constitué, le risque auquel le gérant s'expose est donc plus grand.
La réplification Par échantillonnage optimisé	Quelle que soit l'évolution des facteurs qui influent le marché le portefeuille constitué suivant cette technique réagira comme l'indice.	Ne permet en aucun cas de calculer un nombre optimal de titres à détenir dans le portefeuille. l'erreur de suivi effective sera différente. Là encore, seule l'expérience du gérant lui permettra d'en tenir correctement compte, lors de l'élaboration du portefeuille de réplique.
La réplification synthétique	Souplesse, de modicité des coûts et permet d'éviter les problèmes liés à la détention physique des titres puisque l'investissement se fait par l'intermédiaire de produits dérivés (des futures)- typiquement des contrats à terme.	Ne peut se réaliser que sur des indices sur lesquels se traitent des instruments dérivés. Ce qui n'est pas toujours le cas. Suite à l'incertitude grevant le montant et la date de versement des revenus intermédiaires, les prix des instruments dérivés peuvent momentanément diverger de leur juste valeur augmentant ainsi anormalement la Tracking error.