

Chez les gérants institutionnels, la surperformance serait un mythe

RESULTATS. La gestion active des avoirs des caisses de pension ne délivre pas de rendements supérieurs au marché, selon le professeur Amit Goyal. Pour le chercheur Michael Brennan, le problème d'agence explique l'allocation sous-optimale.

Myret Zaki
Lundi 24 novembre 2008

Les conclusions des chercheurs sont encore plus accablantes pour les performances d'investissement des gérants d'avoirs institutionnels aux Etats-Unis. En effet, il semble que les caisses de pension américaines soient particulièrement mal servies par l'industrie de la gestion. Que ce soient les fonds de pension d'entreprises, les caisses publiques, les fonds des syndicats, des fondations, ou les systèmes de financement («endowments») des universités, ils n'obtiennent pas de rendements satisfaisants sur l'argent de leurs assurés.

Amit Goyal, professeur de finance à l'Université de Lausanne et au Swiss Finance Institute, a cosigné une recherche qui arrive à cette conclusion avec Jeffrey Busse et Sunil Wahal.

«Aucune surperformance»

Ayant obtenu des données sur les rendements de 1384 sociétés de gestion institutionnelle auprès du consultant Informa Investment Solutions (IIS), les chercheurs ont examiné les performances de 4282 produits gérés par ces firmes pour le compte d'institutions de prévoyance entre 1991 et 2007.

En termes de performance trimestrielle, le constat est rude. Il ressort que les gérants institutionnels en actions américaines «ne génèrent aucune surperformance», ou alpha, annonce Amit Goyal. Les statistiques qu'il présente montrent que l'alpha dégagé par trimestre est, en effet, proche de zéro. «Sur une base nette de commissions, ces valeurs sont encore plus basses», précise même le chercheur.

Il examine ensuite la surperformance réalisée par les 5% meilleurs gérants de l'échantillon qui atteint, sur base annuelle, un alléchant 7%. «Ce qui nous importe ici de savoir est si cette surperformance est due à la chance ou au talent», précise-t-il. Résultat: «Nous n'avons pu établir l'existence d'aucun talent spécifique aux gérants de cette catégorie. Cela pourrait être le fait de la chance.»

«Pas de persistance»

Ces conclusions étonnent d'autant plus, souligne Amit Goyal, que les firmes de gestion institutionnelle s'adressent à une clientèle sophistiquée, celle des caisses de pension. C'est là une des rares recherches qui a pu obtenir des données sur les performances des gérants de fonds de pension, données nettement plus difficiles à obtenir que pour les fonds de placement.

Les trois auteurs ont, en outre, étudié la persistance dans la performance: il s'agissait de vérifier si une caisse de pension a raison ou non de choisir un gérant sur la base de ses performances passées. Ce qui, en pratique, est souvent le cas.»

«Nous n'avons pu établir, là non plus, aucune preuve de persistance des rendements au cours du temps», dit-il. Le choix des caisses de pension, basé sur la performance passée, n'est donc pas «une stratégie maximisatrice de valeur». Conclusion: «La gestion institutionnelle active ne délivre pas systématiquement de rendements supérieurs ajustés au risque», affirme Amit Goyal. Le chercheur estime que le palmarès des gérants de caisses de pension est plus médiocre que celui des gérants de fonds de placement, car le problème «d'agence», c'est-à-dire des nombreux intermédiaires entre l'assuré et le marché, semble recaler l'objectif d'un rendement optimal pour les avoirs de retraite à l'arrière-plan. «On peut douter qu'une industrie qui a créé si peu de valeur puisse continuer à exister dans sa forme actuelle», termine Amit Goyal, citant une étude antérieure parmi les rares qui existent.

Le problème d'agence a été mis en avant dans une autre recherche, présentée par Michael Brennan, professeur de finance à University of California Los Angeles (UCLA) et à la London Business School. Selon lui, les investisseurs institutionnels présentent, à cause de cela, des biais dans la sélection des actifs, qui rendent leur allocation en actions sous-optimale. Ils surpondèrent les grandes capitalisations dans leurs portefeuilles, alors que ces dernières produisent des rendements inférieurs.

Blue chips surreprésentés

La théorie de valorisation des actifs postulait, dans les années 1960, que les individus étaient rationnels et maximisaient l'utilité d'un investissement. Ce modèle basique a longtemps servi pour valoriser les actifs. Cela était valable quand les investisseurs individuels accédaient directement au marché actions. Aujourd'hui, la propriété des actifs est largement confinée aux investisseurs institutionnels, souligne Michael Brennan. En effet, la part des actions détenues par des ménages aux Etats-Unis a chuté de 90% en 1960 à 35% aujourd'hui. Les institutionnels ont pris la relève. Or ils sont gérés via des firmes de gestion. Dès lors, «65% des actions américaines sont gérées par des agents», note Michael Brennan.

Avec le nombre accru d'intermédiaires entre l'investisseur final - l'assuré de la caisse de pension - et le marché boursier, l'absence de lien direct entre le client de détail et la bourse crée des distorsions dans les prix du marché: «Il existe une opacité dans les institutions de gestion et dans les relations contractuelles sous lesquelles elles opèrent.» Ces «agents» qui gèrent l'argent de clients finaux privés, ont pour motivation principale de maintenir leur base d'actifs sous gestion et de maximiser leurs commissions. Ils répondent à des impératifs d'optimisation de portefeuille qui, au final, les poussent à surpondérer les grandes capitalisations, plus liquides, malgré leurs

rendements ajustés du risque inférieurs au marché. D'où les biais dans l'allocation.

La demande institutionnelle est donc excessive pour les grandes capitalisations, qui bénéficient d'une prime en conséquence. On en arrive donc à la situation où les gérants institutionnels sont rémunérés pour battre l'indice S & P 500, mais où leurs choix les mènent souvent à sous-performer.

«De réels problèmes de solvabilité»

Le professeur Chester Spatt revient sur les causes de la crise.

Myret Zaki

Alors qu'un sauvetage étatique de Citigroup semble inévitable, il apparaît clair que les investisseurs privés ont été totalement récalcitrants à soutenir le cours de l'action de la banque, provoquant par là même cette issue. «En refusant de reprendre les actifs toxiques des banques, le gouvernement américain a semé la panique chez les investisseurs en actions et en obligations, plongés dans l'incertitude», a déclaré mardi au Temps Chester Spatt, professeur de finance à la Carnegie Mellon University, de passage à Genève pour la rencontre du Swiss Finance Institute. «Or le Trésor n'avait pas réussi à valoriser correctement ces actifs toxiques.» A présent, même sur les participations étatiques dans les actions des banques en difficulté, il est clair que les contribuables ne réaliseront jamais de profit, affirme-t-il.

«A court de capital»

«Si tout cela était juste un problème de confiance, les interventions de l'Etat auraient suffi à restaurer le calme sur les marchés. Mais c'est plus grave que cela», dit Chester Spatt. Selon lui, il existe de réels problèmes de solvabilité chez les banques. «Même lorsque ces dernières reçoivent des infusions de capital, elles savent qu'elles doivent procéder à un «deleveraging» (ndlr.: désendettement) massif de leur bilan, et arrêter de prêter.» Selon le docteur en économie, le problème de manque de capital est loin d'être résolu. «A la moindre baisse de notation d'un contrat dérivé, il leur faut plus de collatéral.» Chester Spatt était le chef économiste de la Securities and Exchange Commission de 2004 à juillet 2007.