



Voie royale ou descente aux enfers ?

Par Geoff MacDonald, gestionnaire de portefeuille

Quand l'individu nuit au plus grand nombre

Il y a quelques semaines, j'ai lu un article dans *The Economist* au sujet d'un concept, l'équilibre de Nash. Ce concept porte le nom de John Nash, qui a remporté le prix Nobel de sciences économiques pour sa contribution à la théorie des jeux. Comme l'expliquait l'article, l'équilibre de Nash a aidé les économistes à mieux comprendre comment une personne peut nuire au plus grand nombre en améliorant sa situation personnelle.

Théorie des jeux : Étude de la conflictualité et de la coopération entre décideurs rationnels dans des situations de compétition.

Équilibre de Nash : Concept de la théorie des jeux selon lequel l'issue optimale d'un jeu en est une où aucun joueur, après avoir tenu compte des choix de ses opposants, n'a intérêt à déroger de la stratégie qu'il a choisie.

Vous voulez creuser le sujet ? Préparez-vous du maïs soufflé et regardez *Un homme d'exception*, film plusieurs fois oscarisé, ou lisez ce que [Wikipédia](#) en dit.

La première chose à laquelle j'ai pensé, c'est à l'immense gain de popularité des fonds à « faible volatilité » et des FNB. Appliquer l'équilibre de Nash à cette tendance permettrait sans doute d'expliquer pourquoi, dans un contexte où les investisseurs se ruent de plus en plus massivement sur ces fonds, la promesse d'une faible volatilité et de la paix d'esprit fait figure d'utopie.

J'ai ensuite songé au fait que les fonds indiciels finiront bien un jour par ne plus être en phase avec la valeur de leurs actifs sous-jacents, avec tous ces investisseurs qui semblent n'agir que dans leur intérêt. Je fais ici référence au fait d'investir dans des produits associés aux frais les plus bas possible et à un rendement souvent plus élevé que celui obtenu

par la majorité des investisseurs, en l'occurrence aux fonds indiciels. Pourquoi tous les investisseurs soucieux d'améliorer leur situation financière n'optent-ils pas pour cette solution pour se bâtir un patrimoine ?

Dans ce commentaire, j'expliquerai pourquoi, à mon avis, les placements indiciels sont profitables (jusqu'à ce qu'ils ne le soient plus) et pourquoi ils finiront par ne plus l'être. Pour mettre les choses en contexte, laissez-moi vous raconter une petite histoire.

Savoir, c'est pouvoir

Faisons un retour aux années 1980, à l'époque où les placements indiciels n'occupaient qu'une part insignifiante du marché. Chaque fois que vous achetiez ou vendiez des actions, l'autre partie à l'opération avait une opinion sur les actions en question. Pour obtenir un rendement supérieur, il fallait savoir quelque chose sur les actions que l'autre partie ignorait. C'était, en somme, du capitalisme à l'état pur : deux investisseurs bien renseignés qui déterminent le prix de chaque titre.

Par chance, il vous arrivait parfois de tomber sur des investisseurs moins bien informés – ou n’ayant pas le même genre d’information – que vous :

- Certains avaient une bonne vision du prochain trimestre, mais pas des trois années à venir.
- D’autres étaient des investisseurs techniques, de ceux qui attendent que quelques lignes se croisent avant d’acheter. Avec le temps, vous vous êtes rendu compte que peu d’adeptes de cette stratégie étaient devenus riches et vous avez présumé qu’ils avaient été exploités par vous et par des gens comme vous.
- Certains étaient des investisseurs suivant la tendance, c’est-à-dire qui courent après le rendement en achetant quand le cours est à la hausse et en vendant dans un contexte baissier. Ces gens vous donnaient toujours l’occasion de vendre vos actions à un prix plus élevé que vous ne l’auriez espéré et d’en acheter à un prix ridiculement bas, pour ne pas dire injuste.
- Il y avait aussi ceux qui achetaient des actions sur les conseils d’un ami ou d’un collègue sans savoir grand-chose de la société émettrice.

Ces investisseurs malavisés ont sans doute contribué à votre santé financière.

- Les adeptes de la gestion indicielle inavouée sont apparus dans les

années 1990. Acheter des actions d’eux, c’était comme monter sur un ring avec un kickboxeur unijambiste : même s’ils faisaient de leur mieux, les contraintes évidentes qui pesaient sur eux les empêchaient de réussir.

Tous les investisseurs que je viens de décrire faisaient des efforts louables, mais leurs stratégies faisaient en sorte qu’il y avait souvent un décalage entre le prix de l’action et la valeur de la société émettrice. Si les 30 dernières années n’ont pas été faciles, elles ont tout de même recelé de nombreuses occasions de tourner à notre avantage la perception de ces investisseurs pour qui une action est un bout de papier et non une participation dans une entreprise. Même si une telle occasion ne se présentait que dans 3 à 5 % des cas, c’était suffisant pour battre le marché.

L’apparition d’une bête amicale et inoffensive

Dans les 10 dernières années, une nouvelle catégorie d’investisseurs a fait son entrée sur le marché : les investisseurs indiciels passifs. Ces investisseurs se soucient peu du type d’actions qu’ils possèdent, pourvu qu’elles figurent dans l’indice. C’est une catégorie d’investisseurs bien particulière. Tout ce qui compte pour eux, c’est l’exposition aux marchés à

peu de frais. Ils veulent posséder tous les titres de l’indice, qu’ils soient bons ou mauvais. C’est leur seul critère d’achat !

À propos de la gestion indicielle inavouée

Les gestionnaires adeptes de cette stratégie sont des farceurs qui imputent des frais pour une gestion active, mais qui, dans les faits, font comme les investisseurs passifs et s’accrochent à un indice. Bien que nous ayons dit qu’ils font de leur mieux, il serait peut-être plus exact de dire qu’ils font de leur mieux pour ne pas se faire prendre !

La loi du moindre effort

De prime abord, les investisseurs passifs ne semblent faire confiance à personne. Ils croient à l'efficacité des marchés. Ils estiment que comme il y a assez de gens futés qui tentent de déterminer le prix exact des placements, les titres sont rarement, voire jamais, mal évalués. Or, le fait est que les investisseurs passifs s'en remettent entièrement à des gens comme vous, qui font des efforts! Cette stratégie leur permet d'acheter et de vendre des actions à la juste valeur sans lever le petit doigt pour faire la moindre analyse, en présumant que d'autres ont fait ce travail à leur place. Ce n'est pas le genre d'attitude qu'on voudrait inculquer à nos enfants, certes, mais ces tenants de la loi du moindre effort ont tout de même mangé aux frais de la maison pendant quelques décennies.

Le groupe qui ne se pose pas de questions

La réalité implacable de l'investissement indiciel est la suivante : ces investisseurs ont décidé qu'il ne sert à rien d'essayer quoi que ce soit. C'est pourquoi on qualifie cette forme d'investissement de passive. Les investisseurs passifs ne croient plus à l'importance de poser des questions sur les sociétés dont ils acquièrent les titres. Ils pourraient par exemple se demander :

- Est-ce une bonne entreprise ?
- Est-elle sur le déclin ?
- Sa comptabilité est-elle en règle ?
- Son bénéfice est-il surévalué ?

- Sa direction est-elle compétente ?
- Est-ce que j'achète à un prix décent ?

Eh non! Ils estiment qu'aucune de ces questions ne mérite d'être posée.

À l'origine, ce groupe d'investisseurs passait sous le radar. Or, il est probable que depuis quelque temps, vous fassiez de plus en plus d'opérations avec des gens qui ont décidé qu'il ne valait pas la peine de faire des efforts! Vous remarquez peut-être aussi que le décalage entre le prix des actions et la valeur des sociétés est devenu monnaie courante, sans doute parce que vous négociez avec des gens qui méconnaissent ces deux éléments.

Bon nombre de vos amis deviennent des investisseurs indiciels. Il est tentant de suivre le troupeau et de croire en cette utopie qu'est l'investissement passif, qui nous fait miroiter des rendements équivalents à ceux du marché à peu de frais et sans aucun effort. Toutefois, par honneur, vous refusez de viser un rendement simplement moyen et maintenez le cap.

Vous vous rendez compte que si les investisseurs succombent à l'effet de mirage de l'argent stupide, c'est parce que ça les reconforte de penser que parce qu'ils possèdent des titres sur le marché, ils obtiendront le même rendement que le marché.

Comme les investisseurs passifs ne se posent pas de questions et présumant que d'autres feront le boulot à leur place, ils ne prennent même pas la peine de se demander à quoi le monde des placements

ressemblerait si tout le monde les imitait. Par exemple, qu'advient-il des rendements du marché si la tendance de l'investissement indiciel se poursuit et que l'argent stupide représente plus de la moitié du marché?

L'aveugle qui guide un aveugle

Projetons-nous maintenant dans un monde où tout le monde **sauf vous** serait devenu un investisseur indiciel. La catastrophe qui s'ensuivrait se produirait évidemment bien avant qu'il ne reste qu'un seul gestionnaire actif, mais il faut parfois un exemple extrême pour prouver quelque chose.

S'il n'y avait aucun autre gestionnaire actif en ce bas monde et si les investisseurs passifs conservaient leurs titres après les avoir acquis, vous n'auriez aucun partenaire de négociation. Les investisseurs passifs obtiendraient le rendement du marché parce qu'ils ne feraient aucune opération. Le rendement du marché ne serait fixé par personne, parce qu'il n'y aurait personne de fiable pour établir le prix. Pour illustrer cet exemple, pensons à la métaphore de l'aveugle qui guide un aveugle.

Inondé par l'argent stupide

Heureusement, ce n'est pas ainsi que les choses se dérouleront pour vous. Les investisseurs passifs le sont rarement à l'extrême : ils continuent de négocier parce qu'ils ne peuvent faire fi de la peur et de la cupidité. Et il est fort probable qu'ils réinvestiront épargne sur le marché. D'autres devront vendre leurs actions parce qu'ils ont besoin d'argent. Il se peut

aussi que des changements dans la composition de l'indice les obligent à négocier des titres. En fait, les seuls investisseurs réellement passifs sont ceux qui suivent aveuglément l'indice et maintiennent le statu quo. Chaque fois qu'un investisseur passif décide de faire une opération, il y a une occasion à exploiter.

Admettons que vous connaissiez une action comme le fond de votre poche. Elle a été émise par la société ABC, elle figure dans l'indice et vous avez établi sa juste valeur unitaire à 20 \$.

Quand des « investisseurs » décident de bonifier leur épargne-retraite en misant sur leurs fonds indiciels à faibles frais, ils achètent les yeux fermés tous les titres représentatifs de l'indice. Qui déterminera leur prix si tous sont des investisseurs passifs, sauf vous ? Vous aurez fixé le prix de l'action d'ABC, mais le prix des autres titres de l'indice sera établi au pif.

Au départ, vous aurez peine à croire que des personnes par ailleurs sensées sont si négligentes avec leur argent. Comme elles ne s'interrogent pas sur la valeur de l'entreprise, vous déterminez le prix d'achat et de vente. Étant un investisseur actif et avisé, vous établissez un prix unitaire bien supérieur à 20 \$ si la demande pour les titres de l'entreprise ABC est supérieure à l'offre. Si au contraire les investisseurs indiciels passifs sont nombreux à vouloir vendre leurs actions d'ABC, vous pouvez fixer votre prix d'achat à seulement 1 \$ si vous le souhaitez. Après tout, depuis des décennies, les investisseurs indiciels passifs se fient à vous et à des

gens comme vous pour établir le juste prix des titres. Ils ont une confiance aveugle en vous ! Après tout, ce qui compte le plus pour eux, c'est d'avoir une « exposition » adéquate au marché pour obtenir le « rendement du marché », même si la valeur des titres n'est pas bonne.

Cela dit, même s'ils ne sont pas portés à se forger leur propre opinion, ces investisseurs ne sont pas dupes et sentiront la volatilité. Les propriétaires des fonds indiciels justifieront alors cette volatilité d'une manière qui paraîtra parfaitement logique pour la plupart des investisseurs passifs.

Un facilitateur en quête de rentabilité

La masse des investisseurs s'en remettrait à vous pour fixer le prix. Légalement, rien ne vous empêche de tirer parti de la situation. Le travail du gestionnaire indiciel est de suivre la composition de l'indice en promettant à l'investisseur des frais bas. Votre rôle, en somme, serait celui d'un joyeux facilitateur.

À la lumière de l'exemple ci-dessus, on constate l'absurdité de la notion selon laquelle la popularité de l'investissement indiciel réduit les occasions à exploiter par les gestionnaires actifs.

Le plaisir de tourner la nonchalance à son avantage

S'il y a d'autres titres de l'indice que vous connaissez bien, vous pourriez tirer parti plus souvent de la nonchalance des investisseurs passifs. En négociant avec eux, vous vous enrichiriez à leurs dépens. Vous

pourriez décider du montant que vous leur soutireriez à chaque opération. La croissance de votre capital serait directement proportionnelle au volume de leurs opérations. S'ils font suffisamment d'opérations, ils finiront par ne plus avoir un sou et vous posséderiez alors toute la capitalisation boursière du marché des valeurs mobilières. À ce moment-là, est-ce que le rendement des fonds indiciels correspondrait à celui du marché ?

C'est ce qui se produirait si vous étiez le dernier gestionnaire actif. La situation ne se rendrait probablement pas là, cependant : face à cette exploitation éhontée, certains investisseurs passifs commenceraient sans doute à réfléchir par eux-mêmes. Ils battraient en retraite bien avant d'être exploités à ce point.

Plus d'argent stupide = plus de possibilités

L'exemple ci-dessus repose sur un scénario où vous êtes le seul gestionnaire actif. Cependant, s'il restait deux gestionnaires actifs, passeriez-vous votre temps à essayer de faire des gains aux dépens de l'autre gestionnaire ? Bien sûr que non : vous tireriez tous les deux profit de l'investissement stupide. Même chose s'il y avait trois ou quatre gestionnaires actifs dans une mer d'investisseurs indiciels. Comme les fonds indiciels passifs représentent 40 % de certains marchés,ⁱ la masse d'argent stupide commence à atteindre des niveaux dangereusement propices à l'exploitation.

Revenons maintenant à la théorie selon laquelle une



personne peut nuire au plus grand nombre en améliorant sa situation personnelle. Chaque investisseur passif croit qu'il agit dans son intérêt supérieur en investissant dans un produit générant, à peu de frais, un rendement équivalent à celui du marché. Cette stratégie ne fonctionne que si une minorité de gens la mettent en application, car ils pourront alors continuer de se fier à la majorité pour évaluer avec justesse le prix des actions. Toutefois, si de moins en moins de gestionnaires actifs établissent la juste valeur, les investisseurs passifs seront alors

forcés d'acheter et de vendre leurs titres à des prix qui ne correspondent pas à la juste valeur. Autrement dit, les personnes auxquelles ces investisseurs se fiaient quand ils étaient minoritaires finiront par les exploiter quand ils deviendront majoritaires.

Ce commentaire s'adresse à nos partenaires en placement. Nous vous saurions gré de ne pas le diffuser, car nous aimerions que la tendance de l'investissement stupide se poursuive.

¹Tom Anderson, « Investors say 'forget it' to active funds. Outflows from actively managed funds hit record pace », CNBC, 29 août 2016, <http://www.cnbc.com/2016/08/29/investors-say-forget-it-to-active-funds.html>.

Des commissions, commissions incitatives, frais de gestion et frais d'investissement peuvent tous être associés aux opérations touchant des fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus et l'Aperçu du fonds avant de procéder à tout investissement. Des exemplaires du prospectus peuvent être obtenus auprès de votre conseiller financier ou à l'adresse www.edgepointwealth.com. Le rendement des fonds communs de placement n'est pas garanti, leur valeur évolue rapidement dans le temps et aucun rendement antérieur ne garantit de résultat ultérieur. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par l'entremise d'un courtier inscrit et ne sont offerts que dans les territoires où leur vente est légale. Le présent document ne donne aucun conseil, que ce soit sur le plan juridique, comptable, fiscal ou propre aux investissements. Les renseignements inclus dans le présent document ont été obtenus de sources que nous croyons crédibles, mais EdgePoint n'assume aucune responsabilité pour les pertes, qu'elles soient directes, particulières ou accessoires, pouvant résulter de l'utilisation de la présente information. Les titres du portefeuille sont fournis sous réserve de toute modification possible. Les fonds communs d'EdgePoint sont gérés par Groupe de placements EdgePoint inc., une société affiliée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint® et « Des propriétaires-exploitants investisseurs^{MC} » sont des marques de commerce du Groupe de placements EdgePoint inc. Publié le 17 octobre 2016.