



WEGELIN & Co.

BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1741

CONINCO MASTER CLASS

Comment combiner les avantages des gestions active et passive?

Vevey, les 2 et 3 novembre 2009

Sommaire

► 1. Définitions

2. Méthodes de gestion indicielle

- Selon la capitalisation boursière
- Selon le PIB
- Basée sur l'équipondération
- Gestion « enhanced »

3. Comment combiner les avantages de gestions active et passive?

- Approche Active Indexing®

Ratios financiers

	Comparaisons absolues	Comparaisons relatives
Performance	<p><i>Performance absolue:</i> Mesure de l'évolution, en %, d'un investissement.</p>	<p><i>Performance relative (alpha):</i> Mesure de la plus-value resp. moins-value (alpha) d'un investissement par rapport à un indice de référence.</p>
Risque	<p><i>Volatilité:</i> Mesure du risque de fluctuation d'un investissement.</p>	<p><i>Tracking Error:</i> Mesure du risque de fluctuation de la performance relative.</p>
Performance par rapport au risque	<p><i>Ratio de Sharpe:</i> Mesure de la performance excédentaire à un investissement hors risque par unité de risque.</p>	<p><i>Information Ratio:</i> Mesure de l'alpha d'un gestionnaire par unité de Tracking Error.</p>

Ratios financiers

Exemple d'un gestionnaire actif en actions internationales

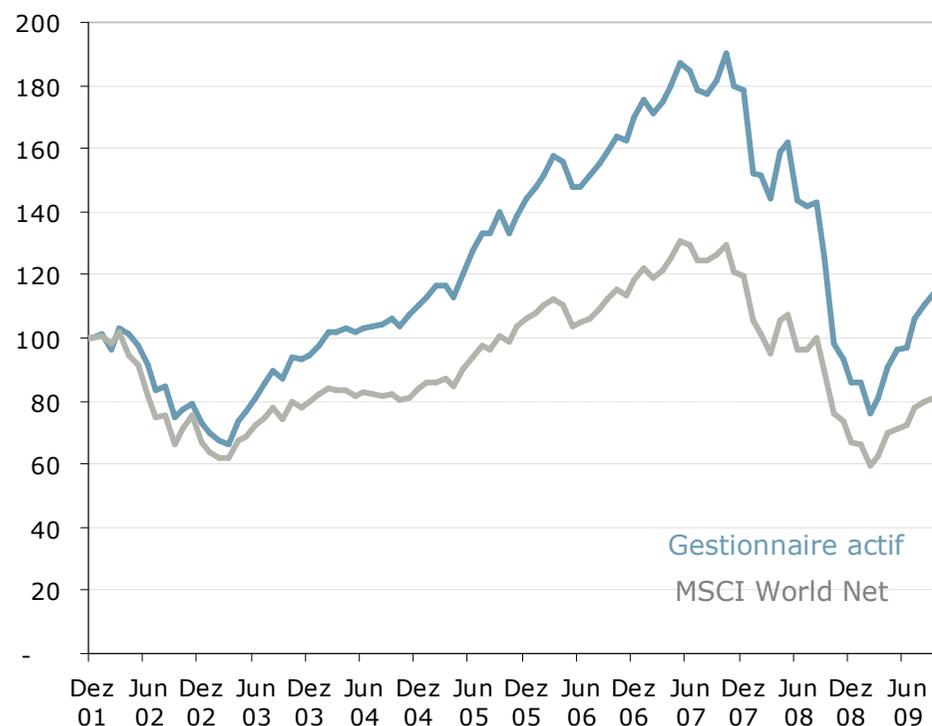
Période d'observation (à fin septembre 2009)	MSCI World Net	Gestionnaire actif en actions internationales	Alpha
2002	-33.2%	-27.1%	6.1%
2003	19.2%	29.9%	10.7%
2004	5.6%	16.7%	11.1%
2005	26.5%	30.3%	3.7%
2006	11.2%	18.2%	6.9%
2007	1.1%	5.1%	4.0%
2008	-44.3%	-52.1%	-7.8%
2009 YTD	21.8%	33.4%	11.7%

	Comparaisons absolues		Comparaisons relatives	
	MSCI World Net	Gestionnaire actif		
Performance annualisée	<i>Performance absolue:</i> -2.7%	<i>Performance absolue:</i> 1.7%	<i>Performance relative (alpha):</i>	4.4%
Risque	<i>Volatilité:</i> 18.5%	<i>Volatilité:</i> 20.1%	<i>Tracking Error:</i>	6.7%
Performance vs risque	<i>Ratio de Sharpe :</i> n.a.	<i>Ratio de Sharpe :</i> 0.03	<i>Information Ratio:</i>	0.66

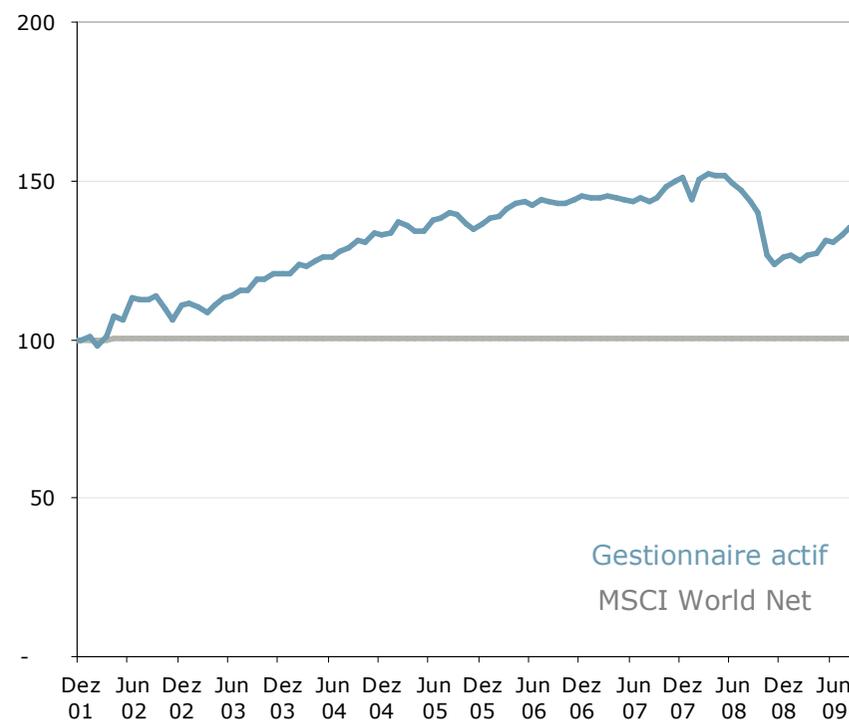
Ratios financiers

Exemple d'un gestionnaire actif en actions internationales

Graphique absolu:



Graphique relatif:



Confidentiel

Gestion indicielle

Objectif:

Répliquer le plus fidèlement possible les performances d'un indice de référence (par exemple le SPI).

Réalisation:

Par exemple par un portefeuille correspondant à une «reproduction en miniature» de l'indice en question.

Gestion active

Objectif:

Générer, sur un horizon d'investissement défini, une performance supérieure (surperformance) à celle de l'indice de référence.

Réalisation:

Le gestionnaire essaie d'identifier des titres présentant un potentiel de performance supérieur à la moyenne du marché.

Caractéristiques

Gestion indicielle	Gestion active
<ul style="list-style-type: none">• le gérant ne fait pas de sélection de titres («stock picking»);• frais de gestion tendanciellement plus faibles que pour la gestion active;• permet de capter le bêta d'un marché;• tracking error faible par rapport à l'indice de référence;• pas ou peu de potentiel de surperformance;	<ul style="list-style-type: none">• le gérant essaie de générer une performance supérieure à l'indice par une sélection de titres qu'il estime favorable.• frais de gestion plus élevés que pour la gestion indicielle;• tracking error tendanciellement élevé par rapport à l'indice de référence.• potentiel d'obtenir une performance supérieure à l'indice de référence• risque de sous-performance.

Sommaire

1. Définitions

2. Méthodes de gestion indicielle

- ▶
 - Selon la capitalisation boursière
 - Selon le PIB
 - Basée sur l'équipondération
 - Gestion « enhanced »

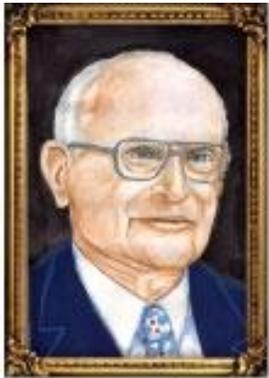
3. Comment combiner les avantages de gestions active et passive?

- Approche Active Indexing®

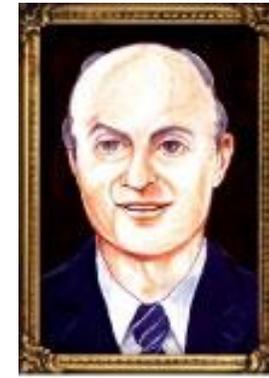
Bases théoriques

Années 1950: Création des bases théoriques pour la gestion indicielle selon la capitalisation boursière

- 1952: Théorie Moderne de Portefeuille – Harry Markowitz
- 1970: Hypothèse des marchés efficients – Eugene Fama



Harry Markowitz



Eugene Fama

- “Personne ne peut battre le marché de manière consistante” → les décisions d’investissement active ne sont pas justifiées

- Début des années 1970: Apparition des premiers produits financiers basés sur la gestion indicielle
- Années 1990: Les gestions indicielles selon la capitalisation boursière connaissent un fort développement dans le contexte des marchés haussiers.

Bases théoriques



Marchés efficients

But

Les investisseurs maximisent le rendement ajusté du risque

Croyance

Tous les acteurs ont les mêmes croyances, par ex. les mêmes espérances de performance



Les investisseurs ne font aucune erreur de prédiction*

*sur la base des informations disponibles actuellement

Source: Kurz and Beltratti (1997), www.sedinc.com (Strategic Economic Decisions Feb. 2002 Report)

Bases théoriques

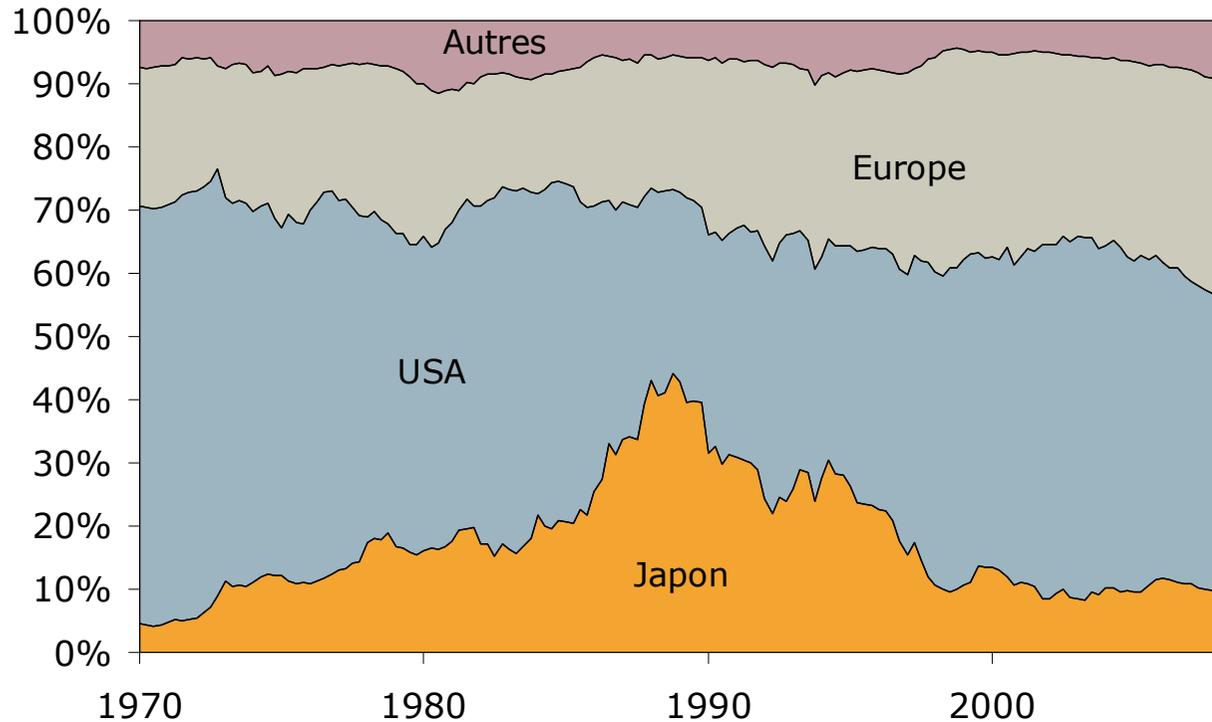
Imperfection de la théorie des marchés efficients:

	Marchés efficients	Réalité
Prime de risque pour les actions	Faible (0.6%)	Elevée (6%)
Volatilité	Faible (4%)	Elevée (18%)
Comportement des prix	Aléatoire	Marchés haussiers et baissiers
Fluctuations des P/Es	13.8 – 14.0	5.5 – 30.0

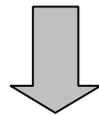
Source: Kurz and Beltratti (1997), www.sedinc.com (Strategic Economic Decisions Feb. 2002 Report)

Inconvénient: Pro-cyclicité

WEGELIN & Co.



Source: MSCI, Analyse Wegelin



Part du Japon dans le PIB mondial stable à env. 12% depuis 1970

La gestion indicielle classique a tendance à surpondérer des éléments (par exemple pays) surévalués.

Exemple: le Japon a présenté une pondération de 40 % au pire moment.

Gestion indicielle selon la capitalisation boursière

Bases théoriques

- Hypothèse des marchés efficients.

Construction

- Pondération selon capitalisation boursière.
- Exemple d'indice de référence: MSCI World Net

Avantages

- Rebalancement automatique → peu de frais de transaction.
- Frais de gestion relativement bas.
- Grande liquidité.
- Grande transparence.

Inconvénients

- Surpondération d'éléments surévalués → procyclicité.
- Bases théoriques non conformes à la réalité.
- Biais vers les grandes capitalisations.

Sommaire

1. Définitions

2. Méthodes de gestion indicielle

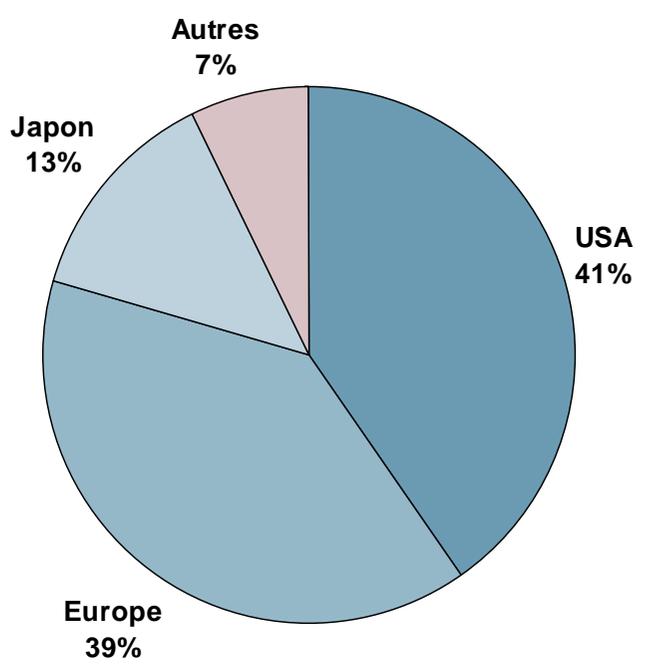
- Selon la capitalisation boursière
- ▶ • Selon le PIB
- Basée sur l'équipondération
- Gestion « enhanced »

3. Comment combiner les avantages de gestions active et passive?

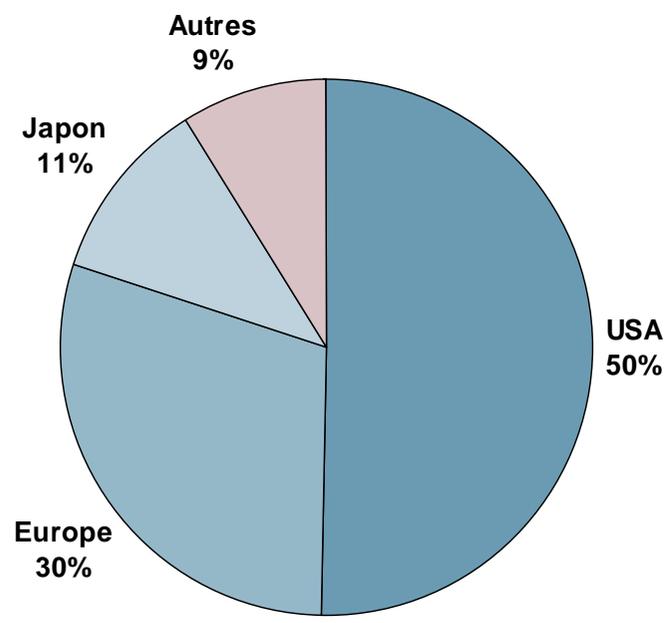
- Approche Active Indexing®

Comparaison de la composition des indices

MSCI World GDP

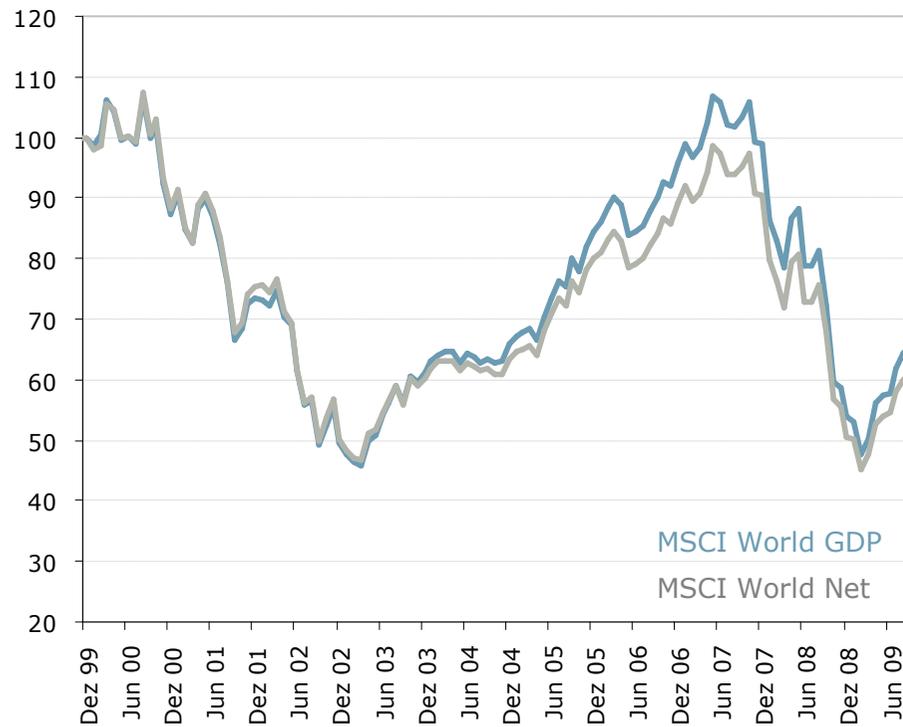


MSCI World Net

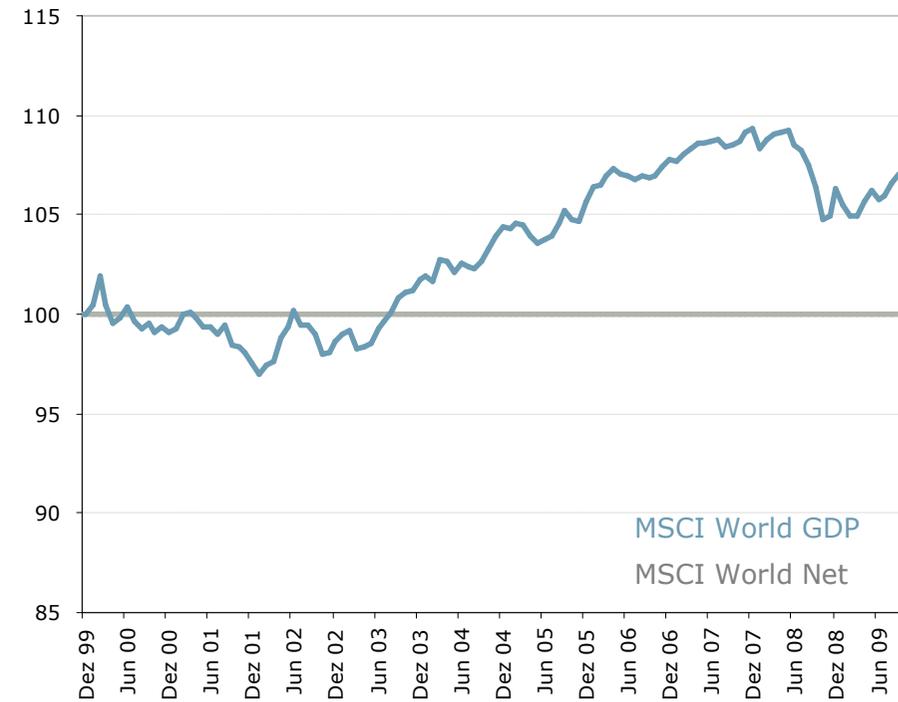


Comparaison des indices

Graphique absolu:



Graphique relatif:



Indices convertis en CHF

Gestion indicielle selon PIB

Bases théoriques

- Gestion basée sur le “poids économique” d’un pays.
- Idée de base: La performance à long terme devrait refléter les conditions de l’économie réelle.

Construction

- Pondération des pays: selon le poids de leur PIB dans le PIB mondial.
- Chaque pays représenté par un fonds indiciel.
- Exemple d’indice de référence: MSCI GDP Weighted

Avantages

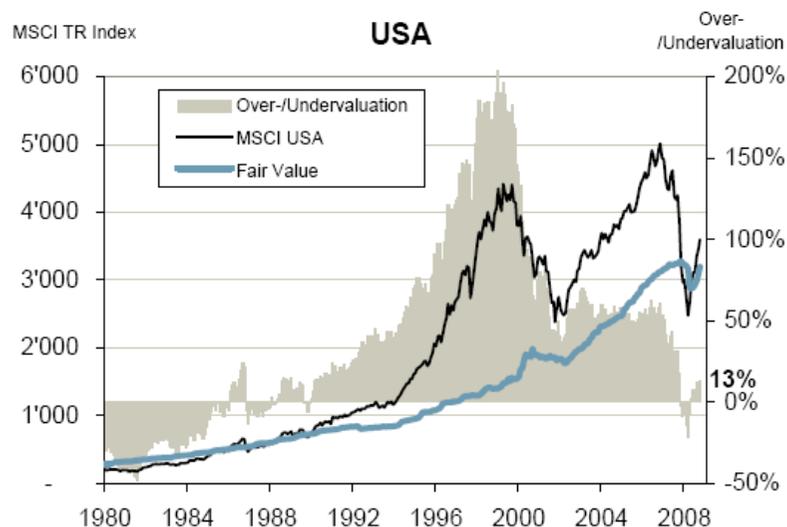
- Composition de l’indice plus stable dans le temps.
- Impact diminué des “poids lourds”.
- Meilleure représentativité de l’économie réelle.
- Performance historique meilleure.

Inconvénients

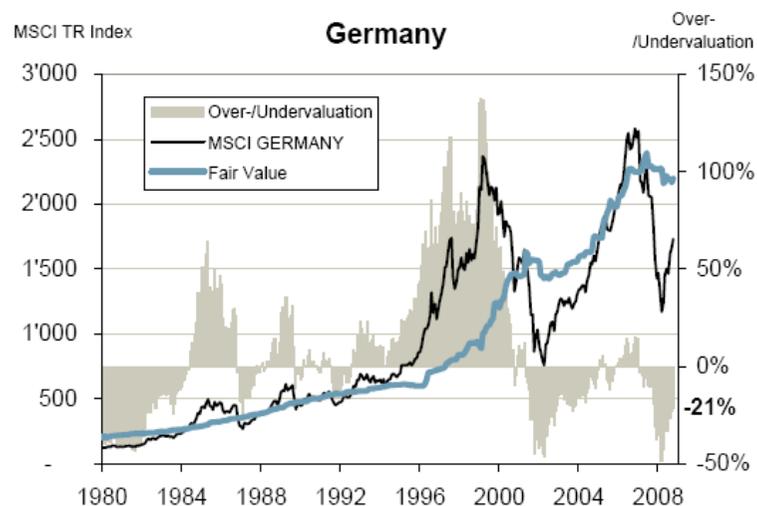
- Retard de publication des données économiques.
Par rapport à la gestion selon la capitalisation boursière:
- Rebalancements plus fréquents.
- Frais de transaction plus élevés.

Gestion indicielle selon PIB

Autre inconvénient: Cette gestion ne tient pas compte du niveau d'évaluation



- Les USA présentent une surcotation de 13 %*.
- Poids: 40 %.



- L'Allemagne présente une sous-cotation de 21 %*.
- Poids: 8 %.

*données à fin septembre 2009; niveau de cotation selon la valeur comptable.

Sommaire

1. Définitions

2. Méthodes de gestion indicielle

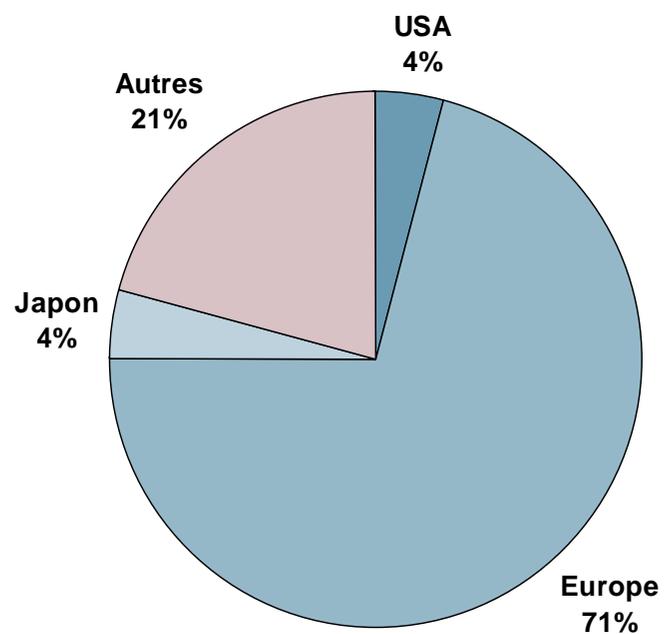
- Selon la capitalisation boursière
- Selon le PIB
- ▶ • Basée sur l'équipondération
- Gestion « enhanced »

3. Comment combiner les avantages de gestions active et passive?

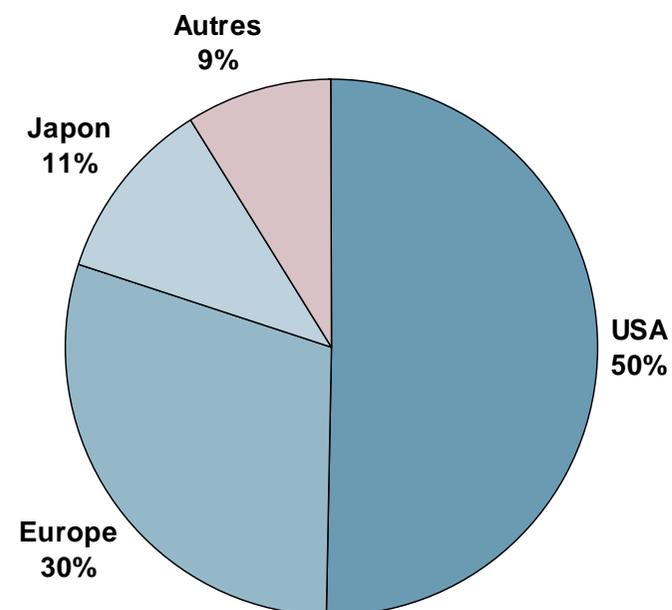
- Approche Active Indexing®

Exemple de l'équipondération des pays

Indice équipondéré
selon les pays*



MSCI World Net



Confidentiel

*marchés développés.

Exemple de l'équipondération des titres individuels

Les 5 plus grandes positions du MSCI World Net*

	MSCI World Net	MSCI World GDP	Indice équipondéré selon les titres
Exxon Mobil	1.73%	1.27%	0.06%
Microsoft	0.97%	0.71%	0.06%
HSBC	0.94%	0.63%	0.06%
Johnson & Johnson	0.86%	0.63%	0.06%
BP	0.82%	0.55%	0.06%
Total	5.32%	3.79%	0.30%

* Données à août 2009

Gestion indicielle basée sur l'équipondération

Bases théoriques

- Simple diversification avec un portefeuille pondéré selon la formule $1/N$

Construction

- Tous les composants ont le même poids (au niveau des titres individuels ou des pays)

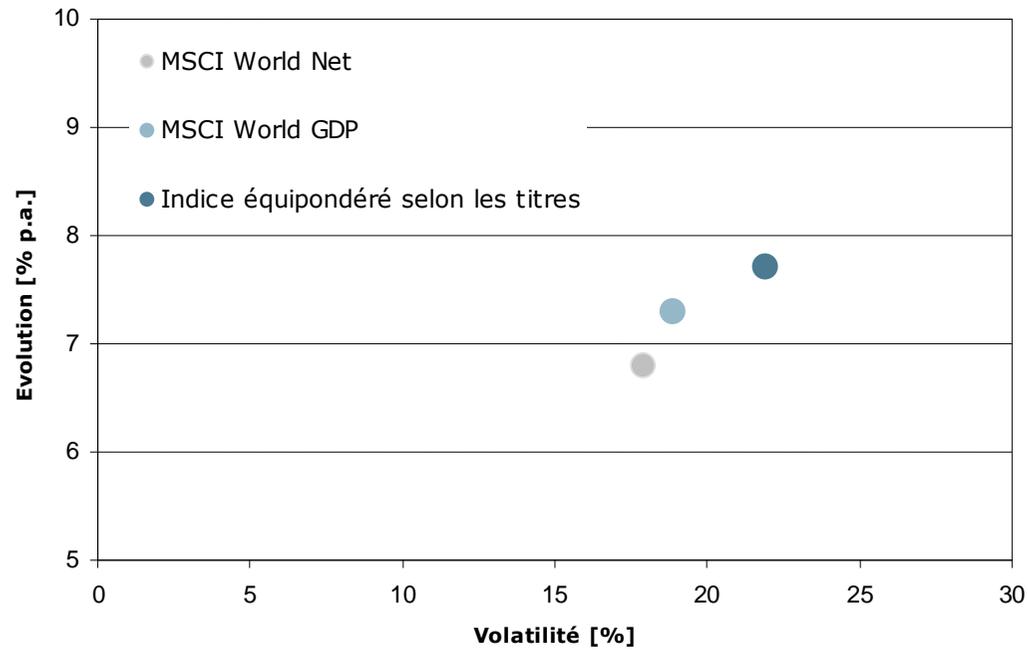
Avantages

- Evite le comportement procyclique
- Evite la concentration sur les grandes capitalisations
- N'a pas de biais « value » ou « growth »

Inconvénient

- Rebalancements fréquents
- Coûts de transaction relativement élevés
- Liquidité limitée
- Ne tient pas compte du niveau d'évaluation

Résumé méthodes indicielles statiques



	MSCI World Net	MSCI World GDP	Indice équi pondéré selon les titres
Evolution, p.a.*	6.8%	7.3%	7.7%
Volatilité*	17.9%	18.9%	21.9%

* Sur la base d'indices de prix en USD pour la période 1975-2009

Résumé méthodes indicielles statiques

WEGELIN & Co.

Gestion indicielle selon la capitalisation boursière

Lancement de différents indices dès les années 1970.

Gestion indicielle « classique ».



Cette méthode de gestion indicielle est la plus ancienne et également répondue auprès des investisseurs.

Gestion indicielle selon PIB

Lancement des premiers indices par MSCI dans les années 1990.

Gestion indicielle équipondérée

Lancement d'un indice équipondéré basé sur le S&P 500 après la bulle technologique.



Ces méthodes ont connu un succès plutôt modeste auprès des investisseurs.

Sommaire

1. Définitions

2. Méthodes de gestion indicielle

- Selon la capitalisation boursière
- Selon le PIB
- Basée sur l'équipondération
- ▶ • Gestion « enhanced »

3. Comment combiner les avantages de gestions active et passive?

- Approche Active Indexing®

Bases théoriques

Années 1980: Apparition des premières méthodes de gestion indicielle de type "enhanced". Il s'agit ici d'une gestion visant à dégager une surperformance en prenant un faible risque de gestion active.



David G. Booth

- Premières recherches effectuées par MM. Booth et Sinquefeld (adeptes de la théorie des marchés efficients, disciples de Eugene Fama)
- Basé sur l'hypothèse des marchés efficients
- Exploite diverses anomalies resp. distorsions de marché



Rex Sinquefeld

- 
- Apparition des premiers produits au début des années 1980
 - Approche relativement appréciée par les investisseurs

Quelques exemples de stratégies « enhanced »

- Enhanced cash: Réplication de l'indice de référence en utilisant des futures, investissement du surplus de liquidités dans des instruments à taux fixe.
- Stratégie basée sur des règles d'exclusion: application, à un indice de référence, de règles d'exclusion pour éliminer certains titres ayant tendance à diminuer la performance (par exemple: sociétés présentant un haut niveau de dettes).
- Stratégie basée sur la sélection des titres (« stock selection »): gestion indicielle de la majeure partie du portefeuille (par exemple 95 %), gestion active (dynamique) sur une petite partie du portefeuille (par exemple 5 %).
- Stratégie basée sur les transactions: le but ici est de générer des plus-values par une gestion « intelligente » des transactions (par exemple: acheter des positions moins liquides avec une décote, vendre des positions moins liquides en plusieurs étapes, etc.).

Gestion indicielle de type «enhanced»

Bases théoriques

- Combinaison de la théorie des marchés efficients avec, entre autres, la finance comportementale.

Construction

- Basée sur la gestion indicielle selon la capitalisation boursière.
- Obtention d'une valeur ajoutée par
 - Des stratégies «enhanced cash»
 - La sélection de titres.

Avantages

- Possibilité de générer une surperformance
- Grande diversification

Inconvénients

- Risque de crédit / contrepartie
- Risque actif faible → potentiel de surperformance limité
- Pour certaines stratégies: peu de liquidité

Sommaire

1. Définitions

2. Méthodes de gestion indicielle

- Selon la capitalisation boursière
- Selon le PIB
- Basée sur l'équipondération
- Gestion « enhanced »

▶ 3. Comment combiner les avantages de gestions active et passive?

- Approche Active Indexing®

Gestion active vs gestion indicielle?

Exemple d'une gestion globale en actions internationales (MSCI World Net):

Gestion indicielle

- ⊕ Performance du marché
- ⊕ Diversification
- ⊕ Frais de gestion bas
- ⊕ Liquidité
- ⊖ Pas de surperformance
- ⊖ Pro-cyclicité
- ⊖ Risque de concentration US

Gestion active

- ⊕ Potentiel de surperformance
- ⊖ Risque de sous-performance
- ⊖ Frais de gestion plus élevés
- ⊖ Risque de gestionnaire

Bases théoriques de l'approche Active Indexing® WEGELIN & Co.



Marchés efficients

But

Maximiser le rendement ajusté du risque.

Croyance

Tous les acteurs ont les mêmes croyances, par ex. les mêmes espérances de performance.

Les investisseurs ne font aucune erreur de prédiction*



Théorie des croyances rationnelles

Maximiser le rendement ajusté du risque.

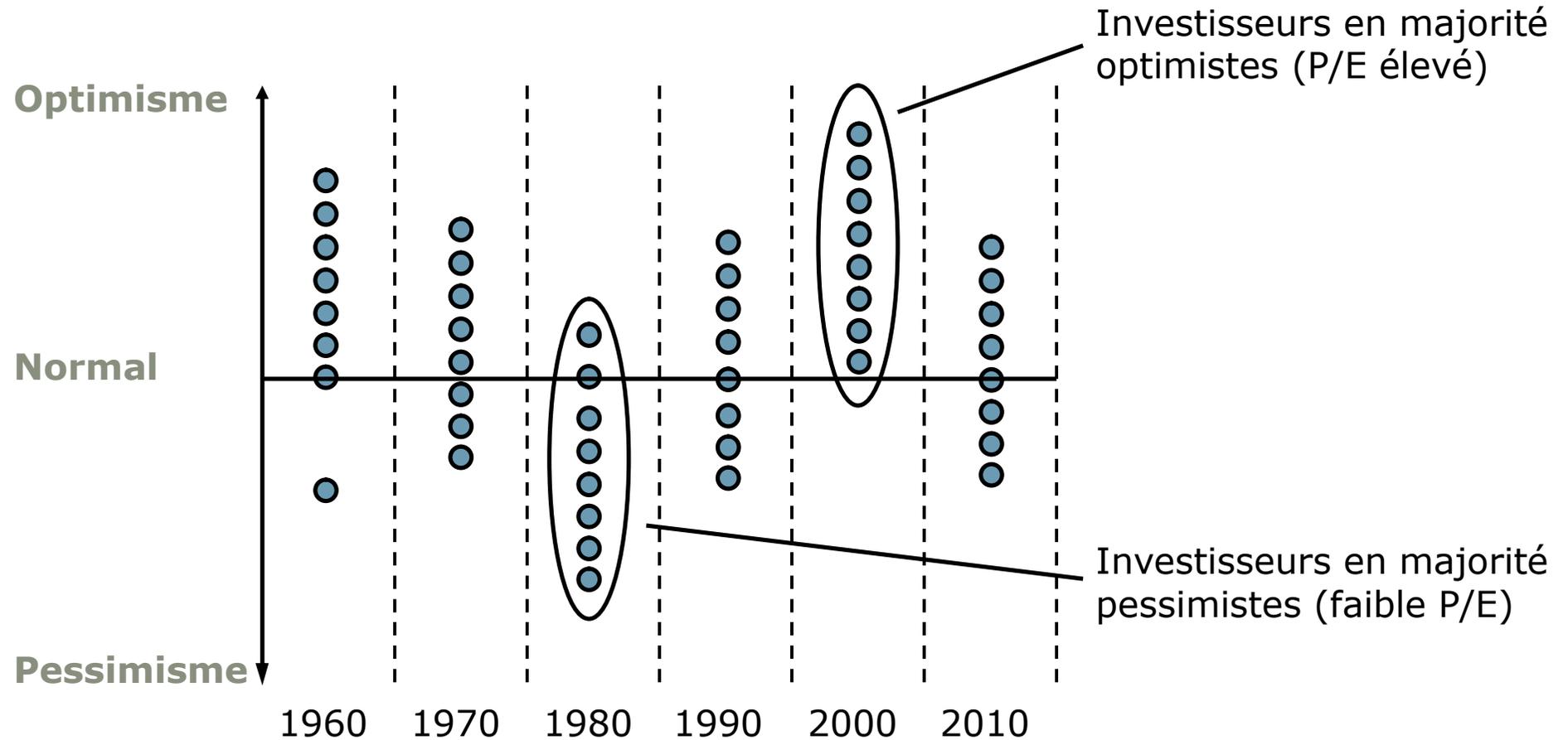
Les acteurs ont diverses croyances qui varient au cours du temps en fonction de différents degrés de pessimisme et d'optimisme.

Les investisseurs peuvent faire des erreurs de prédiction*

Corrige les imperfections de la théorie des marchés efficients

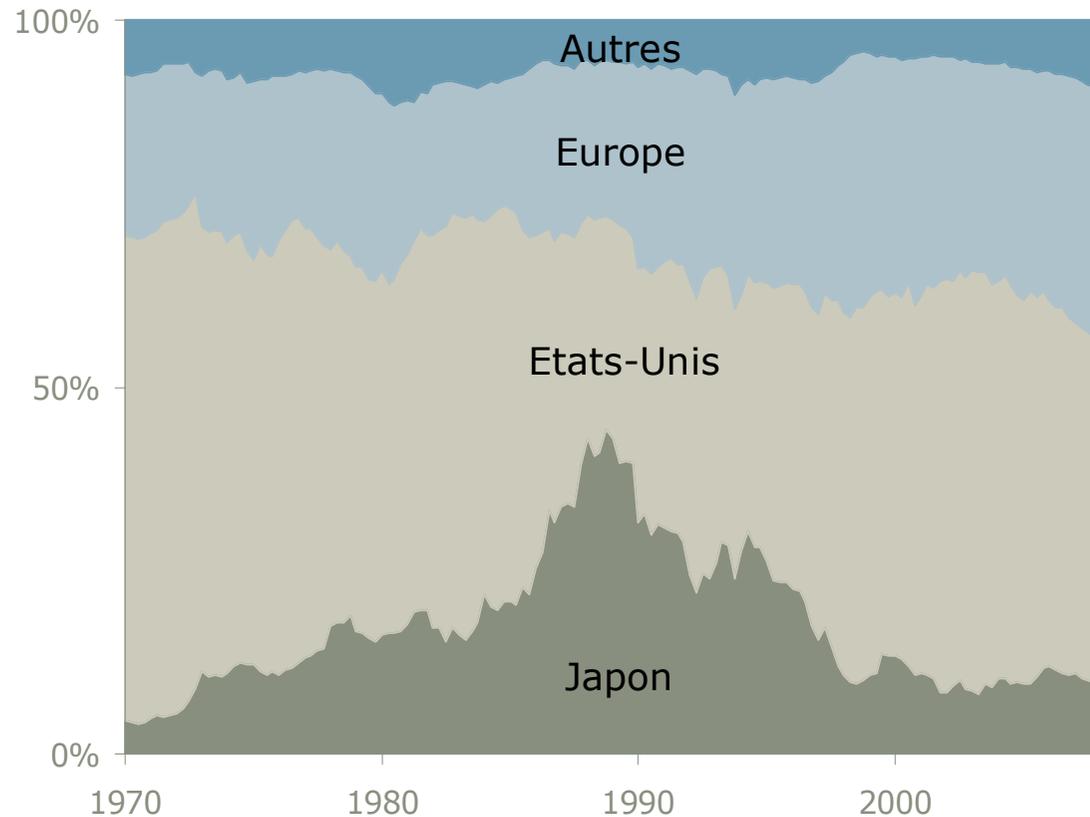
	Marchés efficients (1960)	Réalité
Prime de risque des actions	Faible (0.6%)	Elevé (6%)
Volatilité	Faible (4%)	Elevée (18%)
Comportement des prix	Aléatoire	Marchés haussiers et baissiers
Fluctuations des P/Es	13.8 – 14.0	5.5 – 30.0

Optimisme et pessimisme influent la bourse



Source: Woody Brock (www.sedinc.com, Strategic Economic Decisions Feb. 2002 Report)

Inconvénient en gestion indicielle: pro-cyclicité

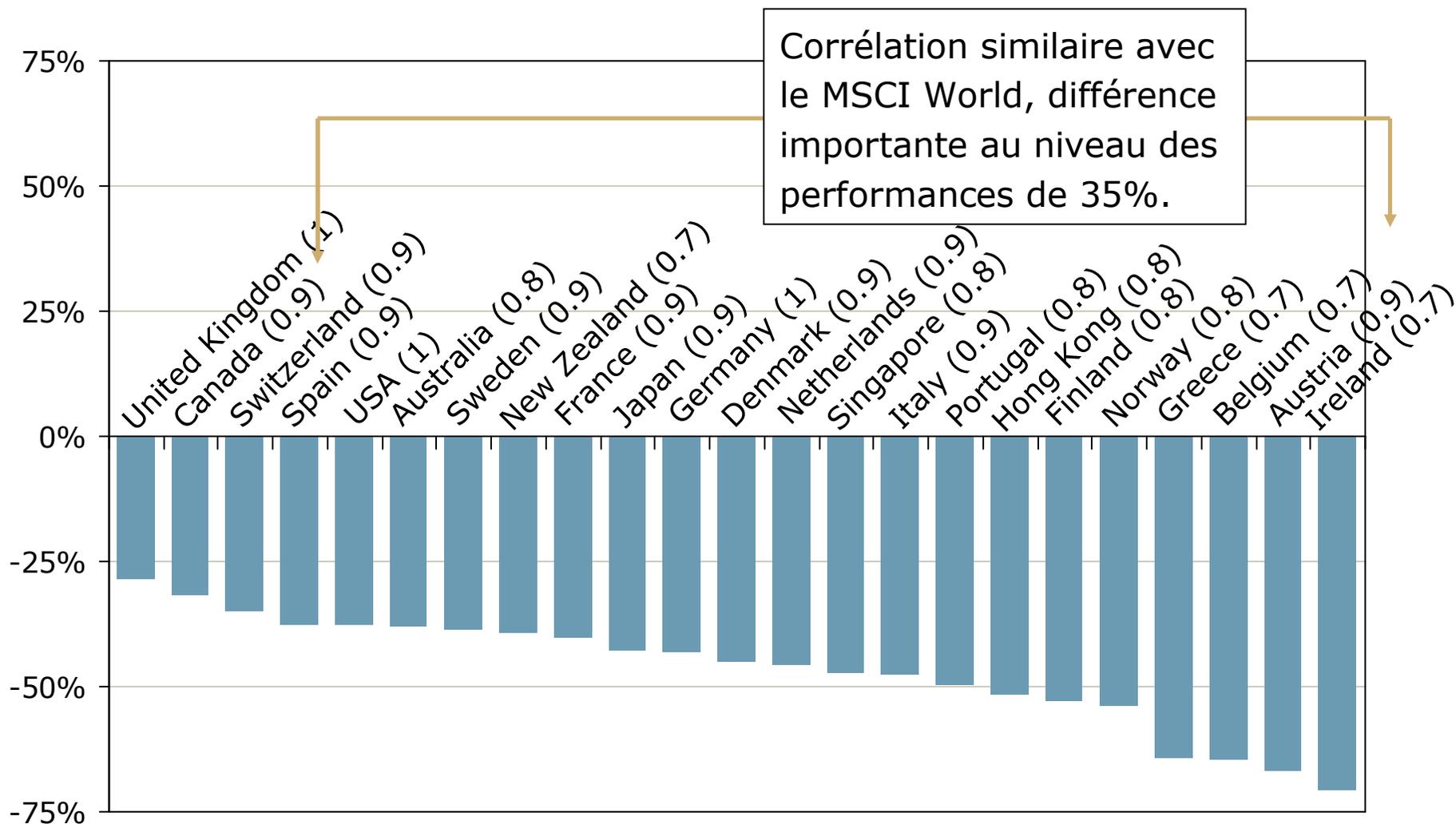


Part du Japon dans le PIB mondial stable à environ 12% depuis 1970

La gestion indicielle classique a tendance à surpondérer des éléments (par exemple pays) surévalués.

Exemple: le Japon a présenté une pondération de 40 % au pire moment.

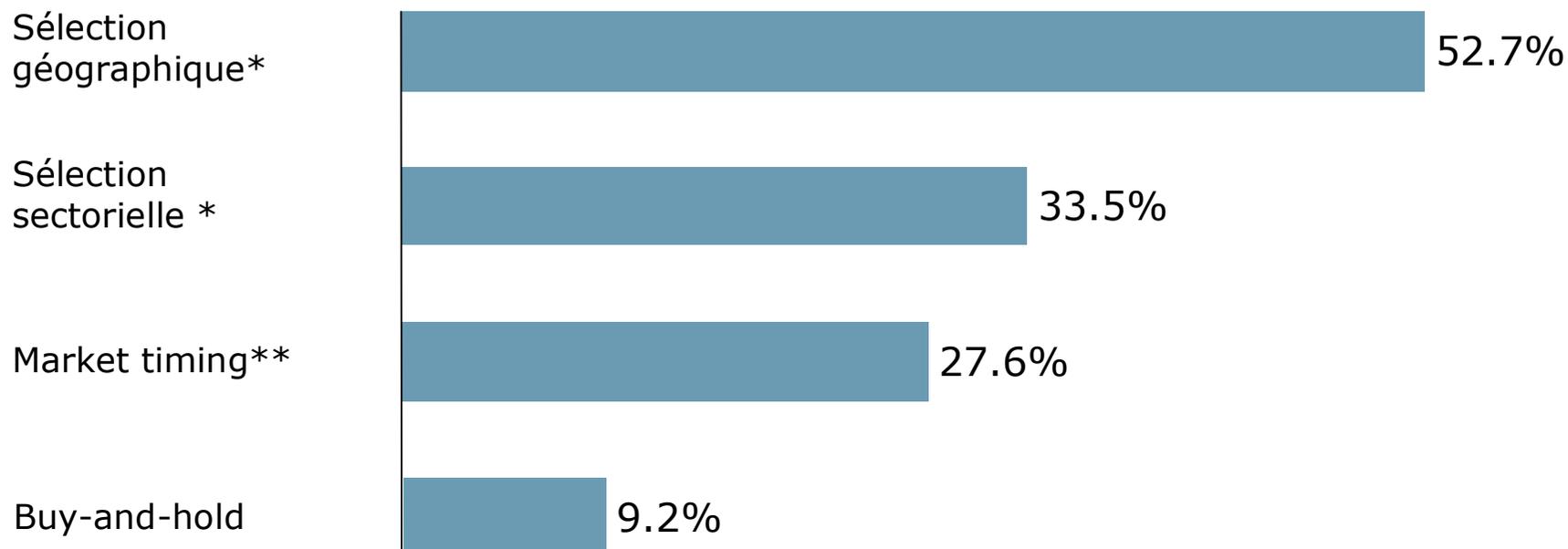
Valeur ajoutée de la sélection active des pays



Source: MSCI Net Total Return Index; Performances des pays en 2008 en monnaies locales; entre parenthèses: corrélation par rapport au MSCI World Net.

La sélection géographique et sectorielle est payante

Rendements annuels:



Comment faire une sélection judicieuse de pays et/ou de secteurs?

=> Active Indexing®: Approches « valorisation » et « momentum »

Source: Wegelin & Co., MSCI 1980-2008, rendements en USD

* hypothèse: investi chaque année dans le secteur ou le pays qui a obtenu la meilleure performance.

** hypothèse: investi uniquement pendant les mois avec rendements positifs.

La valorisation: une information précieuse

	S&P 500 Perf. p.a.	Croissance des bénéfices p.a.	<i>Variation du P/E p.a.</i>	P/E au début	P/E à la fin
1950s	13.6%	3.8%	+9.4%	7.2	17.7
1960s	4.4%	5.5%	-1.0%	17.7	15.9
1970s	1.6%	9.9%	-7.6%	15.9	7.3
1980s	12.6%	4.4%	+7.8%	7.3	15.4
1990s	15.3%	7.7%	+7.1%	15.4	30.5
2000-2008	-5.9%	-0.9%	-5.1%	30.5	20.1

Source: Wegelin & Co.



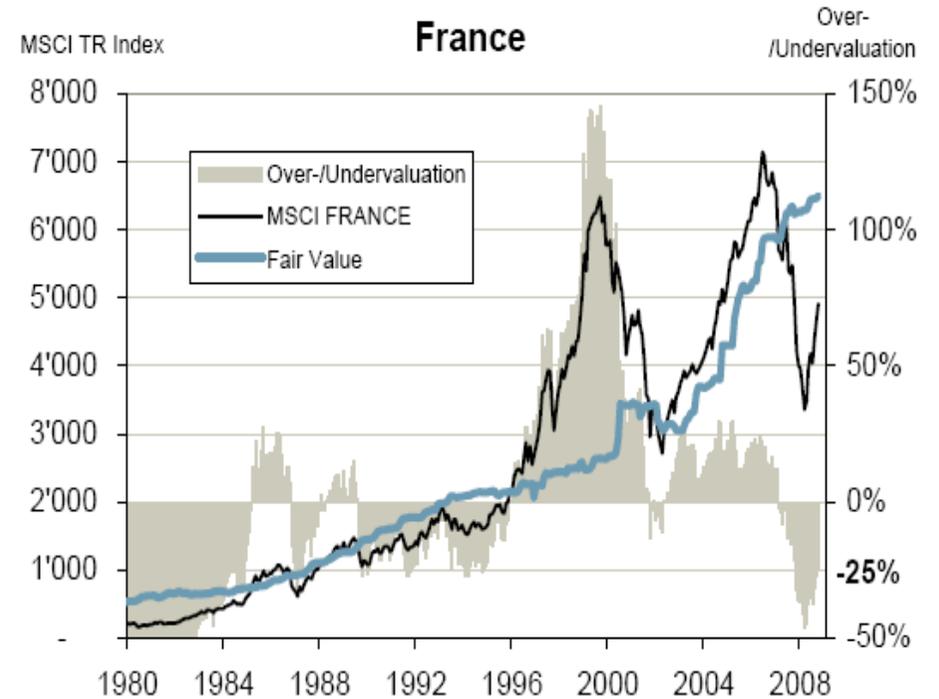
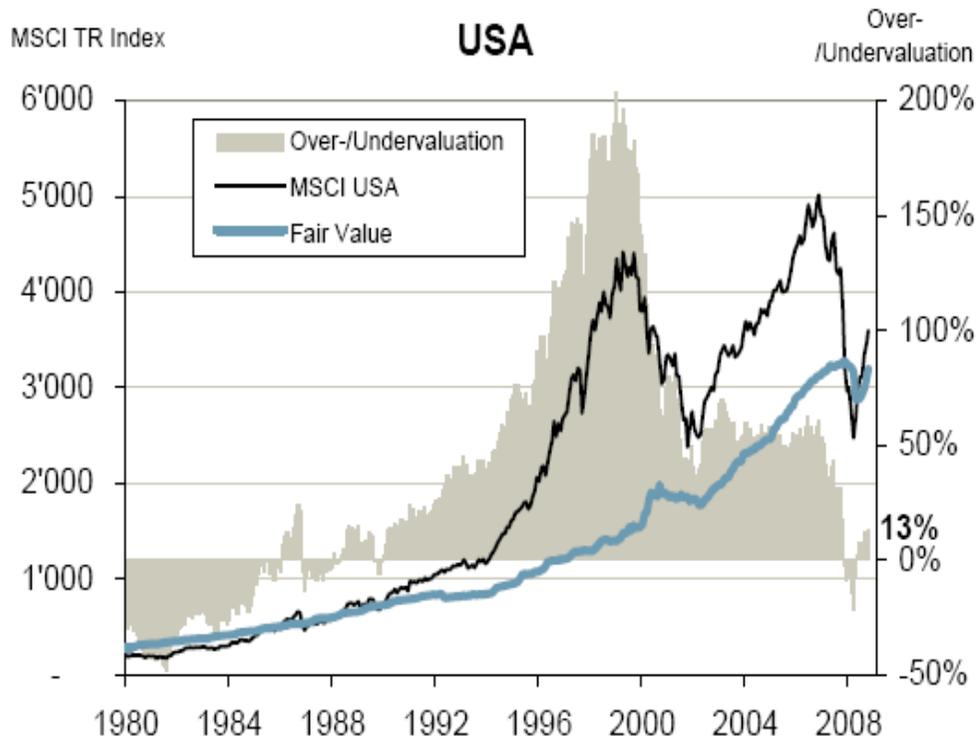
Performance des actions



**Théorie de Stanford
Cycle d'évaluation**

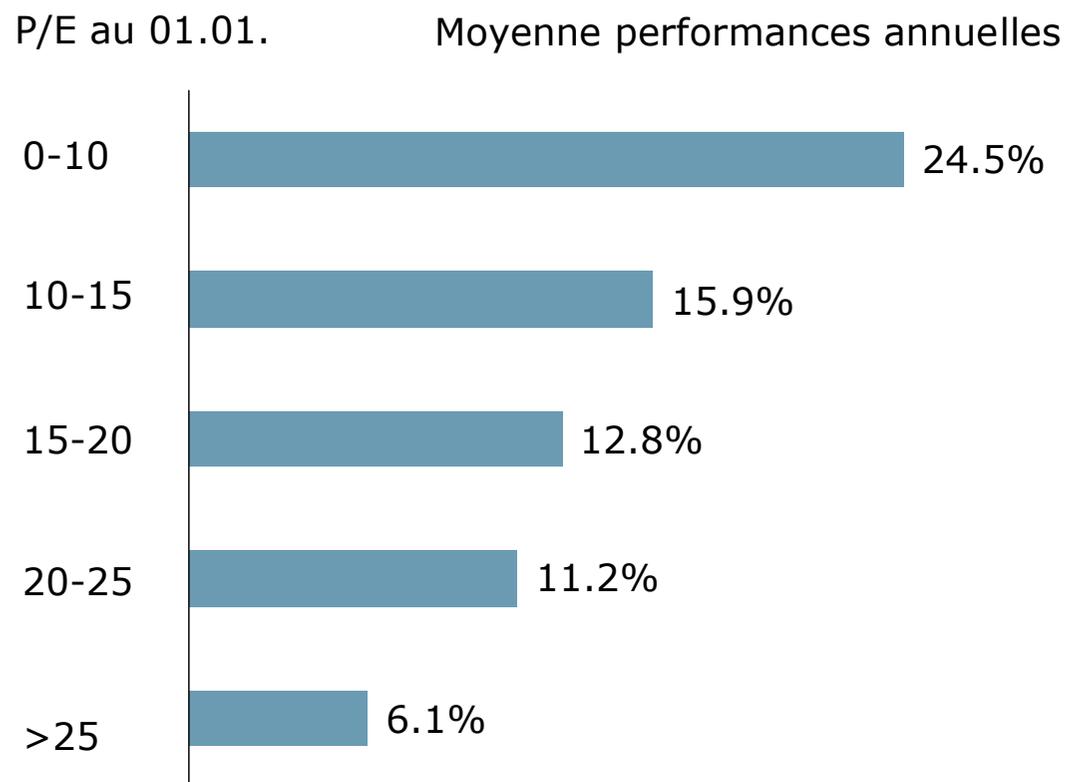
Différences de valorisation au 30.09.2009

Confidentiel



Investir dans des pays sous-évalués paie

Exemple du ratio P/E (cours/bénéfices):



P/E-Ratio:

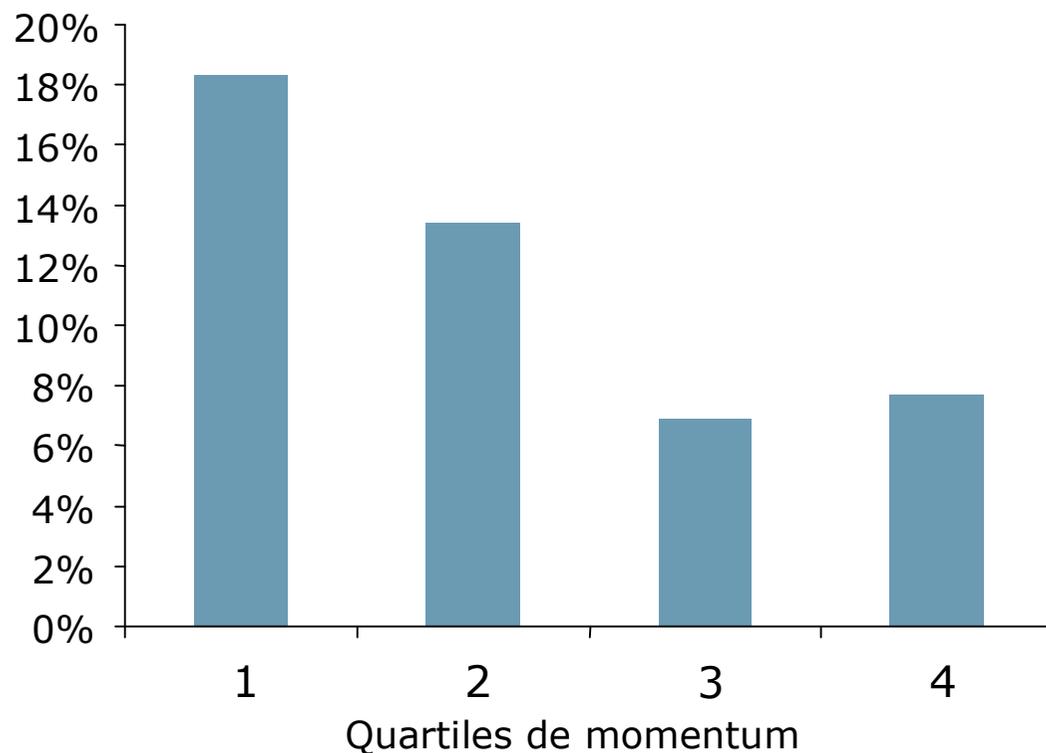
Ratio de cours/bénéfices, permet de mesurer la valorisation d'un pays.



Source: MSCI 1970-2005 rendements annuels, en monnaies locales, analyse Wegelin

L'approche « momentum » permet de participer au deuxième stade d'un cycle de hausse

Moyenne des performances annualisées



* Les quartiles de momentum sont rebalancés tous les 6 mois.
Source: MSCI 1974-2004, en monnaies locales, Analyse Wegelin

Momentum:

Dynamisme de hausse



Résumé

Gestion indicielle

- ⊕ Performance du marché
- ⊕ Diversification
- ⊕ Frais de gestion bas
- ⊕ Liquidité
- ⊖ Pas de surperformance
- ⊖ Pro-cyclicité
- ⊖ Risque de concentration US

Gestion active

- ⊕ Potentiel de surperformance
- ⊖ Risque de sous-performance
- ⊖ Frais de gestion plus élevés
- ⊖ Risque de gestionnaire

Active Indexing®

- ⊕ Potentiel de surperformance
- ⊕ Diversification
- ⊕ Processus clairement défini
- ⊕ Liquidité
- ⊕ Frais conformes au potentiel
- ⊖ Risque de sous-performance

Active Indexing® combine les avantages des gestions active et passive.

Gestion de type Active Indexing®

Bases théoriques

- Théorie des croyances rationnelles (Université de Stanford school)

Construction

- Pondération dynamique des pays et secteurs globaux selon leur attractivité.
- Utilisation de gestion indicielle pour la réplique des pays ou secteurs globaux individuels
- Combinaison de l'approche valorisation et de l'approche momentum

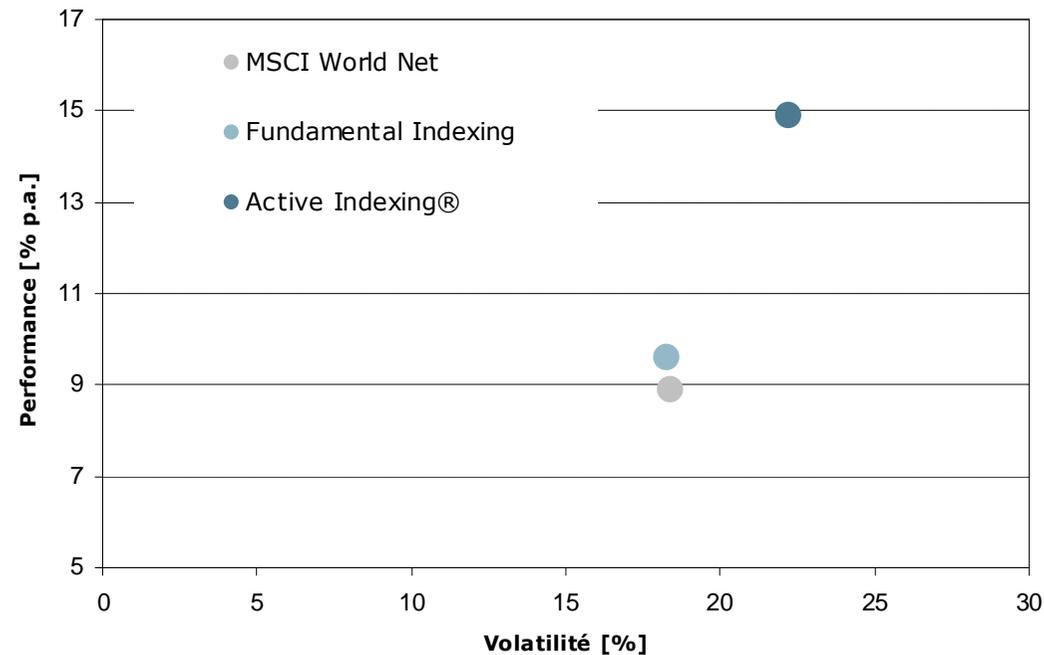
Avantages

- Potentiel important de générer de la surperformance
- Grande diversification
- Liquidité importante

Inconvénients

- «Paris» actifs au niveau des pays et secteurs
- Coût de transaction plus élevés que la gestion purement indicielle

Comparaison des différentes méthodes



	MSCI World Net	Fundamental Indexing	Active Indexing®
Performance, p.a.	8.9%	9.6%	14.9%
Volatilité	18.4%	18.3%	22.2%
Ratio de sharpe	0.13	0.17	0.38

* Basé sur les indices **total return** en USD pour la période 1975-2009

Nous vous remercions de votre attention!

Patrick Revey
Responsable clientèle institutionnelle Suisse romande
patrick.revey@wegelin.ch

Wegelin & Co. Banquiers Privés
Avenue du Théâtre 1
CH-1005 Lausanne

Tél. +41 21 313 26 26
Fax +41 21 313 26 72

www.wegelin.ch

www.wegelifunds.com

Disclaimer

Le présent document contient des informations confidentielles et n'est pas destiné à être publié. Les informations et les opinions qu'il contient sont purement informatives et ne constituent ni une recommandation, ni une offre d'achat ou de vente d'instruments de placement, ni enfin un prospectus d'émission au sens des art. 652a et 1156 du Code suisse des obligations, et sont destinées exclusivement aux investisseurs institutionnels. Toutes les informations contenues dans le présent document peuvent être modifiées en tout temps et sans préavis. Ni Wegelin (LUX) Fund SICAV, ni Wegelin & Co. Banquiers Privés ne se prononcent de quelque manière que ce soit sur l'évolution de la valeur des instruments de placement décrits dans le présent document. Les investisseurs potentiels ont conscience du fait que les placements dans des fonds d'investissement sont liés à des risques. Ils sont dès lors invités à se faire conseiller en tout état par un professionnel qui les aidera à déterminer si ce produit constitue un placement qui leur est adapté. Wegelin & Co. Banquiers Privés ne fournit aucune garantie et n'assume aucune responsabilité (expresse ou tacite) quant à l'exactitude ou au caractère exhaustif et actuel des informations publiées. Les performances du passé ne sont pas garantes des performances futures.