

ACTUALITÉ ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

Mardi 11 novembre 2025

Les risques cachés de l'investissement passif

Guy Wagner, Chief Investment Officer

L'investissement passif n'est plus seulement une stratégie : il remodèle discrètement les marchés, gonfle les valorisations et crée des risques systémiques que la plupart des investisseurs ne voient pas venir.



*Because something is happening here /
But you don't know what it is /
Do you, Mister Jones?"*

Bob Dylan

L'essor de l'investissement passif

Peu de tendances ont autant bouleversé la finance moderne que l'essor de l'investissement passif. Avec ses promesses de faibles coûts, de diversification et de rendements fiables à long terme, il est devenu la stratégie par défaut de millions d'investisseurs particuliers et institutionnels. Au cours de la dernière décennie, les fonds indiciels et les ETF ont attiré des flux incessants, tandis que les gestionnaires actifs ont été confrontés à des sorties de capitaux continues.

Aujourd'hui, on estime que les véhicules passifs représentent environ la moitié de la capitalisation boursière mondiale, et ce chiffre ne cesse d'augmenter. La part réelle est probablement plus élevée si l'on tient compte des « indexeurs cachés » parmi les gestionnaires institutionnels.

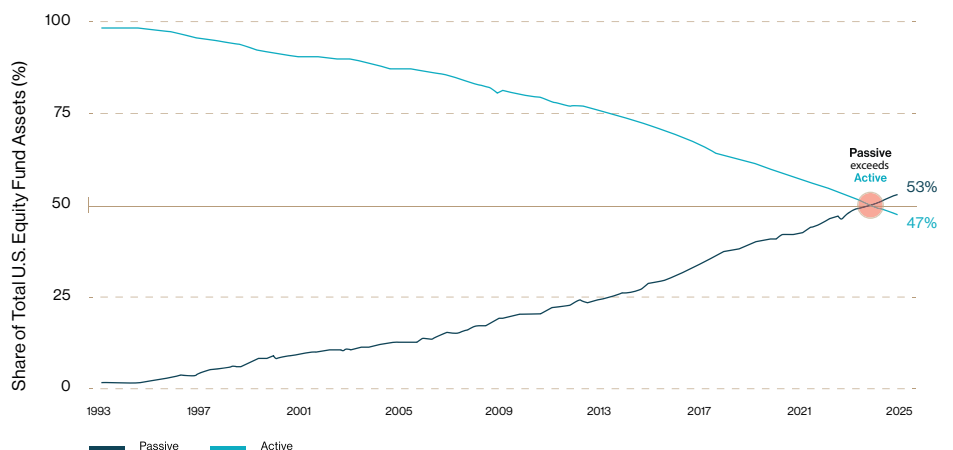
Ces flux ne résultent pas principalement de choix d'investissement délibérés, mais d'un réseau complexe d'incitations politiques,

de cadres réglementaires et de paramètres par défaut automatisés que la plupart des investisseurs, particuliers ou professionnels, remarquent à peine.

Le sophisme de composition

L'investissement passif offre des avantages indéniables. Il démocratise l'accès aux

Pourcentage des actifs sous gestion des fonds actions américains



Source : Bloomberg

marchés financiers, permettant aux investisseurs ordinaires de détenir des portefeuilles diversifiés à un faible coût. Pourtant, sa croissance rapide illustre un paradoxe économique classique : l'erreur de composition, c'est-à-dire la croyance erronée selon laquelle ce qui est rationnel pour un individu est nécessairement bon pour le système dans son ensemble.

Pour un investisseur individuel, l'achat d'un fonds indiciel peut faire beaucoup de sens. Mais lorsque la majorité le fait, le mécanisme qui garantit l'efficacité des marchés, à savoir la découverte active des prix, commence à s'éroder. Si une personne se lève lors d'un concert, elle voit mieux. Si tout le monde se lève, personne ne voit mieux. De même, lorsque tout le monde investit de manière passive, le résultat collectif peut se traduire par une efficacité réduite et des prix faussés.

Ainsi, si les stratégies passives sont efficaces au niveau individuel, leur domination collective introduit des risques profonds, souvent cachés, qui menacent les fondements mêmes des marchés modernes.



If everybody indexed, the only word you could use is chaos, catastrophe... The markets would fail."

John Bogle,
founder of Vanguard (2017)

Les hypothèses qui sous-tendent l'investissement passif

À la base, l'investissement passif repose sur deux convictions centrales :

— L'efficacité du marché

Les prix reflètent toutes les informations disponibles, rendant vaine toute tentative de surperformer le marché.

— La neutralité

L'investissement passif n'a pas d'incidence significative sur les prix.

Ces deux hypothèses sont erronées.

L'hypothèse de l'efficacité des marchés

L'investissement passif considère les prix comme sacro-saints, comme s'ils représentaient toujours la valeur réelle d'une entreprise. Cette hypothèse est contestable dans le meilleur des cas. Mais elle ne vaut

certainement que lorsque les marchés sont dominés par des participants actifs qui analysent les entreprises, remettent en question les évaluations et corrigent les erreurs de prix. Lorsque la participation active diminue, les marchés perdent cette fonction d'autocorrection et deviennent moins efficaces.

Le « passif » n'est pas passif

Les stratégies passives sont souvent présentées comme statiques, mais en réalité, elles impliquent des achats et des ventes constants, motivés par les entrées et les sorties d'investisseurs, les inclusions et les suppressions dans les indices, ainsi que les rééquilibrages périodiques. Ces transactions mécaniques peuvent faire varier considérablement les prix. L'investissement passif n'est pas passif : il est algorithmique, réflexif et procyclique.

Le mythe de la neutralité du marché

Les gestionnaires passifs affirment souvent que leurs fonds ne font que « refléter le marché ». En réalité, ils le façonnent. Lorsque des milliards de dollars entrent ou sortent des fonds indiciels, ils déplacent simultanément des pans entiers d'actions, amplifiant les fluctuations du marché et contribuant à la synchronisation des mouvements de prix.

Les risques de l'investissement passif

Ces hypothèses erronées importaient peu lorsque les fonds passifs ne représentaient qu'une petite part du marché. Maintenant qu'ils dominent, elles exposent les investisseurs — et le système — à toute une série de risques.

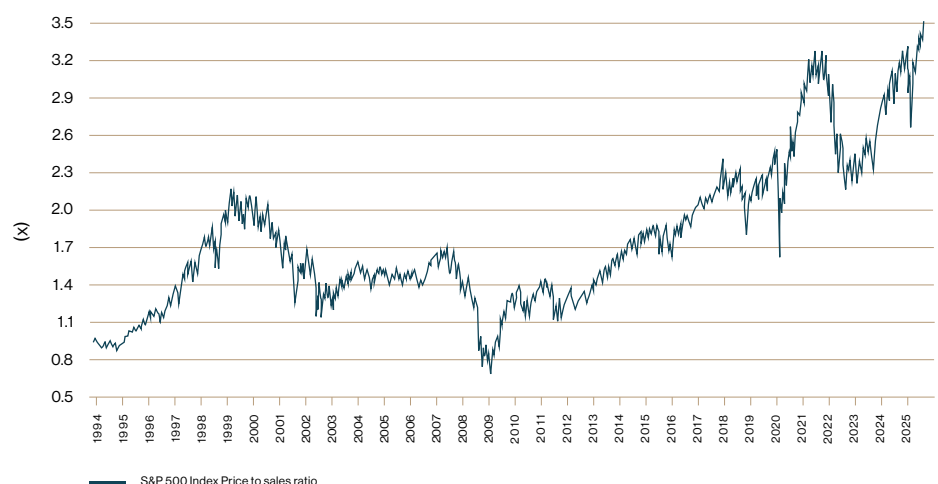
1. Érosion de la découverte des prix

Les investisseurs actifs remplissent une fonction essentielle : ils analysent les entreprises, évaluent leurs fondamentaux et contribuent à fixer des prix correspondant à la valeur des entreprises. Les investisseurs passifs, en revanche, se contentent d'accepter les prix en vigueur sur le marché. Lorsque les flux passifs représentent la majeure partie des achats et des ventes, il reste moins de participants pour déterminer la valeur réelle d'une entreprise. La capacité du marché à évaluer les entreprises en fonction de leurs fondamentaux s'affaiblit, ce qui entraîne des corrections plus violentes lorsque les flux actifs reprennent brièvement le dessus sur les flux passifs.

2. Hausse des multiples de valorisation

La pondération des sociétés dans les indices en fonction de la capitalisation boursière¹ implique que les fonds passifs allouent davantage de capitaux aux entreprises dont le cours des actions a déjà augmenté, indépendamment de leurs fondamentaux. Cet effet d'entraînement perpétue la surévaluation, car les capitaux recherchent continuellement la taille et le prix². Dans un monde où plus de 100 % des flux marginaux sont passifs, les mécanismes traditionnels du marché qui corrigeaient autrefois les excès perdent de leur efficacité. Cela compromet le retour naturel à la moyenne qui se produit généralement lorsque les valorisations deviennent excessives. La hausse des prix attire davantage de flux entrants, ce qui fait encore grimper les prix — une boucle de rétroaction auto-renforçante qui gonfle les bulles et aggrave les krachs lorsqu'elles éclatent.

Un marché de plus en plus cher : ratio cours/ chiffre d'affaires du S&P 500



Source : Bloomberg

3. Corrélation accrue

À mesure que l'investissement passif se développe, la corrélation entre les actions s'accroît également. Les fonds indiciels investissent dans les mêmes grandes capitalisations, indépendamment des caractéristiques et des performances individuelles des entreprises, ce qui fait que les prix évoluent de manière synchronisée dans tous les secteurs. Cela érode la diversification, qui est précisément l'avantage recherché par de nombreux investisseurs dans les fonds passifs.

4. Concentration du marché

Les principaux indices sont souvent fortement biaisés en faveur d'une poignée d'actions à très grande capitalisation. Comme les fonds passifs reproduisent ces indices, ils dirigent une part disproportionnée de capitaux vers ces mêmes quelques entreprises. Ce qui semble être une diversification est souvent une exposition concentrée à quelques entreprises dominantes. La performance de marchés entiers peut dépendre de quelques noms, une structure fragile déguisée en stabilité.

5. L'illusion de la liquidité

La liquidité apparente des véhicules passifs peut être trompeuse. Les entrées de capitaux font grimper les prix de façon généralisée, mais lorsque le sentiment s'inverse et que les sorties de capitaux commencent, la liquidité peut s'évaporer. De nombreuses grandes actions sont beaucoup moins liquides que ne le suggère leur capitalisation boursière, car une part importante de leur flottant est bloquée dans des véhicules passifs. En période de tension, les ventes des fonds indiciels peuvent submerger les acheteurs, provoquant une forte baisse des prix.

6. Demande synthétique et exposition aux produits dérivés

La demande passive dépasse souvent l'offre d'actions disponibles. Pour maintenir leur exposition, les fonds peuvent avoir recours à des produits dérivés tels que les contrats à terme plutôt que d'acheter les actions sous-jacentes. Plusieurs investisseurs peuvent, en effet, revendiquer la propriété de la même exposition sous-jacente. Cette structure synthétique introduit un effet de levier et crée une dangereuse illusion de liquidité.

7. Risque systémique

La combinaison d'une forte corrélation, d'une exposition synthétique et d'illusions de liquidité accroît la vulnérabilité systémique. Les produits passifs promettent une liquidité quotidienne aux investisseurs, mais leurs actifs

sous-jacents peuvent devenir illiquides en cas de période de stress. Lorsque des rachats ont lieu, les ventes forcées se répercutent en cascade sur les fonds détenant les mêmes titres, amplifiant la volatilité. En substance, l'investissement passif a transformé de vastes segments du marché en une seule transaction synchronisée.

8. Distorsion narrative

À mesure que la découverte des prix s'érode, les marchés créent de plus en plus les fondamentaux plutôt que de les refléter. La hausse des cours des actions génère un narratif optimiste qui justifie ensuite de nouvelles hausses de prix, un cercle vicieux qui détache les valorisations de la réalité. Les exemples récents abondent dans le secteur technologique. L'investissement de Nvidia dans OpenAI avec la promesse subséquente d'OpenAI d'acheter des puces Nvidia, ou l'engagement d'OpenAI d'acheter des puces AMD en échange de warrants dans AMD ont tous contribué à la flambée des cours boursiers des sociétés concernées, chaque mouvement renforçant l'illusion d'une force fondamentale. Dans de nombreux cas, l'enthousiasme du marché dépasse la réalité commerciale.



We are moving Palantir Tech to the Nasdaq because it will force billions in ETF buying."

Alex Moore,
Palantir board member (2024)

Peu d'entreprises ont tiré parti de la dynamique des indices aussi efficacement que Palantir Technologies. En s'assurant une place dans les principaux indices, Palantir a attiré d'importants flux passifs et se négocie désormais à plus de 100 fois son chiffre d'affaires, malgré une multiplication par cinq du nombre de ses actions en six ans. Traditionnellement, une telle multiplication alarmerait les investisseurs actifs, car elle témoigne généralement d'une faible discipline financière et dilue les actionnaires existants. Cependant, dans un monde dominé par les flux passifs, l'émission d'actions supplémentaires peut augmenter la capitalisation boursière et la pondération dans les indices d'une entreprise, attirant ainsi davantage de capitaux, ce qui constitue une inversion de la logique fondamentale.

9. Signaux du marché et politique

Les décideurs politiques se tournent souvent vers le marché boursier pour obtenir des signaux économiques, partant du principe que la santé du marché reflète celle de l'économie dans son ensemble. Mais lorsque les marchés sont largement influencés par les flux passifs plutôt que par les fondamentaux, ces signaux deviennent peu fiables. Les décideurs politiques peuvent tirer des conclusions trompeuses sur l'état de l'économie à partir de ce qui n'est en réalité qu'une réallocation mécanique des portefeuilles.

10. Risques liés à la gouvernance

Un petit nombre de gestionnaires d'actifs, notamment BlackRock, Vanguard et State Street, contrôlent désormais la majorité des actifs passifs mondiaux. Grâce à leur droit de vote, ils influencent la gouvernance d'entreprise, la rémunération des dirigeants, les politiques

Cours de bourse de Palantir Technologies



Source : Bloomberg

environnementales et les décisions stratégiques dans l'ensemble de l'économie. Cependant, leur capacité à surveiller les entreprises individuelles est limitée par l'ampleur même de leurs participations. Il en résulte une concentration du pouvoir et une dilution de la responsabilité, ainsi que des décisions de gouvernance qui peuvent privilégier les rendements à court terme au détriment de la création de valeur à long terme.

Implications économiques et sociales

Au-delà de la stabilité financière, la prédominance de l'investissement passif a des conséquences économiques plus larges.

Moins d'introductions en bourse

Les entreprises privées voient de moins en moins l'intérêt de s'introduire en bourse. Les fonds passifs ne s'intéressent guère aux introductions en bourse, ce qui réduit les incitations à la cotation et ralentit le flux d'innovation vers les marchés publics. Ironiquement, si l'investissement passif avait été aussi dominant dans les années 1980 ou 1990, les géants technologiques actuels n'auraient peut-être jamais vu le jour.

Moins d'innovation

En canalisant les capitaux vers les grandes entreprises bien établies, l'investissement passif prive les petites entreprises innovantes de financement. Il en résulte une économie plus statique, moins réactive aux nouvelles idées et aux technologies disruptives.

Augmentation des inégalités

L'investissement passif amplifie la concentration des richesses. À mesure que les capitaux affluent vers les plus grandes entreprises, les gains profitent de manière disproportionnée à ceux qui détiennent déjà leurs actions. Cette dynamique renforce la domination des grandes entreprises et creuse les fossés sociaux et économiques, avec un écart croissant entre les détenteurs de capitaux et le reste de la société.

Réduction de la concurrence

Lorsque le capital passif récompense en permanence les acteurs en place, les barrières à l'entrée augmentent. La concentration du marché s'accroît, la concurrence s'affaiblit et le pouvoir de fixation des prix passe des consommateurs aux producteurs. Les avantages structurels conférés par l'appartenance à un indice tels, qu'un coût du capital plus faible ou une monnaie d'acquisition plus forte, renforcent un cycle auto-réalisateur de domination.

Réglementation et croissance de l'investissement passif

L'essor de l'investissement passif a été favorisé autant par la réglementation que par les préférences du marché. Les régimes de retraite fiscalement avantageux, tels que les 401(k) américains, ont encouragé les investisseurs à privilégier des véhicules diversifiés et peu coûteux. Des réglementations telles que l'Employee Retirement Income Security Act ont institutionnalisé les fonds passifs dans les portefeuilles de retraite, les intégrant comme options par défaut pour les épargnants à long terme.

Aujourd'hui, BlackRock, Vanguard et State Street contrôlent ensemble plus de 70 % du marché passif mondial et dépensent plus en lobbying que le reste du secteur financier réuni. Leur influence sur le volet réglementaire est considérable. Compte tenu de leur taille et de leur poids politique, un changement majeur dans la réglementation semble improbable. Les décideurs politiques, réticents à perturber ce qui semble être un système stable d'épargne-retraite, ne sont susceptibles d'agir qu'après une crise. L'histoire montre souvent que le régulateur réagit généralement aux crises plutôt que de les anticiper.

Qu'est-ce qui pourrait déclencher un revirement ?

Jusqu'à présent, les fonds indiciels n'ont connu que des entrées de capitaux. L'investissement passif n'a jamais été mis à l'épreuve par une période prolongée de sorties importantes. Les risques resteront cachés jusqu'à ce que ce jour arrive. Parmi les catalyseurs potentiels, on peut citer :

— Détérioration de l'efficacité du marché :

des valorisations de plus en plus absurdes pourraient pousser les investisseurs à revenir vers une gestion active.

— Augmentation de la volatilité :

une exposition passive massive sur quelques secteurs pourrait amplifier les corrections, incitant les investisseurs à rechercher des stratégies plus sélectives.

— Changements réglementaires :

peu probables à l'heure actuelle, mais la concentration croissante pourrait finir par contraindre les décideurs politiques à agir. Par ailleurs, les efforts de lobbying des sociétés de Privat Equity et de Venture pour conquérir une partie du marché des 401(k) pourraient entraîner des sorties de capitaux des ETF actions.

— Changements démographiques :

il s'agit là a priori du plus grand risque structurel. À mesure que les baby-boomers prennent leur retraite et commencent à retirer leurs fonds de leurs plans 401(k) et IRA, des décennies de flux nets positifs pourraient discrètement se transformer en flux nets négatifs. Les fonds passifs, contraints de vendre pour faire face aux retraits, pourraient exercer une pression à la baisse soutenue sur les marchés. Les jeunes générations étant souvent confrontées à un endettement et un coût de la vie élevés, l'afflux de nouveaux capitaux dans les produits de retraite pourrait s'avérer insuffisant.

— Perte de confiance dans un marché :

des marchés comme celui des États-Unis, où la part des investisseurs étrangers est élevée, pourraient connaître une perte de confiance, conduisant les investisseurs étrangers à vendre.

Un tel environnement transformerait l'investissement passif, qui est actuellement un mécanisme d'achat et de conservation, en un mécanisme de vente et de dépense, avec des conséquences déstabilisantes.

L'ascension de l'indice, de référence passive à force active du marché

Les indices de référence étaient autrefois des mesures neutres de la performance, un moyen simple de suivre l'évolution des marchés. Aujourd'hui, ils déterminent la performance. L'essor de l'investissement passif a

transformé des indices tels que le S&P 500 ou le MSCI World, qui n'étaient autrefois que de simples repères, en puissants allocateurs de capitaux. Les sociétés qui conçoivent et gèrent ces indices exercent désormais une influence considérable sur le comportement des entreprises et l'orientation de l'épargne mondiale. Les indices de référence eux-mêmes sont aujourd'hui parmi les acteurs les plus actifs du marché. Cette transformation estompe de plus en plus la frontière entre investissement passif et investissement actif.

À la défense de la gestion active

Pour les gestionnaires actifs, l'indice était autrefois un indice de référence, une norme permettant de mesurer la performance. Aujourd'hui, il est à la fois une mesure et un objectif à dépasser. Si la seule raison d'être des gestionnaires actifs est de battre l'indice, de nombreux investisseurs se posent naturellement la question suivante : pourquoi ne pas simplement détenir l'indice ?

La réponse réside dans le rôle plus large de la gestion active. Les investisseurs actifs apportent leur jugement, leur flexibilité et leur discipline, des qualités qui font défaut aux algorithmes et aux stratégies basées sur des règles rigides. Ils contribuent à maintenir l'efficacité du marché en analysant les fondamentaux, en remettant en question les idées établies et en allouant le capital à des fins productives. La gestion active n'est pas seulement une quête de surperformance, c'est un bien public qui préserve la rationalité des marchés.

Dans un monde dominé par la gestion passive, la tâche des gestionnaires actifs est devenue plus difficile. La dynamique passive basée sur le momentum punit les stratégies de retour à la moyenne et récompense les comportements pro-cycliques. Pour surperformer dans ce type de marché, les gestionnaires actifs ne peuvent plus sélectionner leurs investissements sur la seule base des fondamentaux. Ils peuvent même être amenés à faire le contraire en investissant dans des entreprises qu'ils considèrent comme surévaluées. Ce faisant, leur degré de confiance dans les entreprises qu'ils détiennent diminuera et ils seront moins enclins à conserver certaines actions pendant les périodes difficiles. Leur performance relative pourrait dès lors encore se détériorer davantage. À mesure que les flux passifs augmentent, les distorsions de prix s'intensifient, les performances actives se détériorent et davantage de capitaux

sont transférés vers des placements passifs, créant ainsi une boucle de rétroaction qui s'autoalimente.

Comme l'a dit Michael Green de Simplify Asset Management : « Nous avons créé une machine à tuer les gestionnaires actifs. » Pourtant, sans gestion active, les marchés perdent leur intégrité informationnelle. Les prix cessent d'avoir un sens et les capitaux ne sont plus alloués efficacement. Les investisseurs actifs sont l'oxygène des marchés financiers : invisibles, mais indispensables.

Conclusion

L'investissement passif a transformé la finance mondiale, offrant simplicité, accessibilité et faible coût. Mais sa domination croissante comporte des risques profonds et sous-estimés : diminution de la découverte des prix, valorisations gonflées, diversification trompeuse, concentration de la gouvernance et fragilité systémique.

Soutenu par une réglementation et une démographie favorable, l'investissement passif est devenu l'épine dorsale des marchés financiers modernes, mais aussi leur ligne de faille potentielle. Un avenir marqué par des flux démographiques négatifs, une liquidité réduite ou des changements (géo-) politiques pourrait exposer les fragilités actuellement cachées sous la surface.

Il est essentiel de trouver un équilibre. L'investissement passif doit coexister avec un écosystème dynamique de capitaux actifs qui soutient l'efficacité et l'innovation du marché. Une voie possible consisterait à dissocier les pondérations du marché de la dynamique des prix, par exemple grâce à des indices à pondération égale ou pondérés sur la base de fondamentaux (par exemple, les revenus ou les flux de trésorerie disponibles) qui se rééquilibrent systématiquement en faveur des actions sous-évaluées. De telles structures à contre-courant pourraient rétablir la discipline dans l'allocation des capitaux et aider à réancrer les marchés dans la réalité économique.

La leçon est simple mais essentielle : ce qui est efficace pour un investisseur peut, lorsqu'il est appliqué à l'ensemble du système, devenir dangereux pour tous. Le succès de l'investissement passif est réel, mais ses risques cachés le sont tout autant.

1. La capitalisation boursière d'une entreprise correspond au cours de son action multiplié par le nombre d'actions en circulation.
2. Cela ne signifie pas que toutes les entreprises détenues par des fonds passifs seront surévaluées, mais seulement que, d'un point de vue statistique, une entreprise surévaluée sera surpondérée.

Pour suivre nos analyses des marchés financiers et l'évolution macro-économique : consultez le blog www.blinvestmentsblog.com et abonnez-vous à la newsletter.

Ce document a été rédigé par BLI - Banque de Luxembourg Investments ("BLI"), avec la plus grande attention et le plus grand soin. Les visions et opinions formulées dans cette publication sont celles de leurs auteurs et ne doivent en aucun cas lier BLI. Les informations économiques et financières incluses dans cette publication sont communiquées à des fins d'information uniquement sur la base des informations connues à la date de publication. Ces informations ne constituent pas un conseil d'investissement ou incitation à investir, ni ne doivent être interprétées comme des conseils légaux ou fiscaux. Chaque information doit être utilisée avec la plus grande précaution. BLI ne donne aucune garantie quant à l'exactitude, la fiabilité, la récence ou l'exhaustivité de ces informations. La responsabilité de BLI ne pourra pas être invoquée du fait de la fourniture de ces informations ou en tant que résultante d'une décision prise par une personne, que celle-ci soit cliente de BLI ou non, basée sur ces informations, cette personne restant seule responsable de ses propres décisions. Les personnes intéressées doivent s'assurer qu'elles comprennent les risques inhérents à leurs décisions d'investissement et doivent s'abstenir d'investir tant qu'elles n'ont pas soigneusement évalué, en collaboration avec leurs propres conseillers professionnels, l'adéquation de leurs investissements à leur situation financière spécifique, en particulier concernant les aspects légaux, fiscaux et comptables. Il est également rappelé que les performances passées d'un instrument financier ne préjugent en rien des performances futures.