

# Trackers (ETF) Pourquoi ils

► Sur longue période, les fonds indiciels cotés dépassent souvent les performances des fonds gérés en direct.

► À moins de faire confiance aux meilleurs professionnels.

Le succès des trackers peut-il s'essouffier ? Ces fonds indiciels cotés, aussi appelés ETF (Exchanged Traded Funds), reproduisent la performance des grands indices boursiers. Ils poursuivent leur développement ininterrompu depuis une quinzaine d'années (voir le graphique ci-contre).

**Succès grandissant des ETF**  
En progression régulière, la pondération de cette gestion dite « passive » dans l'ensemble de la gestion collective reste toutefois encore limitée. Les trackers ne représentent en effet que 3,7% du volume total des encours de sicav et FCP gérés en Europe en 2015, après 3,1% en 2013 et 3,3% en 2014 (voir le graphique). Quand les marchés sont orientés à la hausse, les adeptes des ETF jugent qu'il est difficile d'afficher de meilleures performances que celles des indices. L'audace des stratégies d'investissement originales ne serait, selon eux, pas assez récompensée.  
Bien entendu, c'est une opinion que contestent les gérants de conviction, partisans, eux, d'une gestion dite « active » et adeptes de la sélection indivi-



Le regain d'instabilité des marchés financiers depuis janvier relance le débat entre gestion traditionnelle et fonds indiciels.



Le recours croissant aux fonds indiciels cotés se traduit par la hausse de leurs encours et de leur nombre depuis une quinzaine d'années. Ils représentent 12% de la capitalisation aux États-Unis et 5,5% en Europe.

duelle de valeurs, le fameux stock-picking des Anglo-Saxons, en d'autres termes une stratégie qui ne s'encombrerait d'aucun indicateur de marché. Or, depuis la fin de l'été 2011, c'est-à-dire du terme de la crise de la zone euro, jusqu'à la fin 2015, les marchés d'actions ont été plutôt orientés à la hausse. Les gérants dits « actifs » ont donc eu plus de difficultés à « faire mieux que le marché », particulièrement aux

États-Unis, comme le montre l'enquête annuelle de S&P Dow Jones (voir encadré p. 29).

### Les frais font la différence

Dans un tel environnement, les trackers offrent des atouts indéniables. Ils se négocient comme des actions et réduisent les frais de gestion, souvent autour de 0,3% en moyenne, voire 0,2%, pour un particulier, à comparer à plus de 1,8% pour une sicav ou

un FCP, dans le meilleur des cas. Les trackers ne comportent ni frais d'entrée ni frais de sortie, alors que c'est souvent une caractéristique – devenue parfois négociable – des fonds classiques, qui peuvent, en outre, prévoir des commissions de surperformance. Certes, la fourchette entre l'achat et la vente des parts de trackers vient parfois amoindrir cette réduction de coût, en renchérissant les frais d'exécution. En est-il de même lorsque la Bourse suit une piste baissière ? Les gérants de conviction revendiquent, dans ces cas-là, de meilleures performances parce qu'ils mettent en avant leur réactivité, ou leur capacité à identifier les bonnes valeurs pour le long terme. Les partisans des trackers mettent, eux, en avant la diversité des fonds – trackers inverses gagnants dans la baisse ou trackers « intelligents » qui optimisent la répllication d'indices.



Les trackers représentent une part croissante des encours des fonds en Europe (1,2% en 2015).

Quoi qu'il en soit, sur longue période, les performances de la gestion dite active s'avèrent extrêmement décevantes dans l'ensemble, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, selon l'étude conduite chaque année par S&P Dow Jones. Et plus la période d'observation est longue et moins le nombre de fonds gérés activement et affichant des performances meilleures que leur indice de référence est élevé. Par conséquent, oui, les bons gérants peuvent battre leur indice de référence, mais à long terme, ils ne sont pas nombreux (lire l'encadré et le graphique, p. 29).

### Pour la gestion indicielle

#### Régis Yancovici,

fondateur d'ET Finances et jinvestismoinscher.fr

**Nous prônons une allocation active de produits de gestion passive.**



### Contre la gestion indicielle

**Pierre-Alexis Dumont**, directeur de la gestion actions et convertibles chez Groupama AM

**«Tous les fonds gérés selon un indice présentent un biais de construction»**

**Estimez-vous possible de battre les meilleurs «gérants actifs» ?**  
Comme Eugène Fama, prix Nobel d'économie en 2013, et Kenneth French, nous pensons que la sélection de titres est moins importante dans la performance d'un fonds que l'allocation d'actifs issue de la bonne répartition entre les caractéristiques déterminantes de ce fonds. Leur reproduction permet un meilleur résultat.

**Quelle est votre méthode ?**  
La plupart des fonds ont un processus d'investissement qui les contraint à un style de gestion. Il est possible d'identifier ces critères qui sont les moteurs de performance du fonds, que

le gérant revendique d'ailleurs. La répllication permet ensuite d'obtenir une performance similaire sans les frais de gestion, souvent très pénalisants, de ces fonds traditionnels. Pour nous, la meilleure solution est donc de proposer un portefeuille constitué uniquement d'ETF.

**Quelle solution conseillez-vous ?**  
Nous prônons une allocation active de produits de gestion passive. L'allocation d'actifs reste primordiale. Nous avons ainsi recensé une quinzaine d'ETF qui permettent de répliquer la performance de 150 des meilleurs fonds de toutes catégories, sans supporter leurs frais de gestion.

**Quelle critique majeure faites-vous aux fonds gérés selon un indice et à fortiori aux ETF ?**  
Nous avons développé des stratégies anti-benchmark (indice de référence). Tous les fonds d'actions gérés avec un indice en ligne de mire présentent, en effet, ce qu'on peut appeler un biais de construction. Les indices font la part belle aux plus grosses capitalisations d'un marché. Or, ce sont ces titres-là qui souffrent le plus lors des grands chocs boursiers.

**Mais l'indice permet de mesurer la performance des fonds...**  
Certes, mais les indices ne sont après tout qu'une représentation

du passé. Dans le CAC 40, Total et Sanofi ont été les valeurs phares de ces vingt dernières années. La question qu'il faut se poser est bien : créeront-elles autant de valeur pour leurs actionnaires, pendant les vingt prochaines ?

### Les indices de grandes valeurs vous semblent-ils risqués ?

Nous sommes convaincus que la plupart des grandes valeurs de demain sont, aujourd'hui, de petites et moyennes capitalisations, comme celles dans lesquelles notre fonds Groupama Avenir Euro I-C a investi. À Wall Street, il y a quinze ans, il fallait investir dans Google et non pas dans HP!

# font presque toujours mieux

préserver une liquidité permanente. Nous préférons aussi les ETF dits «physiques», aux trackers «synthétiques». Les premiers répliquent un indice de marché d'actions, d'obligations ou de matières premières à l'aide d'un panier de titres bien réels. Les seconds utilisent des instruments financiers, en particulier des contrats d'échange, pour reproduire l'évolution d'un indice de référence. Lors du krach boursier de 2008, la mécanique complexe des ETF synthétiques a déjà donné des sueurs froides aux investisseurs.

## Les trackers «intelligents»

Les détracteurs de la gestion indicielle dénoncent, à juste titre, les limites de cette forme d'investissement, qui a d'ailleurs dû inventer de nouveaux types de fonds cotés pour offrir autre chose que la pure répliation d'indices. Les stratégies dites «intelligentes» (smart beta) connaissent un succès grandissant. Ces ETF cherchent à éviter de se

fonder sur la seule capitalisation boursière des sociétés cotées, qui est le défaut majeur des indices. Dans cet univers foisonnant de la gestion indicielle «intelligente», Lyxor distingue ainsi trois sous-groupes, le premier d'entre eux rassemblant les stratégies fondées sur la volatilité. L'objectif est alors d'identifier les actions dont les cours sont les

## Fonds actifs : des performances inférieures aux objectifs

Les faits sont têtus. Le débat qui oppose les partisans de la gestion active aux fervents admirateurs des fonds indiciels, en particulier les ETF, ne peut pas faire l'économie de l'analyse de leurs performances réciproques. Depuis 2002, S&P Dow Jones, l'éditeur d'indices, se livre, chaque année, à cet exercice de mesure de performances comparées. En 2015, plus de 55% des fonds d'actions européennes gérés activement n'ont pas

réussi à faire mieux que leur indice de référence, selon les conclusions de cette enquête dénommée SPIVA Europe Scoreboard. Aux États-Unis, les performances des sociétés de gestion «actives» ont été encore plus médiocres en 2015. En effet, 84% des fonds d'actions dits «actifs» ont moins progressé que l'indice S&P 500 des plus grandes capitalisations de la Bourse américaine.

### Un constat très préoccupant

On peut comprendre que les bouleversements liés à des politiques monétaires inédites de l'argent très bas, voire négatif, aient pu brouiller, l'an dernier, la vision des gérants de fonds. Cependant, l'observatoire de S&P Dow Jones Indices révèle un constat encore plus préoccupant : le nombre de fonds «actifs» progressant moins que leur indice de référence est d'autant plus élevé que la période d'observation de leurs performances est longue. Ainsi, la proportion de fonds d'actions françaises ne battant pas leur indice de référence a été de 80,9% sur trois ans et de 86,3% sur dix ans. ■



moins fluctuants de la cote, celles dont la performance boursière serait, par conséquent, plus régulière. Le deuxième sous-ensemble englobe les stratégies fondamentales, axées, elles, sur le rôle économique de l'entreprise, apprécié notamment par le respect de certains ratios comptables (rentabilité, endettement, etc.). Enfin, il existe des trackers privilégiant un facteur d'investissement, par exemple,

les sociétés distribuant de généreux dividendes, gage d'une meilleure performance des actions sur longue période, comme l'ont montré de nombreux travaux de recherche.

### Une combinaison optimale

Et si, pour l'épargnant, la meilleure voie à suivre consistait, non pas à opposer de façon irréductible ces deux types de gestion d'actions, mais à les rendre com-

plémentaires ? Pourquoi d'ailleurs se priver de placements qui permettent d'avoir accès à des marchés boursiers pour lesquels l'achat d'actions en direct s'avère complexe, faute d'un flux d'informations régulier et d'une enveloppe fiscale favorable ? Il existe, en effet, des fonds indexés sur les évolutions des Bourses des pays émergents (Chine, Brésil, etc.). Ces placements sont même, pour certains, éligibles au Plan d'épargne en actions (PEA) et à ses grands avantages fiscaux. Pour l'instant, ces marchés-là sont, il est vrai, tombés en disgrâce. Mais des investisseurs audacieux et surtout patients pourraient trouver opportunité de s'y intéresser, grâce à de tels trackers.

Autre voie possible, sachant qu'un fonds actif de qualité est piloté par un stratège permanent – son gérant – alors qu'un portefeuille de trackers exige des arbitrages tactiques que l'épargnant doit assurer lui-même ou déléguer à un conseiller. Certains, comme Régis Yancovic d'ETFFinances (lire son entretien, p. 28) ou Jean Gouyet, de Cydiad, se sont, en effet, spécialisés dans cette approche de portefeuilles entièrement composés de fonds indiciels cotés.

En cette période boursière délicate, *Le Revenu* propose donc une sélection diversifiée de trackers, éligibles au PEA, couvrant les grandes zones géographiques et les thèmes porteurs à moyen terme. Elle permettra d'encadrer de façon tactique notre sélection de dix fonds de gérants de conviction, déjà primés, pour plusieurs d'entre eux, par *Le Revenu*.

Laurent Saillard  
et Alain Chaigneau

## Entretien

**Jean Eyraud,**  
président de l'Association  
française des investisseurs  
institutionnels (AF2I)



### « La gestion indicielle facilite notre travail »

**Les investisseurs institutionnels ont-ils recours aux trackers ?**  
D'après la dernière enquête que nous avons conduite auprès de nos adhérents, les investisseurs institutionnels, 40% d'entre eux ont déclaré avoir recours à des fonds de gestion indicielle, en particulier des ETF. Les institutionnels les choisissent surtout pour leurs placements en actions, une classe d'actifs à l'importance très variable : 12% en moyenne parmi nos membres, et de 5% pour certains assureurs jusqu'à 30% pour les caisses de retraite.

### L'avantage des frais moins élevés de la gestion indicielle entre-t-il en ligne de compte ?

Les investisseurs institutionnels sont bien placés pour savoir que les fonds indiciels ont des frais de gestion bien plus bas que les fonds dits de gestion active. Et les autorités de tutelle à Paris, comme les superviseurs européens, ne se privent pas de répéter que l'industrie de la gestion d'actifs prélève des frais de gestion bien trop élevés.

### En quoi la gestion indicielle peut-elle être adaptée aux besoins des institutionnels ?

Les fonds indiciels et les ETF sont aisés à utiliser dans le cadre d'une allocation tactique revue régulièrement. Les encours importants de certains de ces fonds permettent d'y investir sans être limités par des ratios contraignants et en particulier pour placer des flux de capitaux mensuels. Le contrôle du risque du portefeuille par rapport à son benchmark s'en trouve facilité, ainsi que l'allocation entre gestion indicielle et gestion active. Enfin, comme le poids des obligations d'État acquises en direct a été réduit au profit des titres financiers et non financiers, une partie est investie en fonds spécialisés et en particulier en ETF.

## La sélection du Revenu de dix fonds indiciels cotés, éligibles au PEA

Nom [CODE MNÉMONIQUE] Organisme émetteur	Thème d'investissement	Cours (1)	Variation sur 1 an (1)	Variation sur 3 ans (1)
Lyxor ETF CAC [CAC] Lyxor AM (3)	Actions du CAC 40	41,50 €	-8,20%	+8,24%
Lyxor ETF DAX [DAX] Lyxor AM (3)	Actions allemandes	89,94 €	-14,33%	+35,04%
Amundi ETF MSCI Nordic [CN1] Amundi (3)	Actions scandinaves	297,89 €	-7,65%	+7,05%
EasyETF Stoxx 600 [ETZ] BNP Paribas (2)	Actions européennes	39,80 €	-10,77%	+9,37%
DB-X S&P 500 [XSPX] Deutsche Bank (2)	Actions américaines	29,64 €	-4,27%	+59,01%
Lyxor ETF Japan [JPN] Lyxor AM (3)	Actions japonaises	99,30 €	-8,56%	+29,99%
Lyxor ETF HSI [HSI] Lyxor AM (2)	Actions cotées à Hong-Kong	21,14 €	-21,73%	-3,60%
Amundi ETF MSCI Healthcare [CH5] Amundi (2)	Valeurs de la santé	211,75 €	-9,56%	+43,72%
Amundi ETF MSCI World [CW8] Amundi (3)	Actions monde	190,35 €	-8,96%	+38,36%
NMX30 Infrastructreglobal EasyETF [ENG] BNP Paribas (2)	Infrastructures monde	40,90 €	+7,65%	+57,64%

## La sélection du Revenu de dix fonds actifs de gérants de conviction

Nom [CODE MNÉMONIQUE] Organisme émetteur	Thème d'investissement	Cours (1)	Variation sur 1 an (1)	Variation sur 3 ans (1)
Allianz Actions Aequitas [FR0000975880] Allianz GI	Actions françaises	216,49 €	-1,53%	+36,35%
BBM V Flex [FR0000286072] Montpensier Finance	Gestion diversifiée flexible	286,32 €	-6,14%	+17,52%
CPR Silver Age [FR0010836163] CPR AM	Allongement de la durée vie	1 865,01 €	-10,54%	+27,03%
Dorval Convictions PEA [FR0010229187] Dorval Finance	Flexible actions européennes	205,46 €	-5,40%	+20,43%
Moneta Multi Caps [FR0010298596] Moneta AM	Actions européennes	201,69 €	-10,53%	+32,93%
Oddo Avenir Europe [FR0000974149] Oddo Meriten AM	Actions européennes	411,77 €	-1,82%	+32,22%
Plivalca All Caps [FR0000422842] Financière Arbevel	Actions françaises	314,13 €	-11,95%	+16,68%
Sextant Grand Large [FR0010286013] Amiral Gestion	Flexible actions	380,29 €	+4,90%	+38,61%
Sycamore Partners [FR0010601906] Sycamore AM	Gestion diversifiée flexible	1 491,27 €	-3,82%	+19,09%
Trusteam ROC Europe [FR0007066725] Trusteam Finance	Satisfaction du client	182,13 €	-9,96%	+24,24%

(1) Cours et variations arrêtés au 18 février 2016. (2) Tracker synthétique. (3) Tracker physique. (4) Éligible au PEA. Sources: Morningstar et Europerformance-Six.