

# LA CHRONIQUE

de François-Serge Lhabitant



## ETFs: en hausse, sauf pour l'investisseur

On peut s'étonner de constater qu'en ce début d'année, la plupart des fournisseurs de produits financiers de gestion passive annoncent des résultats record pour 2018. Plus précisément, des chiffres record en termes de ventes, en particulier pour tout ce qui concerne les exchange traded funds (ETFs). Pour ce qui est des performances de 2018, elles sont nettement moins réjouissantes, et rares sont les clients qui en sont satisfaits. Cette divergence nous rappelle cruellement qu'en matière de gestion, la philanthropie est une illusion et un vœu pieux. Le seul intérêt d'un fournisseur de produits passifs n'est pas le bien-être de ses investisseurs, mais la maximisation de ses profits, et il n'y a qu'un moyen pour y arriver: augmenter sa masse sous gestion. Pour ce faire, il existe plusieurs approches possibles.

La première approche est de faire de la publicité. Les ETFs étant la plupart du temps ouverts au grand public, on ne s'étonnera pas de voir leur promotion dans les endroits les plus incongrus, y compris sur des tasses de café ou des assiettes à gâteau. Mais si tout le monde fait de la publicité, son impact potentiel va en s'amenuisant.

La deuxième approche est de réduire ses frais de gestion, afin d'attirer de nouveaux investisseurs... et de déstabiliser au passage ses concurrents. On a ainsi vu en 2018 des produits indiciels lancés aux États Unis avec zéro frais de gestion. En réalité, la rémunération de ces gérants proviendra souvent de sources alternatives. Mentionnons à titre d'exemple la vente d'autres produits financiers à marge plus élevée, qui subventionneront ceux qui sont gratuits, le prêt rémunéré des titres sous-jacents à vendeurs à découvert, ou encore des frais de transactions

ou des droits de garde un peu plus élevés. On a même vu des produits afficher zéro frais de gestion, mais qui payaient des droits de licence pour répliquer un indice qu'une société filiale calculait. Sans commentaires.

La troisième approche est de multiplier les créations de produits en allant sur des indices de plus en plus spécialisés, des thématiques dans l'air du temps ou même tout simplement en offrant des produits répliquant ce qui a bien marché récemment. Bien des investisseurs ont la mémoire courte, et avoir une palette avec plusieurs dizaines voire centaines d'ETFs permettra toujours de mettre en avant quelque chose qui semblera répondre à la demande, voire la susciter. Et comme pour créer un ETF, il faut un indice, le résultat est simple. Sur les 10 dernières années, le nombre d'entreprises cotées a été divisé par deux aux États Unis, alors que le nombre d'indices a plus que quadruplé. Conséquence: depuis 2017, il existe plus d'indices que d'actions cotées aux États Unis. L'engouement de la gestion indicielle via les ETF a certainement participé à cette croissance exponentielle des indices sous toutes leurs formes, et des ETFs qui y sont liés. C'est sans doute très bien pour les vendeurs, mais on peut douter que cela ait amélioré le bien-être des investisseurs.

Quid de la performance? En théorie, une meilleure performance devrait également permettre d'accroître ses actifs sous gestion. En pratique, au risque de décevoir, ce n'est pas vraiment un critère. Tout comme les fonds passifs, les ETFs ont pour but de répliquer au mieux la performance d'un indice, pas de la battre. Dans une année comme 2018, il ne faut donc pas espérer de miracle. Quand toutes les classes d'actifs, la plupart des

secteurs et des primes de risque ont été négatives, les investisseurs en ETFs doivent s'attendre à avoir perdu de l'argent. Leur consolation sera que si leur gérant a bien fait son travail, ils n'en auront pas perdu plus que l'indice. Et s'ils sont quand même mécontents, inutile de chercher à parler au gérant, ce dernier a été depuis bien longtemps remplacé par un ordinateur.

Pour un investisseur satisfait de voir son portefeuille faire la performance d'un indice, même si elle est négative, les ETFs continuent en général d'offrir une solution attractive, et surtout peu coûteuse. Le choix de l'indice et ses facteurs de risque sous-jacents, les risques opérationnels encourus ainsi que les frais au sens large sont alors les points clés à analyser avant tout investissement. L'investisseur désireux de faire mieux qu'un indice n'a pas d'autre choix que de se tourner vers des produits de gestion active. La difficulté est alors le choix du gérant. Car en moyenne, les gérants actifs sont moyens, moins leur frais. Et comme les frais de la gestion active ne sont pas nuls, la moyenne des gérants s'en trouve tirée vers le bas. Affirmer que 95% des gérants actifs n'ont pas battu leur indice de référence en 2018 est donc une tautologie sans grand intérêt, en particulier quand les indices sont en forte baisse. Une bien meilleure question est de savoir si on peut trouver des gérants qui ont su éviter les pertes, et pour des bonnes raisons. Car il ne faut pas hésiter à le rappeler, le meilleur moyen de s'enrichir est de commencer par ne pas perdre d'argent. Ce que bien des ETFs semblent avoir oublié en 2018! ■

François-Serge Lhabitant est professeur de finance à l'EDHEC Business School. L'article ne reflète que les vues personnelles de l'auteur.



FRANÇOIS SAVARY  
Chief Investment Officer et responsable de la politique d'investissement du groupe Prime Partners

## OPINION

### L'Europe peut-elle éviter une crise fatale en 2019?

Il est communément admis que l'Europe n'est jamais aussi forte que dans les crises. C'est dans la douleur que le Vieux Continent trouve les ressources pour faire avancer le projet européen. Au demeurant, les crises de 2008 et 2011 ont plutôt confirmé cette idée, puisqu'elles ont permis de mettre en place le mécanisme européen de stabilisation (ESM) et les fondements d'une union bancaire, même imparfaite, dans le sillage du «défait» grec et de ses conséquences sur les dettes souveraines des pays périphériques.

Les élections européennes, en mai, pourraient être à l'origine d'une nouvelle crise, politique celle-là. Tout laisse présager que la coalition de droite, qui dirige l'Europe depuis vingt-cinq ans, perdra sa majorité. La faute à la poussée des populistes des côtes bretonnes aux frontières de l'empire russe. S'agira-t-il d'une crise salvatrice, comme toute les précédentes?

«Vox populi, vox dei» comme le veut le célèbre adage. Toutefois, on est en droit de se demander quel pourrait être le projet européen, susceptible de naître de cette crise politique programmée. On connaît la capacité des populistes à mettre au pilori ceux qu'ils dénoncent comme les responsables de tous les maux: l'Europe de Bruxelles, Monsieur Juncker en particulier, la BCE et, last but not least, les étrangers de toute origine. Les messages de fermeture et l'exhortation à une révolte contre les boucs émissaires susmentionnés ne constituent pas le début d'un projet constructif pour l'Europe. A fortiori, on peine à voir émerger une solution de crise pour avancer dans la construction du Vieux Continent. A cet égard, le programme de

Marine Le Pen est éloquent. Partisane de la sortie de l'Euro durant les élections présidentielles, avec toutes les incohérences que cela a fini par laisser transparaître lors d'un débat mémorable, la candidate du Rassemblement National défend désormais son attachement à la monnaie unique.

Tant mieux me direz-vous! A ceci près que les politiques qu'elle souhaite mettre en œuvre sont inchangées. En d'autres termes, la nécessité de sortir de l'Euro, que ces dernières impliquaient il y a dix-huit mois, aurait subitement disparu.

Cherchez la cohérence!?

Est-à dire que nous allons au-devant d'une crise européenne sans précédent, dont l'Europe ne pourra s'extirper? En d'autres termes, le déclin de l'intégration européenne, de la monnaie unique en particulier, deviendra-t-il inexorable à l'issue des élections de mai? La question vaut la peine d'être posée car, selon la réponse apportée, les conséquences pour les actifs financiers seront fort différentes.

J'avoue avoir une grande difficulté à formuler une réponse à cette question! D'abord parce que beaucoup de sondages démontrent que les populations européennes restent, dans leur majorité, favorables à l'idée de l'intégration européenne. Ensuite, parce que l'exemple grec démontre que les beaux discours anti-bruxellois de Monsieur Tsipras ont fini par céder la place à une politique orthodoxe, prouvant une fois encore que mur de la réalité s'impose toujours sur le Vieux Continent. Enfin, parce que le cas italien, marqué par l'alliance de la carpe et du lapin et qui a donné naissance

à la coalition actuelle, est déjà proche de l'explosion, face aux contraintes que l'Euro impose dans la conduite des politiques budgétaires stimulatrices voulues par le mouvement des 5 étoiles.

Avec l'Europe le pire est toujours possible mais il ne se réalise pas forcément. Dans ce contexte, il faut relever que les initiatives récentes de la nouvelle chef de la CDU, qui a énoncé l'idée de baisser les impôts en Allemagne, et l'acceptation d'un projet (édulcoré) de renforcement des initiatives budgétaires communes vont dans le bon sens. Elles nous ramènent à une réalité qui existait déjà lors de la naissance de la monnaie unique, il y a vingt ans exactement: sans intégration fiscale l'Euro ne peut pas être considéré comme une monnaie pérenne.

Nous le disions plus haut, Monsieur Tsipras a dû changer de cap face au mur du réalisme. Il est tant que l'Europe fasse de même, alors que la victoire des populistes se profile à l'horizon. On ne peut pas négocier mû par la peur, mais il ne faut pas avoir peur de négocier. A l'image de l'Italie récemment, les populistes n'ont jamais eu le courage de sauter le pas et de provoquer la «chute» de l'Euro. Il faudra que les forces politiques «traditionnelles» remettent sur les rails le projet d'intégration fiscale, indispensable à la survie de l'Euro, dans un cadre compatible avec la pérennité de la monnaie unique à long terme; ce dernier point suppose de réfréner les promesses électoralistes des populistes! Si la crise qui se profile pouvait servir à cela, elle pourrait être la meilleure des crises possibles pour l'Europe. Est-ce possible? La réponse ne devrait pas se faire attendre très longtemps! ■