

Vanguard®

Avantages de la gestion indicielle: étude appliquée à des fonds domiciliés en Europe et «offshore»

Recherche Vanguard

août 2012

Résumé. Un indice est un panier de titres représentatif d'un marché ou d'un segment de marché. En reflétant la performance d'un marché, l'indice tient lieu de référence pour ce marché aux yeux des investisseurs. Par définition, les indices sont construits dans le but de refléter le marché et sont pondérés en fonction des capitalisations boursières. Les stratégies de gestion indicielle, telles que les fonds indiciels ou les ETF (exchange-traded funds), ont pour objet de reproduire la performance d'un indice particulier par le biais d'un portefeuille composé de l'ensemble des titres de l'indice ou d'un échantillon de ces titres. En investissant dans un indice diversifié, conçu par exemple pour refléter la performance des actions européennes, l'investisseur s'expose à moindre frais à la performance globale de ce marché. De la même manière, en investissant dans un indice plus ciblé, portant par exemple sur un pays ou un secteur précis, l'investisseur obtiendra l'exposition la plus pure à ce segment de marché, toujours à moindre coût. Ces caractéristiques expliquent la popularité croissante de la gestion indicielle depuis une trentaine d'années.

Auteur

Christopher B. Philips,
CFA

Réservé exclusivement aux Investisseurs professionnels, selon la définition de la Directive MiF. En Suisse, réservé exclusivement aux Investisseurs institutionnels. Document non destiné à la diffusion publique.

Le présent document est publié par The Vanguard Group Inc. Il a pour unique objectif de former et d'informer. Il ne constitue pas une recommandation ni une sollicitation d'achat ou de vente de placements. Il convient de rappeler que le document été rédigé dans le contexte du marché américain et qu'il contient des données et des analyses spécifiques aux Etats-Unis.

Historiquement, les stratégies indicielles se sont développées de manière favorable par rapport aux stratégies de gestion active, notamment grâce à leur structure de coûts plus faible, une forte diversification et une trésorerie minimale. Ces facteurs représentent en effet un obstacle de taille que les gérants de stratégies actives doivent surmonter pour aligner leurs performances à long terme avec celles des stratégies indicielles, peu coûteuses. Naturellement, les gérants actifs talentueux surmontent ces obstacles, mais comme le suggèrent nos recherches et d'autres données empiriques, pour la plupart d'entre eux, la probabilité de surperformer l'indice décroît avec le temps en raison de l'importance des différents coûts.

Depuis les années 90, la gestion indiciaire connaît un véritable essor à l'échelle mondiale, bénéficiant de l'intérêt croissant des investisseurs et d'une adhésion générale au concept. Cet article s'appuie sur une analyse de Vanguard récemment mise à jour sur les fonds domiciliés aux États-Unis, examinant la théorie de la gestion indiciaire et les faits probants de ses avantages (Philips, 2011). Notre étude, elle, porte en particulier sur les fonds domiciliés en Europe et « offshore »¹. La stratégie indiciaire gagnant en efficacité à mesure que la durée de l'investissement s'allonge, les résultats de notre analyse devraient s'avérer encore plus convaincants au-delà des périodes étudiées.

Dans un premier temps, nous analyserons l'investissement comme « jeu à somme nulle », puis placerons cette situation dans le cadre du débat qui oppose gestion indiciaire et gestion active. Nous prendrons en compte l'importance des coûts et leur impact sur ces deux types de gestions. Enfin, nous utiliserons d'autres angles d'approche pour mettre en avant la supériorité des fonds indiciels par rapport aux fonds gérés activement, et d'autres avantages présentés par la gestion indiciaire.

¹ Les données relatives aux fonds sont issues de Morningstar Direct. La base de données mondiale Morningstar Direct comporte des fonds domiciliés en Australie, au Canada, en Europe, en Chine, à Hong Kong, à Singapour et à Taïwan; des ETF, des hedge funds internationaux, des fonds offshore, des fonds ouverts américains, des comptes séparés américains, des actions américaines ainsi que des contrats d'assurance-vie et à rente variable américains. La présente analyse porte essentiellement sur des fonds domiciliés offshore, notamment au Luxembourg, à Dublin, dans les îles anglo-normandes, aux îles Caïmans, aux Bermudes et dans d'autres centres financiers internationaux; elle porte également sur des fonds domiciliés dans divers pays européens. Les fonds domiciliés au Luxembourg représentent 27% de l'ensemble des données de Morningstar. Les cinq suivants sont la France (21%), l'Espagne (7%), l'Allemagne (9%), l'Autriche (6%) et l'Irlande (4%).

Un indice est un panier de titres sélectionnés pour représenter un marché ou un segment de marché. Investir dans des fonds indiciels traditionnels collectifs ou dans des ETF permet de répliquer la performance d'un marché de référence en constituant un portefeuille investi dans le même groupe de titres ou dans un échantillon représentatif de ces titres, et dont les pondérations sont proportionnelles aux capitalisations boursières.

Précisions sur la pondération selon la capitalisation boursière

Le rôle des indices est de refléter le marché - ou le segment de marché - qu'ils doivent mesurer. En conséquence, le meilleur indice n'est pas nécessairement celui qui indique la performance la plus élevée, mais plutôt celui qui mesure le plus précisément la performance du style, de la stratégie ou du marché qu'il est supposé répliquer. La grande majorité des indices sont donc pondérés en fonction des capitalisations boursières, de la façon suivante:

Capitalisation boursière = nombre d'actions en circulation x cours de l'action

Les indices pondérés selon la capitalisation boursière reflètent le consensus du marché sur la valeur de chaque société à un moment donné. Dans tout marché efficient, chaque information nouvelle (qu'elle soit économique, financière ou propre à une société) influence le prix d'un ou plusieurs titres et se reflète instantanément dans l'indice par une modification de sa capitalisation boursière. L'indice est donc continuellement actualisé et représentatif, à tout moment, de la performance d'un marché, de ses caractéristiques structurelles et de son profil de risque.

Si, comme le suggèrent la théorie du marché des capitaux et plus particulièrement le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), les prix des titres (et par conséquent les valeurs des sociétés) dépendent d'événements présents et anticipés, les indices pondérés par la capitalisation boursière représentent le portefeuille type d'une catégorie d'actifs donnée, théoriquement efficient en termes de moyenne-variance. De plus, les indices pondérés par la capitalisation boursière sont continuellement rebalancés, les rotations se limitant à des changements portant sur les composantes des indices ou sur leur titres en circulation, en fonction d'opérations sur titres tels que des rachats ou des émissions d'actions. Partant du principe que les indices pondérés selon la capitalisation boursière constituent le baromètre du marché qu'ils représentent, notre analyse porte sur ce type d'indices et sur les fonds indiciels cherchant à reproduire leurs performances.

Les portefeuilles non pondérés selon la capitalisation boursière ne reflètent pas la performance moyenne d'un marché spécifique. Par conséquent, ils ne sont pas une référence représentative d'un marché particulier et entrent davantage en jeu au sein d'une gestion active ou d'une stratégie passive fondée sur des critères précis, toutes deux destinées à générer des rendements supérieurs à ceux du marché. Les gérants actifs ainsi que ceux gérant des stratégies basées sur des règles de gestion passive estiment être en possession d'informations qui ne sont pas prises en compte dans la capitalisation boursière d'un titre particulier. Par exemple, un gérant actif pourra considérer une société à forte valorisation comme étant en fait surévaluée, et un gérant passif pourra choisir de poursuivre une stratégie investissant exclusivement sur les actions à dividendes élevés. Chacun est convaincu de posséder la formule qui lui permettra de

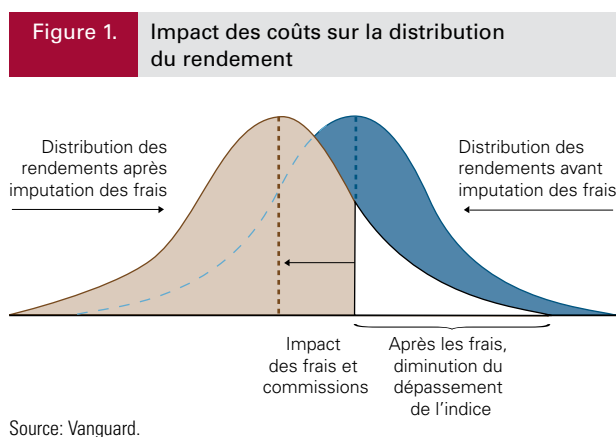
Remarque concernant le risque: la performance passée ne préjuge pas des résultats futurs. La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs. La performance d'un indice n'est pas exactement représentative de celle d'un investissement particulier étant donné qu'il est impossible d'investir directement dans un indice. Tout placement est soumis aux risques du marché. Les placements en obligations sont exposés aux risques de taux d'intérêt, de crédit et d'inflation. Les cours des actions des sociétés de moyennes et petites capitalisations fluctuent souvent plus que ceux des actions des grandes capitalisations. Les investissements à l'étranger sont soumis à des risques additionnels liés notamment à la fluctuation des taux de change et aux incertitudes politiques.

surperformer l'indice. Les stratégies d'investissement ne s'en référant pas à un indice pondéré selon la capitalisation boursière sont composées de paris pris par rapport à l'indice. De la qualité et du succès de ces paris dépend leur efficacité.

Le concept de «jeu à somme nulle»

Avant d'analyser les particularités qui différencient la gestion active de la stratégie passive, il est intéressant d'observer d'abord le marché dans son ensemble, où la surperformance est souvent qualifiée de «jeu à somme nulle». Ce concept part du principe qu'à un moment donné, les positions de tous les investisseurs sur un marché déterminé (le marché des actions ou des obligations européennes, par exemple) s'additionnent pour former ce marché (Sharpe, 1991). Toutes les positions des investisseurs étant représentées, si l'un d'eux surperforme le marché sur une période donnée, un autre devra logiquement sous-performer, de sorte que la performance pondérée des actifs de tous les investisseurs soit égale à la performance du marché². On peut représenter la somme des performances de tous les investisseurs sous la forme d'une courbe en cloche (voir **figure 1**), où la moyenne correspond au rendement du marché. Cette représentation vaut naturellement pour tout type de marché, actions ou obligataire propre à un pays ou à un segment plus particulier, comme l'immobilier. Dans la figure 1, le marché est représenté par la courbe bleue, et le rendement du marché par la ligne verticale bleue en pointillés³.

Sur une période donnée, la surperformance pondérée des actifs, qui figure à droite du rendement du marché, est la représentation inversée de la performance pondérée des actifs (à gauche du rendement du marché - ce dernier correspondant à la somme des deux). Or, dans la réalité, les investisseurs ont à supporter des coûts (commissions, frais de gestion, impôts, écarts entre cours acheteur et cours vendeur, frais administratifs, impacts de marché, etc.)⁴, autant d'entraves qui, combinées, ont pour effet de diminuer les rendements générés au fil du temps. Sur la Figure 1,



la prise en compte de ces coûts déplace la courbe vers la gauche. L'ajustement effectué pour prendre en compte les coûts est représenté par la partie nuancée en marron illustrant l'impact des frais de gestion et des coûts de transaction.

Une partie de la distribution des rendements pondérés des actifs après imputation des frais demeure à la droite de la performance du marché (zone blanche sur la figure 1), mais une partie bien plus importante de la courbe marron se retrouve désormais à gauche de la verticale en pointillés bleus, ce qui démontre qu'après imputation des frais, les performances pondérées des actifs sont majoritairement inférieures au rendement global du marché. Par conséquent, en réduisant les coûts, les investisseurs peuvent atteindre un rendement plus proche de la performance moyenne du marché et augmenter leurs chances de surperformer des investisseurs positionnés à l'identique, mais exposés à des coûts plus élevés. Par exemple, les investisseurs d'un fonds doté d'un total de frais sur encours de 0,5 %, bien en deçà du taux moyen de 1,92 % supporté par les fonds de grandes capitalisations européennes (source : Morningstar, Inc. au 31 décembre 2011), ont plus de chances de surperformer la plupart des investisseurs positionnés de la même façon, mais supportant des frais de gestion plus importants.

2 Dans le cas de la pondération en fonction des actifs, chaque position est représentée proportionnellement à sa capitalisation boursière. Par rapport à l'équipondération, qui permet d'éviter que les résultats soient dominés par un titre particulier mais qui prend implicitement des paris relativement importants sur des petites sociétés, la pondération en fonction des capitalisations donne une représentation plus précise des marchés actions et obligataires.

3 Les résultats de cette analyse tiennent compte des retenues à la source au niveau de l'indice. Toutes les performances sont évaluées par rapport aux rendements nets de l'indice.

4 Dans ce contexte, l'impact de marché fait référence à l'impact des opérations — d'achat ou de vente — sur le cours du titre.

Le concept de « jeu à somme nulle » appliqué à la performance de fonds d'investissement

Le concept de « somme nulle » s'applique aux marchés dans leur ensemble, mais peut aussi être transposé de manière approximative dans le cadre des performances à long terme des fonds d'investissement. La **figure 2** illustre l'application théorique du jeu à somme nulle à l'univers des fonds actions domiciliés en Europe et offshore et gérés activement. Les fonds ne constituent qu'une partie des marchés actions, cependant la figure 2 donne des résultats similaires à la figure 1 : les rendements nets à long terme de l'ensemble des fonds à gestion active diversifiés s'inscrivent à gauche des performances de leurs indices de référence respectifs. Sur la figure 2, nous avons combiné les distributions des fonds qui investissent dans des titres des marchés internationaux, américains, européens ou de la zone euro. Sur tous ces marchés, la majorité des fonds à gestion active ont sous-performé leur indice de référence au cours des dix années précédant décembre 2011. Sur cette période, le point d'équilibre se situe entre 0% et 2%. Selon nos calculs approximatifs, la moitié des fonds a sous-performé le marché d'environ 100 points de base par an sur dix ans, probablement en raison des coûts. Naturellement, de nombreux fonds paient des frais moindres, par exemple au titre des parts pour investisseurs institutionnels, et affichent donc une performance relative supérieure à celle des parts assorties de frais plus élevés, en fonction de l'écart des coûts. Après l'étude des données sur les coûts présentée à la **figure 5**, page 10, nous démontrons qu'une bonne part de la sous-performance est directement imputable à des coûts importants.

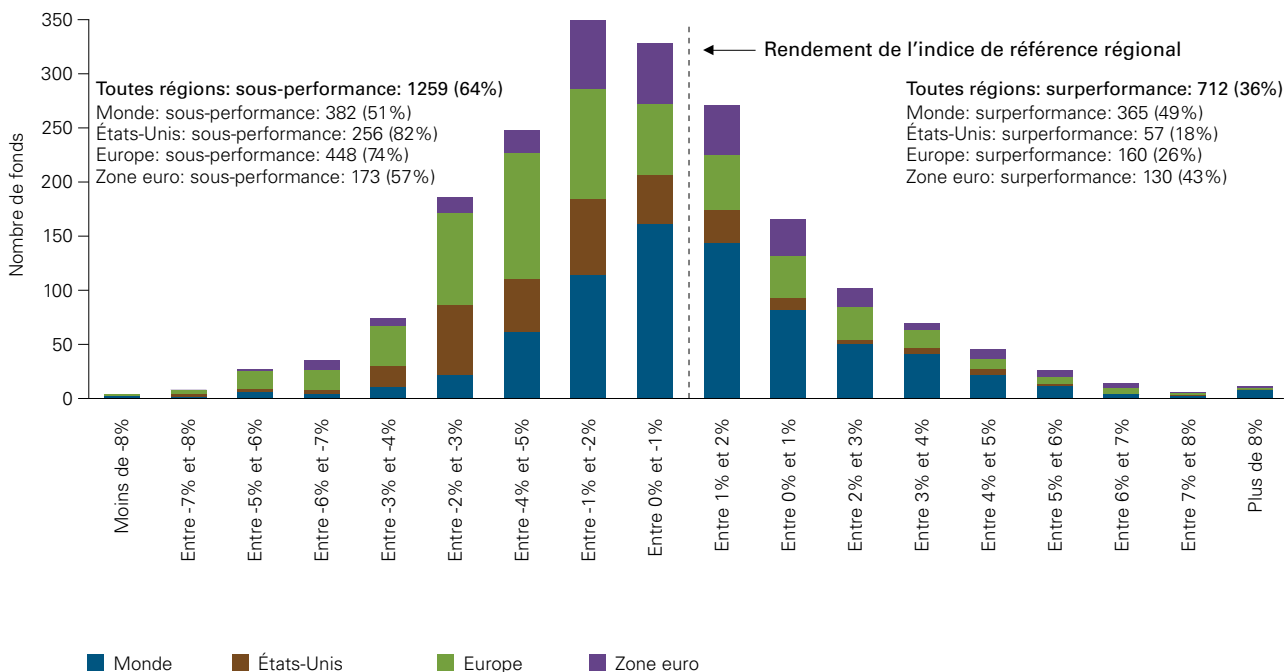
Si la figure 2 prouve surtout qu'il est difficile de battre un indice de référence sur de longues périodes, elle permet également de remarquer une distribution très large des rendements. Plusieurs facteurs expliquent ces écarts, outre les différences de coûts et les compétences relatives des gérants : le type de fonds, l'indice de référence et la période analysée peuvent influencer sur la distribution des rendements et les conclusions à en tirer. Par exemple, si, sur une période de 10 ans, les gérants actifs affichent un biais particulier en termes de style ou de segment de capitalisation, leur performance relative globale peut varier considérablement, en fonction de la performance relative d'un ou de plusieurs segments de marché (les petites capitalisations, par exemple). De la même façon, dans la mesure où différents indices de référence peuvent couvrir différents groupes de titres (y compris au sein d'une même zone géographique), les résultats relatifs peuvent varier. Enfin, puisque les surperformances et les sous-performances peuvent varier considérablement en fonction de la période considérée (périodes de 5 ans, voire moins), le choix de la période étudiée influence lui aussi les conclusions tirées de notre analyse⁵.

Nous avons également étudié la figure 2 en ne tenant compte que des fonds « offshore » (fonds domiciliés au Luxembourg, à Dublin, dans les îles anglo-normandes, aux îles Caïmans, aux Bermudes et dans d'autres centres financiers internationaux), afin de mesurer l'influence éventuelle du contexte organisationnel ou réglementaire. Logiquement, les ratios de frais de gestion des fonds « offshore » étant différents de ceux des fonds « onshore », on peut s'attendre à ce que la distribution du rendement net soit également différente (Khorana, Servaes et Tufano, 2007). Opérant dans une juridiction spécifique, les fonds offshore sont

5 Voir Philips (2011) pour une évaluation des fonds domiciliés aux États-Unis par rapport à leurs indices de référence de même style, et Philips et Kinniry (2009) pour une analyse du caractère cyclique de la surperformance.

Figure 2. Distribution de la surperformance des gérants actifs, par mandat d'investissement et après imputation des frais de gestion

Performances annualisées (dix ans) par rapport aux indices de référence, au 31 décembre 2011



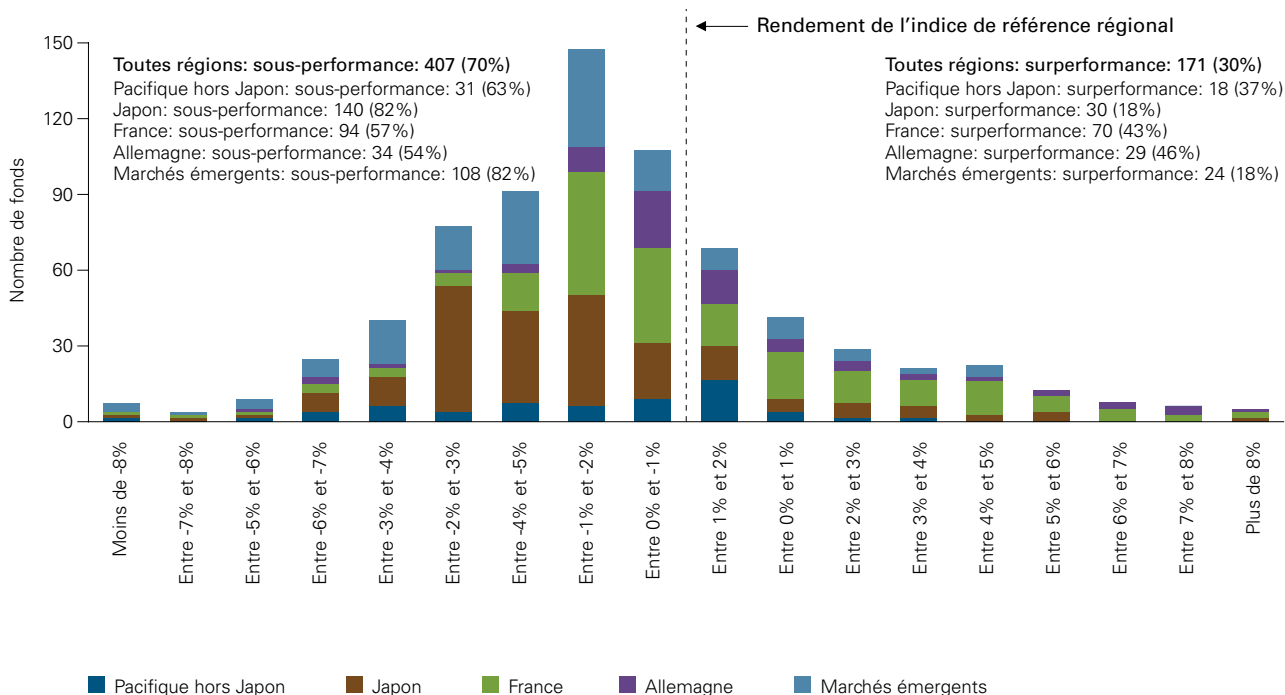
Remarques:

- Les données ne tiennent pas compte des frais de souscription et de rachat de parts.
- Pour les besoins de cette analyse, nous avons comparé des fonds activement gérés nets de frais et un indice de référence sans frais. Les données relatives aux fonds de placement collectifs ou aux ETF tiennent compte des frais de transaction, des ratios de frais et de la tracking error. Pour les fonds de chaque région, les rendements excédentaires annualisés ont été mesurés en regard de l'indice MSCI® correspondant pour lequel existaient des données sur dix ans. Les fonds investis sur le marché européen ont été comparés à l'indice MSCI Europe, les fonds de la zone euro à l'indice MSCI EMU, les fonds américains à l'indice MSCI USA et les fonds d'actions mondiales à l'indice MSCI AC World. La performance des indices a été mesurée à partir des données de performance totale. Toutes les performances sont exprimées en euros. Les fonds sectoriels, spécialisés et immobiliers ont été exclus. Toutes catégories de parts confondues (statistiques fondées exclusivement sur celles présentant l'historique le plus long).
- En raison du biais du survivant courant dans les bases de données des fonds communs de placement, les performances moyennes à long terme des gérants actifs ont tendance à être surestimées. On parle de biais de survivant lorsque les performances des fonds ne sont pas ajustées dans la base de données après la fermeture de fonds. La plupart des bases de données commerciales excluent les données des fonds qui n'existent plus, parce qu'ils ont disparu ou ont fusionné avec d'autres fonds en raison de résultats insuffisants. Les performances moyennes ont donc tendance à augmenter, car les fonds enregistrant des sous-performances sont exclus et remplacés par de nouveaux fonds. Ainsi, la distribution sur dix ans observée à la figure 2 ne représente que des fonds qui, à l'heure actuelle, sont toujours en activité et qui, au 31 décembre 2011, présentaient un historique de performance de dix ans. En réalité, lorsque l'on associe biais du survivant, impact des frais et décalage entre les positions des fonds et celles des indices (Benchmark mismatching), il apparaît que les gérants actifs, en particulier ceux qui favorisent les petites capitalisations, ont tendance à sous-performer un indice donné (Malkiel et Radisich, 2001; Ennis et Sebastian, 2002).

Sources : calculs Vanguard à partir des données Morningstar, Inc. et Thomson Reuters Datastream.

Figure 3. Distribution de la surperformance des gérants actifs, par mandat et après imputation des frais de gestion

Distribution (dix ans) de la surperformance nette des fonds régionaux par rapport aux indices de référence régionaux, au 31 décembre 2011



Remarques :

- Les données ne tiennent pas compte des frais de souscription et de rachat de parts.
- La surperformance annualisée des fonds de chaque région a été mesurée par rapport à l'indice de référence correspondant pour lequel existaient des données sur dix ans. Toutes les performances sont exprimées en euros. La performance des indices est mesurée à partir des performances totales nettes. Toutes catégories de parts confondues (statistiques fondées exclusivement sur celles présentant l'historique le plus long).

Sources: Vanguard Investment Strategy Group et Morningstar. Toutes les performances sont exprimées en euros. Données à jour au 31 décembre 2011. Les indices de référence sont le MSCI Pacific ex Japan, le MSCI Japan, le MSCI France, le MSCI Germany et le MSCI Emerging Markets.

cependant distribués dans plusieurs pays ; on peut donc supposer qu'ils bénéficient d'économies d'échelle leur permettant de réduire les coûts. Les fonds domiciliés en Europe ne sont généralement pas limités à un seul pays, ce qui théoriquement devrait également leur permettre de réaliser des économies d'échelle. Si l'enregistrement simultané dans plusieurs pays permet de réduire les coûts, les fonds prélèvent généralement des frais de distribution plus importants car cette démarche coûte plus cher. Ces frais de distribution supplémentaires peuvent neutraliser les baisses de coûts réalisés grâce aux économies d'échelle. En centrant l'analyse sur les fonds offshore, nous avons constaté que 62 % des fonds (431 sur 696) investissant dans des actions européennes, de la zone euro, américaines ou internationale ont sous-performé

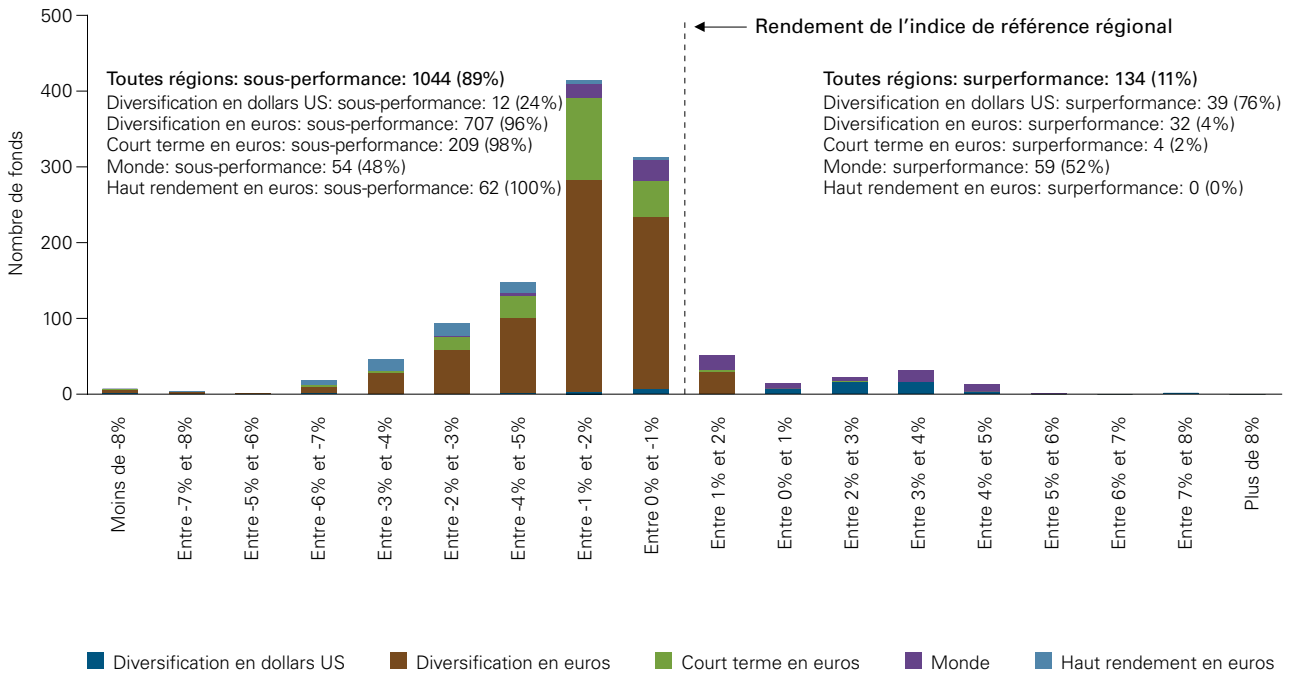
l'indice de référence, tout comme, à peu de choses près, les fonds domiciliés dans un ou plusieurs pays européens.

La gestion indicielle reste valide dans le cadre d'expositions géographiques aux pays, régions et marchés émergents

Dans le **figure 3**, nous avons élargi l'analyse en ajoutant deux pays, le Royaume-Uni et le Japon, ainsi que les régions Europe et Asie sans ces deux pays. On constate que la gestion indicielle reste valide indépendamment de la taille et de l'étendue du marché, y compris si celui-ci est axé sur un indice de référence mondial ou s'il est plus ciblé, par exemple sur un pays en particulier. Dans tous les cas, l'indice de référence a surperformé plus de la moitié des fonds à gestion active sur la période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2011.

Figure 4. Distribution de la surperformance des fonds obligataires à gestion active, après imputation des frais de gestion

Distribution (dix ans) de la surperformance nette des fonds régionaux par rapport aux indices de référence régionaux au 31 décembre 2011



Remarques :

- Les données ne tiennent pas compte des frais de souscription et de rachat de parts.
- La surperformance annualisée des fonds de chaque région a été mesurée par rapport à l'indice de référence Barclays correspondant pour lequel existaient des données sur dix ans. Les fonds diversifiés en dollars US ont été comparés à l'indice Barclays U.S. Aggregate Bond; les fonds diversifiés en euros ont été comparés à l'indice Barclays Euro-Aggregate; les fonds à court terme en euros ont été comparés à l'indice Barclays Euro-Aggregate 3-5 Year; les fonds mondiaux ont été comparés à l'indice Barclays Global Aggregate et les fonds de haut rendement en euros ont été comparés à l'indice Barclays Pan-European High Yield. La performance des indices est mesurée à partir des données de performance totale. Toutes les performances sont exprimées en euros. Toutes catégories de parts confondues (statistiques fondées exclusivement sur celles présentant l'historique le plus long).

Sources : calculs Vanguard, selon les données Barclays et Morningstar, Inc.

Pour aborder la question de l'efficacité, nous avons introduit à la figure 3 une analyse des marchés émergents. On entend souvent que la gestion indicielle ne fonctionne efficacement que pour les grands marchés, considérés comme plus efficaces. Ainsi, le marché des emprunts d'État américains, considéré comme l'un des plus efficaces, ne devrait pas laisser beaucoup d'opportunités de création de valeur aux gérants actifs. Les marchés du haut rendement ou des actions des pays émergents sont souvent jugés beaucoup moins efficaces et donc plus adaptés à la gestion active. Si l'on suit ce raisonnement, la gestion indicielle doit théoriquement sous-performer une grande majorité de gérants actifs sur ces marchés.

La figure 3 montre que 82 % des fonds émergents ont sous-performé l'indice MSCI Emerging Markets. Ces résultats varient en fonction de la période analysée, voire de l'indice utilisé ; toutefois, nous montrons que la gestion indicielle reste convaincante sur de longues périodes, quelles que soient les classes et sous-classes d'actifs considérées. Par ailleurs, l'augmentation du nombre de fonds indiciels et la disponibilité de données s'y rapportant devraient contribuer à encore mieux souligner les avantages de la gestion indicielle.

Gestion indicielle de mandats obligataires

Concernant la distribution de la surperformance des fonds obligataires, on peut s'attendre à ce que l'ampleur de la dispersion soit bien inférieure à celle constatée sur le marché boursier. De fait, en raison d'une plus grande dispersion sur les marchés boursiers eux-mêmes, les distributions des performances des fonds d'actions, telles qu'indiquées sur les figures 2 et 3, sont plus de deux fois plus larges que celles des performances des fonds obligataires, illustrées par la figure 4.

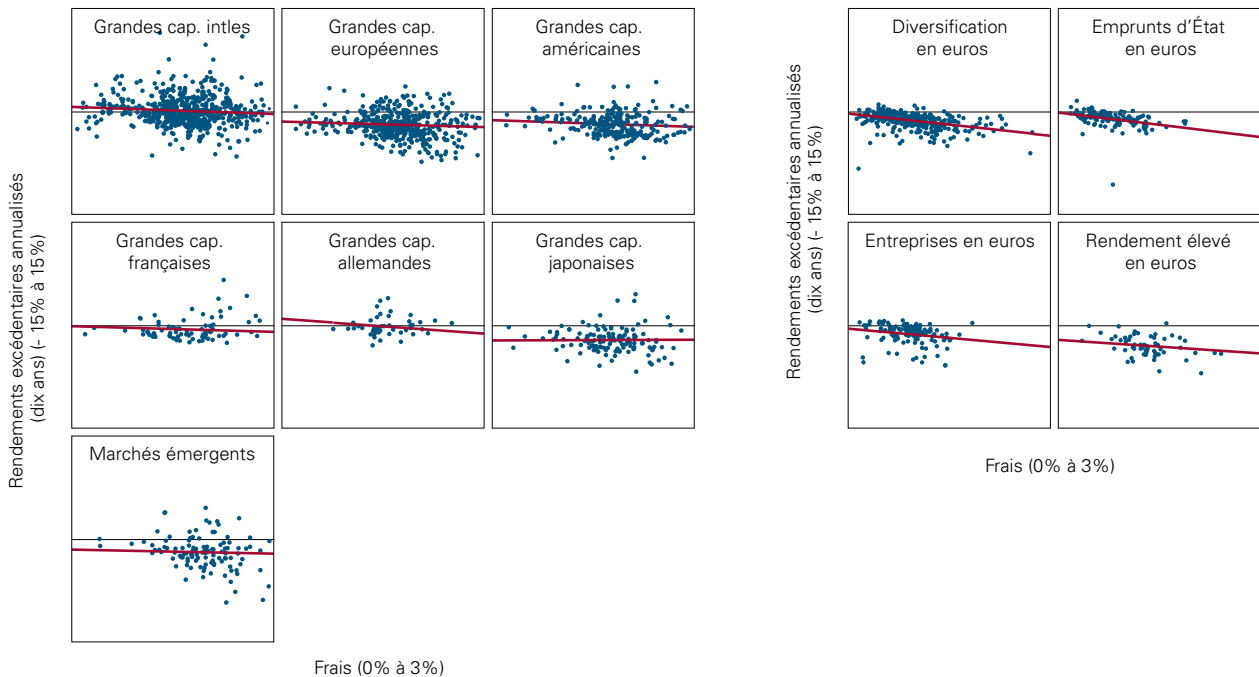
On observe une distribution type des instruments de taux moyens : la performance est concentrée dans les colonnes du milieu du graphique. Cette concentration s'explique par les fluctuations des taux d'intérêt, les mouvements des courbes de taux et les changements de la qualité du crédit, qui influent en grande partie sur les performances obligataires ainsi que par le

positionnement actif du fonds (défini par le gérant) par rapport à ses concurrents et ses indices de référence. Ces facteurs sont les principaux responsables des différences entre la performance relative des fonds obligataires gérés activement et celle de leurs indices. Cette situation est très différente de celle observée sur les marchés, où la dispersion des performances est nettement plus étendue et encore amplifiée par les facteurs différenciants que constituent le segment de capitalisation visé, le style de gestion et la sur- ou sous-pondération par rapport aux concurrents et à l'indice de référence. Précisons que sur le marché boursier, la distribution est plus hétérogène, avec des performances propres aux titres individuels et aux secteurs, ce qui peut influencer davantage sur la performance relative.

La distribution de performance des fonds obligataires étant plus concentrée, une stratégie à moindre frais devrait donner un meilleur résultat relatif et offrir de plus grandes chances de se trouver à droite d'une grande proportion de fonds similaires. Étant donné qu'une vaste majorité des fonds de la figure 4 ont sous-performé leur indice global, une stratégie de gestion indicielle assortie de coûts faibles offre un avantage sur le long terme par rapport aux fonds à gestion active. De plus, sur cette période de dix ans, les fonds de haut rendement ne sont pas parvenus, en moyenne, à dépasser l'indice de référence du marché. Cette observation a d'autant plus de poids que les obligations à haut rendement sont généralement considérées comme offrant de meilleures opportunités aux gérants actifs. Pourtant, même dans ce cas, les frais de gestion semblent avoir éclipsé ces opportunités de surperformance.

Dans l'univers des titres obligataires, la gestion active subit le poids de coûts considérables. D'un autre côté, la gestion indicielle des obligations n'est pas aussi facile à mettre en place qu'avec les actions. Contrairement aux actions, les obligations ne se négocient pas sur des marchés liquides et efficaces. Les intervenants du marché obligataire sont essentiellement des courtiers, d'où une liquidité

Figure 5. Des coûts élevés sont souvent associés à des surperformances plus faibles



Remarques : Toutes les performances sont exprimées en euros; données à jour au 31 décembre 2011. Les fourchettes de frais ont été normalisées pour mettre en évidence la relation entre les pentes. Les frais et les performances de certains fonds dépassent les fourchettes.

Sources : calculs Vanguard à partir des données Morningstar, Inc. et Thomson Reuters Datastream. Indices de référence: MSCI World Free, MSCI Europe, MSCI USA, FTSE 100, FTSE 250, FTSE Emerging Markets, Barclays Euro-Aggregate, Barclays Euro-Aggregate Government, Barclays Euro-Aggregate Corporate et Barclays Pan-Euro High Yield.

moins et des coûts plus élevés. Les fonds indiciels obligataires peuvent donc voir leur performance freinée par rapport aux fonds indiciels d'actions.

Atouts de la gestion indicielle en matière de coûts

Les fonds à gestion active affichent généralement des frais de gestion et des coûts de transaction plus importants que les fonds indiciels. Cette différence est souvent due aux coûts provenant de la recherche et du processus d'investissement mis en place par le gérant. Les frais de transaction supérieurs s'expliquent par des

taux de rotation plus importants, compte tenu des efforts déployés par les gérants pour surperformer l'indice de référence.

De manière générale, les fonds indiciels supportent moins de coûts, quelles que soient la classe ou la sous-classe d'actifs. Cette structure de coûts avantageuse revient à des frais de gestion et des taux de rotation plus faibles. La rotation, c'est-à-dire l'achat et la vente de titres au sein d'un fonds, entraîne des coûts de transaction (commissions, écarts de cours, différences de prix d'exécution et coûts d'opportunité); ces coûts

Définitions clés

Alpha. Surperformance d'un portefeuille, ajustée du risque, par rapport à son indice de référence effectif.

Bêta. Mesure de la volatilité entre un titre ou un portefeuille par rapport à son indice de référence.

s'appliquent à tous les fonds et sont généralement assez opaques, mais ont un impact sur la performance nette réalisée. Un fonds qui enregistre un taux de rotation anormalement élevé encourt donc généralement des coûts de transaction plus élevés. Toutes choses égales par ailleurs, l'impact de ces coûts ampute la performance totale pour les investisseurs du fonds. Quant aux ratios de frais, ils sont transparents et représentent la rétribution des gérants de fonds par les actionnaires.

Pour assurer le succès d'un investissement à long terme, il est impératif de réduire les coûts. C'est naturellement tout autant le cas pour les fonds européens et offshore que pour les fonds domiciliés aux États-Unis. Il faut garder à l'esprit que les coûts sont bien plus faciles à prévoir et à maîtriser que la performance future. De plus, ils ne suivent pas la logique économique qui unit prix et valeur : leur augmentation n'a pas tendance à entraîner une hausse des performances à long terme. Chaque euro versé en frais de gestion, coût de transaction, impôt ou taxe (le cas échéant) correspond généralement à un euro de moins en rendement potentiel. Les recherches le confirment. En 2002, la société Financial Research Corporation a estimé la valeur prédictive de différents indicateurs relatifs à des fonds domiciliés aux États-Unis, tels que le ratio des frais sur encours, la performance passée, la notation Morningstar, l'alpha et le bêta. L'étude a conclu que le ratio des frais sur encours était l'indicateur le plus fiable de la performance future, les fonds les moins coûteux affichant des performances supérieures à la moyenne sur toutes les périodes considérées. Le ratio de frais sur encours est donc un indicateur valable de la performance d'un fonds, et il est l'un des quelques facteurs connus à l'avance.

La figure 5 illustre la relation inverse entre les surperformances de dix catégories de fonds sur la période de dix ans se terminant le 31 décembre 2010. La figure indique les performances annualisées de chaque fonds par rapport à son indice de référence

régional ou de style. Pour illustrer l'impact des coûts, nous présentons le rendement excédentaire des fonds par rapport à leur total des frais sur encours officiel, tel que communiqué à Morningstar. Dans chaque case, la ligne rouge représente la tendance qui détermine la relation linéaire entre frais et surperformance. L'analyse met en évidence une corrélation inversée entre le volume des frais et le niveau de surperformance. Il apparaît clairement qu'en optant pour un fonds à moindre frais, un investisseur a toutes les chances d'obtenir de meilleurs résultats qu'en choisissant un fonds dont les frais sont plus élevés.

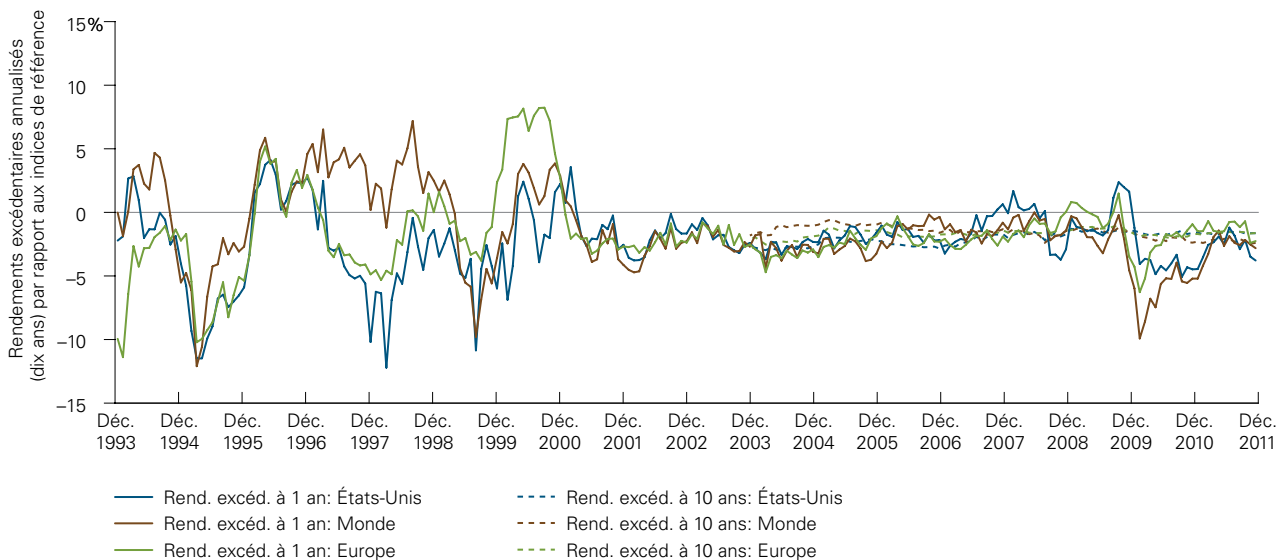
Impact des coûts sur la performance des fonds

Sur le long terme, le poids des coûts que supportent les fonds à gestion active peut sérieusement pénaliser la performance réelle par rapport à l'indice de référence. À l'inverse, les fonds indiciels, dont les frais sont moins élevés, répliquent souvent mieux la performance de l'indice au fil du temps, ce qui leur permet de surperformer les fonds à gestion active, plus coûteux, sur le long terme. Cependant, s'il est exact que les coûts jouent un rôle très important dans la performance à *long terme* des fonds à gestion active par rapport aux fonds indiciels, les différences de coûts semblent avoir moins d'influence lorsque l'on évalue la performance à *court terme*. En effet, les performances des fonds à gestion active sont très fluctuantes et, en fonction de leur dispersion, l'impact des coûts pourra être plus réduit sur de courtes périodes (trois ou même cinq ans).

Cependant, les atouts de la gestion indicielle en matière de coûts sont de plus en plus évidents au fil du temps. Lorsque les distributions sont plus concentrées et que l'effet «gérant» s'estompe, les avantages se stabilisent, favorisant une surperformance nette. Si l'on compare les distributions des surperformances des fonds d'actions et d'obligations, on constate que la dispersion de performance est plus resserrée chez les gérants actifs de fonds obligataires que ceux de fonds

Figure 6. Les frais de gestion ont moins d'importance à court terme

Performances glissantes des fonds à gestion active investis en actions européennes, américaines et mondiales (31 décembre 1993 - 31 décembre 2011)



Remarques: Le marché européen est représenté par l'indice MSCI Europe, le marché mondial par l'indice MSCI World et le marché américain par l'indice MSCI USA jusqu'au 30 avril 1995, Après cette date, les indices de référence deviennent respectivement le MSCI Europe, le MSCI ACWI et le MSCI USA.

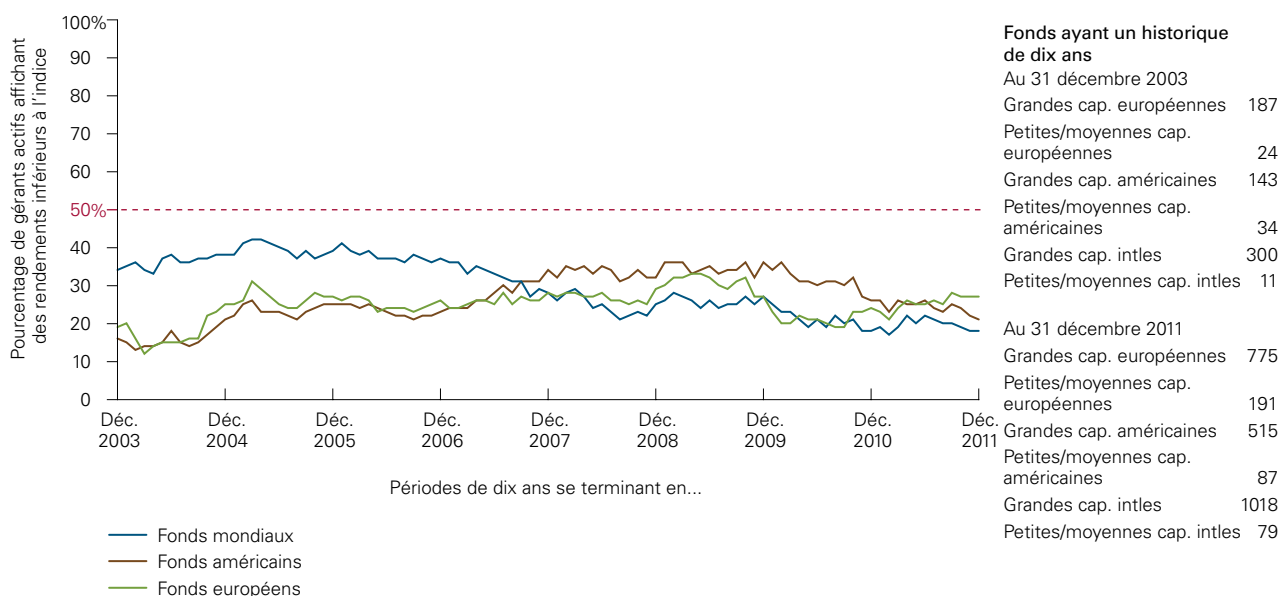
Sources: calculs Vanguard à partir des données Morningstar, Inc. et Thomson Reuters Datastream.

d'actions. On s'attendrait donc à ce que les coûts tiennent un rôle plus important à court terme comme à long terme pour les gérants obligataires que pour les gérants actions. Pourtant, au fil du temps, les coûts deviennent également un facteur déterminant de la performance relative des fonds d'actions.

Pour faciliter l'évaluation de l'impact des coûts à court terme et à long terme, la **figure 6** présente les surperformances à un an et à dix ans de fonds d'actions européennes, mondiales et américaines faisant l'objet d'une gestion active. Nous avons à nouveau utilisé des fonds européens et offshore dans notre analyse, en raison de leurs structures de coûts similaires. Nous nous sommes fondés sur les surperformances pour identifier une meilleure

corrélation avec les coûts. Comme on pouvait s'y attendre, la figure indique que les coûts s'accumulent de manière régulière avec le temps, exerçant un impact plus constant sur les performances annualisées à plus long terme. Au contraire, à court terme, la volatilité est plus importante en raison des différences au niveau des titres, des styles et des gérants. Naturellement, cela ne signifie pas que la gestion active soit plus performante à court terme, mais plutôt que les décisions prises pour constituer le portefeuille exercent un impact plus marqué sur la performance relative dans un horizon immédiat. Sur un marché où la dispersion des performances est large, les gérants actifs bénéficient directement de la surperformance de certains segments spécifiques, l'impact éventuel des frais passant alors quasiment inaperçu.

Figure 7. Figure 7. Performance relative historique des gérants actifs: période de dix années glissantes se terminant le 31 décembre, de 2003 à 2011



Remarques: Le marché européen est représenté par l'indice MSCI Europe, le marché mondial par l'indice MSCI World et le marché américain par l'indice MSCI USA jusqu'au 30 avril 1995. Après cette date, les indices de référence deviennent respectivement le MSCI Europe, le MSCI ACWI et le MSCI USA. Les performances ont été comparées aux indices de référence FTSE et Dow Jones, les résultats étant similaires. Toutes les performances sont exprimées en euros.
Sources : calculs Vanguard à partir des données Morningstar, Inc. et Thomson Financial.

Point sur la surperformance relative

La performance relative au fil du temps

Généralement, pour illustrer la performance relative des stratégies indicielles et actives, on utilise des statistiques ponctuelles, portant sur une période spécifique, comme celles présentées dans les figures 2 à 4. Il est toutefois possible de recourir à d'autres méthodes d'analyse pour approfondir le raisonnement et parvenir à une réponse plus complète à la question de la performance relative. Le pourcentage réel de fonds à gestion active qui sous-performent un indice particulier varie d'une période à l'autre; cependant, historiquement, la distribution des rendements générés par les gérants actifs tend à sous-performer le marché en général, en raison essentiellement de l'effet cumulé

des coûts. D'après une étude réalisée en 2006 par Bestinvest, conseiller financier à Londres (Ruzicka, 2007), depuis le milieu des années 1980, seuls 35% des fonds activement gérés investissant au Royaume-Uni dans tous types de sociétés ont surperformé l'indice FTSE All-Share sur une période glissante de trois ans.

Nous présentons une analyse similaire à la **figure 7** avec la performance de fonds activement gérés sur une période de dix ans par rapport à leurs indices MSCI. Une période de dix ans (au lieu de trois) permet de mettre en évidence l'effet du facteur coût dans le temps. La figure montre également l'évolution des distributions à dix ans de la figure 2.

Figure 8. Les surperformances permettent de quantifier la performance relative des gérants actifs de fonds européens et offshore

Marchés boursiers

Mixtes grandes cap. européennes	Mixtes grandes cap. intiles	Mixtes grandes cap. américaines	Croissance grandes cap. américaines
-0.73%	-0.84%	-2.69%	-2.05%
1.11	1.03	-0.64	-1.17
-1.84	-1.87	-2.05	-0.88

Asie-Pacifique avec Japon	Asie-Pacifique hors Japon
1.45%	6.94%
2.05	7.77
-0.59	-0.83

Marchés obligataires

Diversification en dollars US	Diversification en euros	Court terme en euros	Monde	Haut rendement en euros
0.64%	3.37%	2.03%	2.98%	5.04%
1.86	4.58	3.61	3.19	8.08
-1.22	-1.21	-1.58	-0.21	-3.03

- Moyenne, pondération égale
- Rendement de l'indice de référence
- Rendement excédentaire

Remarques: L'analyse représente les performances annualisées sur dix ans au 31 décembre 2011. Pour maintenir l'intégrité statistique, nous avons exclu les échantillons de moins de 30 fonds. La surperformance représente la performance nette moyenne des fonds d'une catégorie d'investissement particulière par rapport à la performance de l'indice de référence correspondant le mieux à cette catégorie. Toutes les performances sont exprimées en euros. Les éventuels écarts des données de sous-performance sont dus à l'arrondi.

Sources : performances moyennes des fonds actifs fournies par Morningstar, Inc. Indices de référence : MSCI et Barclays Capital. Les indices sont représentés par l'indice MSCI Europe, l'indice MSCI AC World, l'indice MSCI USA, l'indice MSCI USA Growth, l'indice MSCI Pacific et l'indice MSCI Pacific Ex Japan. Les indices obligataires sont représentés par les indices suivants : Barclays U.S. Aggregate Bond, Barclays Euro-Aggregate, Barclays Euro-Aggregate 1-5 Year, Barclays Global Aggregate et Barclays Pan Euro High Yield Index.

L'étude des surperformances apporte un éclairage complémentaire

Aucune statistique n'est divulguée sur l'amplitude de sur- ou sous-performance des gérants par rapport à un indice donné; qu'un gérant batte l'indice de 0,01% ou de 10%, on considère simplement qu'il 'sur-performe'.

Pour tenir compte de l'ampleur de la performance de gérants actifs, on peut examiner les surperformances moyennes par rapport aux indices. Cette mesure permet aux investisseurs de se faire une idée des performances moyennes de la gestion active, c'est-à-dire de savoir si elle permet d'afficher une performance relative plutôt positive ou négative, et dans quelles proportions. La **figure 8** présente le calcul des surperformances moyennes des gérants actifs de fonds d'actions et d'obligations européens et offshore. Elle montre notamment qu'en moyenne un gérant de fonds investi sur les grandes capitalisations mondiales a sous-performé de 187 points de base, tandis qu'un gérant de fonds sur les grandes capitalisations européennes a sous-performé de 184 points.

Les rendements relatifs apportent certes des éclairages, cependant nous souhaitons insister sur le fait que plus l'horizon d'investissement s'allonge, plus la surperformance devrait converger vers le niveau moyen de trésorerie des gérants actifs. Par exemple, l'ensemble des fonds investissant sur de grandes capitalisations européennes ne devrait pas sous-performer le marché de 184 points sur une période prolongée. Il est très probable que ces écarts de performance soient cycliques et tendent à converger à plus long terme vers le niveau de trésorerie mesuré sur une période plus longue.

Avantages de la gestion indicielle en matière de construction de portefeuille

Les gérants actifs doivent différencier les composantes de leur portefeuille de celles de l'indice de référence s'ils veulent le surperformer. Un portefeuille peut donc être constitué de titres très différents de ceux qui composent l'indice, et afficher un résultat également bien différent. Pour les investisseurs dont l'objectif premier est d'obtenir la performance du marché ou réduire la volatilité de leur fonds par rapport à l'indice, la gestion indicielle présente de gros avantages.

L'expérience montre que les principes de diversification et de cohérence dans le style choisi permettent de générer des rendements plus prévisibles par rapport à l'indice de référence. C'est la raison pour laquelle les fonds indiciels et les ETF jouent un rôle important dans le processus de construction des portefeuilles. La gestion indicielle permet également de mieux maîtriser les risques au sein d'un portefeuille. Il est par exemple possible d'adapter l'allocation d'actions recommandée par un modèle en constituant un portefeuille concentré en titres divers dont l'allocation sera bien différente des caractéristiques de risques/rendement du marché boursier et des hypothèses d'allocation du modèle.

Diversification

De manière générale, les fonds indiciels sont plus diversifiés que les fonds à gestion active, à l'instar de la composition des indices de référence. À l'exception des fonds indiciels répliquant des segments de marché étroits, la plupart de ces produits doivent détenir une large gamme de titres pour reproduire leur indice de référence, par copie exacte ou par échantillonnage. Cette diversification de titres permet de réduire le risque qui accompagne certains d'entre eux et d'éliminer un facteur de volatilité des performances. En revanche, les fonds à gestion active détiennent généralement moins de titres, ces derniers présentant des degrés divers de corrélation en matière de performance.

Consistance de style

Un fonds indiciel conserve un style consistant en s'efforçant de répliquer les caractéristiques de son indice. L'investisseur qui souhaite s'exposer à un marché donné et opte pour un fonds indiciel répliquant ce marché est quasiment assuré du maintien de l'allocation du fonds. Les gérants actifs ont plus de latitude et de choix en matière de styles de gestion. Ils peuvent varier leurs placements entre petites, moyennes ou grandes capitalisations par exemple, en fonction de leurs prévisions. Même si un gérant a un mandat de gestion bien défini, la décision de surpondérer ou de sous-pondérer un titre par rapport à l'indice entraînera des écarts de performance.

Conclusion

Depuis son apparition au début des années 70, la gestion indicielle s'est beaucoup développée, parce qu'elle constitue un outil de placement simple et efficace, capable d'accroître les gains des actionnaires, quelles que soient les classes ou sous-classes d'actifs. Les fonds indiciels collectifs et cotés en bourse gagnent en popularité en Europe, bénéficiant de l'intérêt croissant des investisseurs locaux.

Principalement en raison de leur structure de coûts plus avantageuse, les fonds indiciels permettent généralement de surperformer la majorité des fonds à gestion active sur le long terme. En fait, si les fonds à gestion active très diversifiés étaient en mesure de ramener les frais et leur taux de rotation des titres aux mêmes niveaux que ceux des fonds indiciels, ces derniers perdraient une grande partie de leurs atouts. Dans la réalité cependant, les coûts de la gestion active sont généralement plus élevés, ce qui donne une longueur d'avance aux fonds indiciels en matière de performance relative.

Références

Davis, Joseph H., Glenn Sheay, Yesim Tokat and Davis, Joseph H., Glenn Sheay, Yesim Tokat et Nelson Wicas, 2007. *Evaluating Small-Cap Active Funds*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Ennis, Richard M. et Michael D. Sebastian, 2002. 'The Small-Cap Alpha Myth'. *Journal of Portfolio Management* 28(3): 11-16.

Evans, Richard E. et Burton G. Malkiel, 1999. *Earn More (Sleep Better): The Index Fund Solution*. New York: Simon & Schuster.

Financial Research Corporation, 2002. *Predicting Mutual Fund Performance II: After the Bear*. Boston: Financial Research Corporation.

Investment Company Institute, n.d. Frequently Asked Questions About Shareholder Response to Market Volatility. Washington, D.C.: Investment Company Institute; <http://www.ici.org/>

Khorana, Ajay, Henri Servaes and Peter Tufano, 2007. *Mutual Fund Fees Around the World*. Cambridge, Mass.: Harvard Business School Finance Working Paper No. 901023, July 23.

Malkiel, Burton G. et Aleksander Radisich, 2001. 'The Growth of Index Funds and the Pricing of Equity Securities'. *Journal of Portfolio Management* 27: 9-21.

Philips, Christopher B., 2011. *Pourquoi privilégier la gestion indicielle*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Philips, Christopher B. et Francis M. Kinniry Jr., 2009. *The Active-Passive Debate: Market Cyclicalilty and Leadership Volatility*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Ruzicka, Angelique, 2007. 'Retail Passive – Buying the Index'. *funds europe* 53 (May); http://www.funds-europe.com/index.php?option=com_content&task=view&id=8357&Itemid=228.

Sharpe, William F., 1991. 'The Arithmetic of Active Management'. *Financial Analysts Journal* 47 (1, Jan./Feb.): 7-9.

Waring, M. Barton et Laurence B. Siegel, 2005. 'Debunking Some Myths of Active Management'. *Journal of Investing* (Summer): 20-28.



Réservé exclusivement aux Investisseurs professionnels, selon la définition de la Directive MiF. En Suisse, réservé exclusivement aux Investisseurs institutionnels. Document non destiné à une diffusion publique.

CFA® est une marque déposée appartenant au CFA Institute.

Les fonds ou les titres mentionnés dans le présent document ne sont ni parrainés, ni avalisés, ni promus par MSCI, et MSCI n'a aucune obligation à l'égard de ces fonds ou titres. Le prospectus ou la *notice d'information* de ces fonds ou titres décrit en détail les liens restreints qui existent entre MSCI et The Vanguard Group et tout fonds lié.