

ETF : LES RISQUES CACHÉS DE LA GESTION INDICIELLE



ALAIN FREYMOND
Associé & CIO, BBGI Group

Elena Biednikova

La gestion passive est beaucoup plus active qu'elle n'y paraît. Initialement focalisés sur le marché actions américain, le développement des ETF indiciels/passifs s'est progressivement élargi et étendu à la plupart des classes, désormais complété par l'émergence d'ETF actifs. En bourse suisse (SIX Swiss Exchange), il y a aujourd'hui près de 1'200 ETF passifs et actifs cotés. Ils touchent désormais de nombreux secteurs et segments de marché en couvrant un spectre géographique de plus en plus important. L'univers des produits disponibles a ainsi progressé de manière exponentielle grâce à une communication efficace mettant en évidence une tarification

DÉVELOPPEMENT DES ETF INDICIELS : UNE RÉACTION AUX STRATÉGIES CONCENTRÉES ET AUX COÛTS DE GESTION

Le marché des ETF trouve son origine dans le développement de produits initialement créés aux États-Unis au début des années 1990 par quelques acteurs majeurs du secteur bancaire et financier tels que Standard & Poors, Barclays Global Investors, MSCI ou State Street Global Advisors pour répliquer les résultats d'indices boursiers. L'univers des produits disponibles a ainsi progressé de manière exponentielle grâce à une communication efficace mettant en évidence une tarification avantageuse destinée à permettre d'obtenir à moindre frais une diversification optimale, notamment pour des portefeuilles de taille réduite. Ces produits de gestion avant tout destinés au segment « retail » ont contribué à la démocratisation de la gestion de patrimoine privé en permettant à de nombreux investisseurs de composer eux-mêmes des portefeuilles mieux diversifiés que cela

n'était le cas auparavant. L'avènement des produits indiciels a également permis à un nombre croissant d'investisseurs de s'affranchir des conseils de professionnels grâce à l'émergence simultanée de plateformes de « trading » en ligne. L'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et de l'Internet (-83 % Nasdaq) qui a conduit au « bear market » global (-50 % S&P 500) de 2000-2002 n'est sans doute pas étranger dans le changement progressif de psychologie et de perception des investisseurs. La fin des années 90 était en effet tout à fait symptomatique d'un environnement boursier stimulé par les nouvelles opportunités d'investissement représentées par les sociétés technologiques et par une certaine euphorie qui favorisait la concentration des investissements en particulier dans quelques valeurs de ces secteurs. Rappelons qu'à cette époque, les valeurs technologiques avaient vu leurs capitalisations boursières et leurs valorisations atteindre des niveaux extrêmes au point de représenter près de 30 % de la capitalisation totale du S&P 500 (1999) avant de chuter à 14 % en 2002, pour un poids actuel proche de 25 %.

Les investisseurs échaudés par les pertes de valeur massives de portefeuilles non diversifiés et trop exposés aux valeurs technologiques en particulier, ont logiquement décidé de modifier leur processus de construction de portefeuille en cherchant à mieux diversifier leurs risques et à limiter leurs coûts grâce à des produits de gestion répliquant la performance d'indices spécifiques.

Ils ont progressivement diminué à la fois leurs investissements en titres directs et en fonds de placement gérés activement au profit de fonds de type indiciels globaux ou spécifiques, que ce soit au travers d'ETF

ou de fonds de placement répliquant des indices boursiers. Ce développement s'est aussi amplifié ensuite sous l'action des investisseurs institutionnels après la crise financière de 2008 et la baisse consécutive des performances et des rentabilités. La baisse des taux d'intérêt et les rendements parfois négatifs ont en effet exacerbé le besoin de contrôle des coûts et favorisé directement le recours aux ETF indiciels. La part de marché des produits ETF indiciels n'a ainsi cessé de croître.

LES ETF INDICIELS SEMBLANT MOINS CHERS MAIS ILS NE SONT PAS DÉNUÉS DE RISQUES

Le recours à des ETF indiciels pour la mise en œuvre d'une stratégie de placement peut effectivement s'avérer optimal du point de vue des coûts de gestion directs et c'est effectivement le premier argument évoqué pour séduire les investisseurs. Si ce facteur est en général favorable, le deuxième argument qui affirme que la gestion indicielle est moins risquée et plus performante mérite cependant quelques commentaires.

Il est en effet important de rappeler que la gestion passive au moyen d'ETF indiciels n'est en fait pas du tout dépourvue de risques, contrairement à ce qui est souvent suggéré par l'affirmation que les ETF indiciels performant mieux que les fonds actifs et assurent d'obtenir la performance des indices qu'ils tentent de répliquer.

Le risque de marché, ou risque lié à l'indice de référence concerné, est évidemment l'un des plus importants d'entre eux. Car lorsque l'on investit dans un ETF indiciel/passif, on investit évidemment avant tout dans un indice boursier, dont les caractéristiques de volatilité et de performance varient. Ces paramètres financiers et la composition de l'indice doivent donc être particulièrement bien compris et analysés pour appréhender correctement le risque de marché auquel s'expose l'investisseur. Nous reviendrons plus en détail sur cette problématique, mais elle est essentielle pour comprendre la véritable nature du risque accepté, qui sera bien différent de celui souvent évoqué par le concept de « tracking error », fréquemment utilisé par les promoteurs d'ETF indiciels pour démontrer que le risque relatif à l'indice de référence de leur produit est faible.

Les risques transactionnels et ceux liés à la liquidité sont parfois importants, notamment parce que la multiplication des produits spécialisés n'assure pas toujours la négociabilité espérée par les investisseurs. Ceux-ci considèrent parfois à tort que les ETF indiciels bénéficient d'une liquidité élevée qui n'est en fait souvent pas réelle. Il suffit pour s'en convaincre d'observer le volume historique moyen des transactions quotidiennes et la liquidité effective obtenue

au moment de la transaction, qui pose souvent problème si l'ETF indiciel concerné ne fait pas partie des produits les plus utilisés. Ainsi, au moment de la transaction, l'écart de prix entre l'offre et la demande qui devrait être faible peut s'élargir considérablement en fonction des conditions de marché et de la liquidité effective, augmentant de fait les coûts de mise en œuvre d'une stratégie à la grande surprise des investisseurs. A contrario des ETF cotés en bourse, les fonds indiciels sont traités sur leur VNI journalière en général et ne présentent pas cet inconvénient. Le risque de « tracking error » se combine parfois avec le risque de « méthodologie », car si l'objectif déclaré d'un ETF indiciel est de répliquer la performance de son indice de référence, il n'est fréquemment pas aisé d'obtenir un résultat satisfaisant. La méthodologie appliquée par les ETF indiciels pour atteindre cet objectif varie en effet entre les approches de réplification directe ou physique et les approches de réplification synthétique. Lorsque l'indice sous-jacent de l'ETF indiciel est complexe, une réplification synthétique est privilégiée, rendant plus aléatoire le processus de contrôle de performance relative. Le risque de composition de la stratégie n'est donc pas négligeable puisque des ETF indiciels supposés répliquer un indice

IL EST EN EFFET IMPORTANT DE RAPPELER QUE LA GESTION PASSIVE AU MOYEN D'ETF INDICIELS N'EST EN FAIT PAS DU TOUT DÉPOURVUE DE RISQUES

peuvent en fait suivre des méthodologies de construction de portefeuille différentes et détenir des expositions de marché assez variables pour des résultats au final divergents. Le risque de contrepartie est certainement l'un des plus opaques, car il dépend de la méthode de structuration de l'ETF et de ses caractéristiques juridiques spécifiques plus difficiles à appréhender pour l'investisseur, telles que le recours ou non au prêt sur titres ou à des « swaps » par exemple. Les risques fiscaux et le risque de liquidation doivent également être considérés, car de nombreux ETF sont régulièrement fusionnés ou liquidés en raison de l'absence de volume de transaction suffisant par exemple. Pour finir, un risque indirect des ETF indiciels rarement évoqué est le risque de « momentum » ou d'effet de mode. L'engouement des investisseurs pour un concept ou une idée d'investissement particulièrement séduisante à un moment donné peut renforcer à court terme la demande pour un ETF spécifique et diminuer la vigilance à l'égard des autres risques évoqués plus haut, conduisant ainsi à une sous-estimation du risque de marché par exemple.

LA GESTION PASSIVE EST PLUS ACTIVE QU'ELLE N'Y PARAÎT

Certains investisseurs se sont convaincus au cours des dernières années que la gestion passive au moyen d'ETF indiciels était moins risquée, car elle permettait une large diversification des risques entre classes d'actifs à un moindre coût. Ces derniers espéraient aussi de cette façon se rassurer sur la capacité d'atteindre le rendement espéré pour chaque classe d'actifs grâce au contrôle du « tracking error » des ETF indiciels. Attention toutefois à bien distinguer le rendement estimé futur du rendement historique obtenu par les indices de référence répliqués par ces ETF. En effet, nous verrons un peu plus loin que cette distinction est en fait fondamentale, mais aussi relativement complexe à appréhender en raison d'une hypothèse implicite, non formalisée et en fait non réalisée, de stabilité de la composition des indices de référence.

Si la promesse avouée de la gestion passive est de minimiser le « tracking error » d'une performance par rapport à un indice de référence, les attentes des investisseurs sont en fait souvent différentes et parfois moins réalistes.

Ceux-ci espèrent en effet indirectement qu'une gestion indicielle ou passive leur assure une performance future similaire à celle obtenue historiquement par les indices de références suivis.

Si les performances historiques sont en effet souvent considérées comme l'un des meilleurs guides pour estimer les résultats futurs, justifiant de ce fait leur attentes, on ne peut omettre de relever que les « disclaimers » des fonds de placement et des ETF indexés préviennent au contraire que les performances passées ne sont pas garanties des résultats futurs, mitigeant ainsi clairement à juste titre et sans réelle surprise les hypothèses fondamentales des investisseurs.

Si le recours à des ETF indiciels peut donc effectivement avoir ses avantages, il ne faut toutefois pas tomber dans le piège de considérer qu'il suffit de construire une stratégie de placement à long terme et de la mettre en œuvre de manière statique et passive au moyen d'ETF indiciels pour atteindre l'optimum du pilotage efficace des opportunités et des risques de la gestion d'actifs.

D'autant que les indices de référence censés représenter objectivement l'évolution de la valeur d'une classe d'actif par exemple ne sont pas exempts non plus de biais importants rarement évoqués et qui ont pourtant une influence fondamentale sur la volatilité et la performance des actifs qu'ils sont censés mesurer.

INSTABILITÉ FONDAMENTALE À LONG TERME DE LA COMPOSITION DES INDICES ET DE LEURS PERFORMANCES

Les indices de référence boursiers sont de plus en plus utilisés comme des proxy théoriques permettant de comparer les performances de portefeuilles réels. Ils jouissent de plus en plus d'une aura indiscutable auprès des investisseurs, qui ne perçoivent que très rarement leurs imperfections, leurs biais fondamentaux et les effets potentiellement très importants sur leurs caractéristiques de rentabilité et de volatilité liés à l'instabilité de leur composition dans le temps. Cette instabilité est pourtant tout à fait réelle et tangible, même si certains principes, comme la méthodologie de construction des indices fondée sur la capitalisation boursière des valeurs les composant, semblent au contraire en assurer la continuité, la pertinence et la représentativité. Il suffit pourtant pour se convaincre de la fluctuation des allocations à long terme des indices boursiers d'en analyser les compositions historiques pour déceler des disparités parfois très fortes modifiant très sensiblement leurs caractéristiques. Cette instabilité n'est pas un phénomène nouveau. Elle concerne par ailleurs toutes les classes d'actifs avec des effets plus ou moins importants dans le temps.

La méthodologie de construction des indices boursiers fondée sur les capitalisations boursières est de très loin la plus largement répandue à ce jour. Elle est la principale responsable de l'instabilité de la composition des indices de référence. Le principe par lequel cette méthode influence la composition des indices tient dans le fait que les valeurs les plus performantes de la cote voient leurs capitalisations boursières augmenter, ce qui accroît automatiquement leur pondération dans l'indice dont elles font partie. En d'autres termes, plus la capitalisation boursière d'une société progresse, plus le poids de cette valeur augmente dans l'indice et plus les flux de fonds en direction d'ETF indiciels seront dirigés vers celle-ci. C'est aussi vrai par exemple pour les ETF indiciels en obligations qui répliquent des indices obligataires et qui n'ont pas d'autre choix que de participer aux nouvelles émissions dont les rendements, les maturités et les volumes influencent très sensiblement la nature de leurs performances futures.

QUAND LA GESTION INDICIELLE OBLIGATAIRE POUSSE À LA PRISE DE RISQUE MAXIMALE

En Suisse par exemple, les indices obligataires diversifiés ont très fortement changé de nature au cours des dix dernières années. Les résultats historiques de la gestion obligataire indicielle ont été particulièrement soutenus par le cycle de taux bas ; et s'il est évident pour beaucoup d'investisseurs

que le prochain cycle de remontée des taux d'intérêt n'aura pas les mêmes effets sur les rendements, le risque de composition de l'indice n'est certainement pas encore apprécié à sa juste valeur. En effet, l'indice reflétant l'évolution des obligations en francs suisses « investment grade » a très longtemps bénéficié d'une « durée » relativement stable d'environ 5 ans, mais aujourd'hui, la maturité moyenne de l'indice est plus proche de 11 ans.

La gestion passive ou indiciaire du segment obligataire suisse a donc été plutôt active et totalement pro-cyclique puisqu'elle a en fait conduit à réinvestir régulièrement et systématiquement toujours plus dans des obligations dont la maturité augmentait avec la baisse concomitante des taux d'intérêt. Difficile de conclure que cette approche a été passive, puisque la « durée » et le risque de la politique suivie ont en fait été multipliés par deux en dix ans. Une approche obligataire passive ou indiciaire est ainsi deux fois plus risquée aujourd'hui qu'en 2007 en raison du doublement de la « durée », et ceci au moment même où le risque de marché est à son paroxysme.

Le choix de mettre en œuvre une politique de placement de type indiciaire aujourd'hui n'est donc pas du tout neutre du point de vue des risques et des opportunités de rendement.

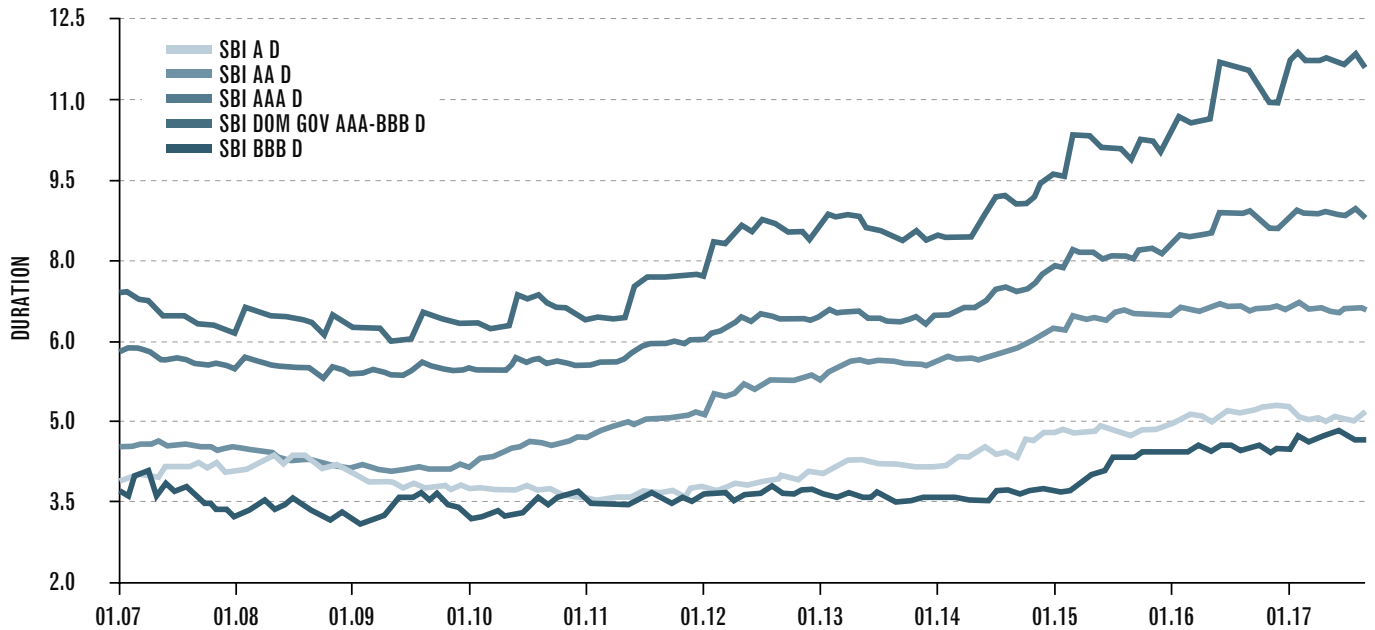
La composition des indices actions n'est pas plus stable et implique une prise de risque asymétrique totalement inattendue pour la gestion indiciaire

En ce qui concerne les marchés actions, il est aussi intéressant d'évoquer quelques grands changements dans la composition des indices boursiers, tant sur le plan régional que sectoriel, afin de mettre en évidence les fluctuations de la composition du risque indiciaire en actions. En 1988 par exemple, les conditions spécifiques du marché japonais avaient poussé le poids du Japon dans les indices MSCI Monde à des niveaux extrêmes, atteignant près de 45% de la capitalisation mondiale, alors qu'aujourd'hui, la pondération dédiée au marché japonais est à peine de 8%. Sur le plan sectoriel par exemple, les valeurs technologiques avaient vu leurs capitalisations boursières et leurs valorisations atteindre des niveaux extrêmes au point de représenter près de 30% de la capitalisation totale

van/ksen

brainstorming

DURATION DES INDICES OBLIGATAIRES SUISSES



du S&P 500 (1999) avant de chuter à 14 % en 2002, pour un poids actuel proche de 25%. Aujourd'hui, quelques valeurs de l'économie numérique et de la technologie ont à nouveau atteint des valorisations exceptionnelles et représentent un poids considérable dans l'indice, non sans rappeler ainsi la situation qui prévalait en 2000.

Dès lors, la gestion indicielle en actions apparaît aussi clairement beaucoup plus active que la théorie ne le laisse supposer puisque la composition de ces indices varie en fait très significativement dans le temps.

Ils suivent en ce sens une logique mathématique issue de la méthodologie de construction fondée sur les capitalisations boursières, qui conduit à toujours représenter plus fortement dans les indices, et dans les portefeuilles qui décident de s'y ancrer par le biais d'ETF indiciels par exemple, les valeurs ayant déjà bien performé à l'image de la croissance de leurs capitalisations boursières.

LE RÔLE DE LA GESTION INDICIELLE DANS LA FORMATION DE BULLES SPÉCULATIVES

En ce sens, la composition des indices qui tend à favoriser les valeurs ayant déjà surperformé et sous-représenter les autres s'apparente à un style de gestion réinvestissant toujours plus dans les valeurs gagnantes du passé.

Ceci implique que les pondérations fondées sur la capitalisation boursière sont les plus importantes à la fin du cycle de croissance des sociétés, faisant ainsi courir à l'investisseur en ETF indiciel un risque de perte de valeur asymétrique. Ce fut en particulier le cas en 2000 lorsque le cycle de hausse des valeurs de croissance avait poussé la pondération des valeurs TMT à leur maximum juste avant le début de la correction du Nasdaq de -83%. L'évolution et les pondérations des titres GAFA dans les indices révèlent aujourd'hui des similitudes frappantes avec cette période.

Cette constatation tranche avec la perception que la gestion passive au moyen d'ETF indiciels apporte une meilleure diversification et une stabilité du processus de construction de portefeuille. En définitive, la nécessité de devoir investir et répliquer les indices de référence implique des décisions d'allocation actives non souhaitées et pourtant bien plus significatives qu'il n'y paraît.

La gestion passive ou indicielle comporte en fait un biais actif trop souvent insoupçonné et malheureusement totalement pro-cyclique contraire à l'adage bien connu qui suggère de « vendre haut et d'acheter bas ». La gestion indicielle achète toujours plus l'actif cher à mesure que celui-ci voit son poids progresser dans les indices boursiers. De quoi remettre en question la rationalité de l'approche et questionner son rôle dans la formation de bulles spéculatives. ■