

ETPS: DES *loups* DÉGUISÉS EN AGNEAUX



Un pionnier des ETPs et un avant-gardiste de la gestion passive dévoilent les principaux pièges des instruments de suivi des indices.

La multiplication des ETPs et l'imagination sans borne de leurs promoteurs exigent une certaine circonspection. Amadeo Serra, fondateur de la société genevoise Addvition et un des premiers gérants de la place à investir essentiellement au travers d'ETPs, ainsi que Trevor Pravitt et Alexandre Arnäck, des avant-gardistes

de la gestion passive en Europe, proposent quelques jalons pour éviter de se perdre dans la jungle des ETPs.

La meilleure manière de gagner de l'argent, c'est de ne pas en dépenser! En termes de gestion de portefeuilles, cela signifie optimiser les coûts. Selon Alexandre Arnäck de Passive Management, 3% de frais sur 20 ans équivalent à plus de 60% du montant initial investi! Economiser de 1 à 1,5% de frais par an, comme le propose la gestion passive, n'est donc pas dénué d'intérêt.

Savoir lire les coûts

Sur le front des ETFs, la guerre des prix s'intensifie. Vanguard, un pionnier du secteur, vient d'annoncer une baisse de ses frais de gestion aux Etats-Unis, et Amundi, très actif sur le marché suisse, se targue volontiers de sa compétitivité en matière de coûts.

Pour Amadeo Serra, c'est tout bénéfique pour l'investisseur, pour autant qu'il sache « lire » les coûts réels imputés à son ETF. Car, au-delà de la commission de gestion, il y a le « spread » (écart entre prix d'achat et prix de vente de l'ETF, déterminé par le teneur de marché) qui varie en fonction de plusieurs critères:

- La liquidité du marché sous-jacent: plus ce marché sera liquide, moins l'écart sera important.
- La structure de l'ETF et la politique commerciale du promoteur: théoriquement, l'ETF synthétique pourrait être moins onéreux. En pratique, il peut receler des coûts cachés.
- Le nombre de teneurs de marché pour un même ETF: plus ils seront nombreux, plus les écarts seront resserrés.
- Le moment de l'achat ou de la vente: en période de crise aiguë, les écarts peu-

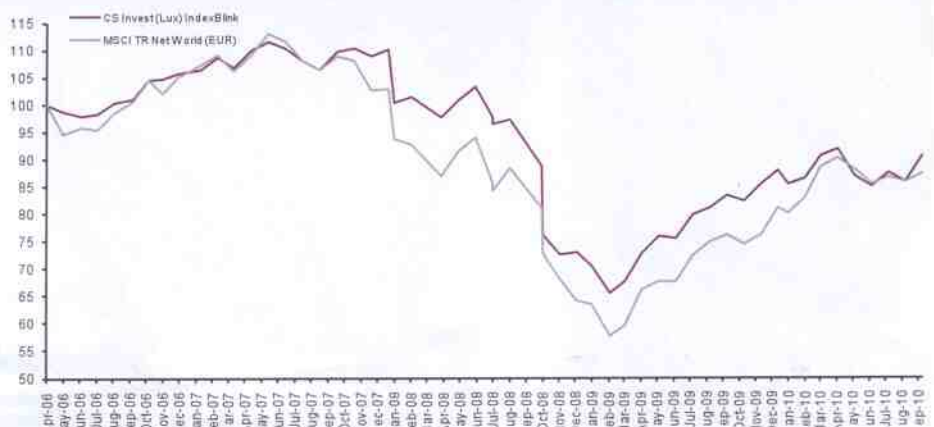
Le pionnier

Pour Addvition Wealth Management SA, un credo: il est inutile de spéculer pour espérer battre le marché car ses mouvements sont erratiques et par conséquent imprévisibles. L'allocation des actifs est de loin le facteur le plus déterminant de la performance finale d'un portefeuille. Par conséquent, la gestion est faite au travers d'une approche purement « top-down »: la sélection des différents actifs dépend de leurs rapports rendements/risques respectifs.

Performance depuis le lancement

Source: Addvition Wealth Management SA

INDEXBLINK vs MSCI TR NET WORLD (in EUR) - Cumulative Return - since inception 23.05.2006



vent devenir très importants. La structure de l'ETF, à savoir la manière dont il est construit, est essentielle. Les professionnels interrogés préfèrent toujours la réplique pure aux swaps. «Quoique la tendance soit à multiplier les contreparties financières aux swaps, cela n'exclut pas la possibilité qu'en cas de problème systémique de tout le secteur financier, il devienne difficile de trouver une contrepartie», explique Trevor Pravitt, qui poursuit: «Si j'ai le choix (entre une réplique pure et un swap), pourquoi prendre un risque supplémentaire qui n'est pas rémunéré?»

Du danger de l'illiquidité

Cette réflexion est particulièrement vraie dans le domaine des matières premières, où les ETPs adossés à du physique, l'or en barre par exemple, sont privilégiés par rapport à ceux utilisant des contrats à terme ou des dérivés. Par exemple, fin 2008, Amedeo Serra détenait un ETC sur les matières premières agricoles, garanti par une seule contrepartie, AIG, alors la plus grande société d'assurance notée AAA. A l'annonce des difficultés de cette dernière, suite à la faillite de Lehman, les teneurs de marché de cet ETC ont bloqué des échanges pendant plusieurs semaines. Et, souligne Amedeo Serra, «en cas de faillite d'AIG, nous aurions pu tout perdre. La société ayant été sauvée, grâce à l'inter-

vention de l'Etat, les échanges ont finalement repris, mais il a fallu attendre encore une dizaine de jours pour que la liquidité revienne à un niveau normal». A la suite de cette expérience, Addvition s'abstient totalement d'aller sur les ETCs à moins qu'ils n'offrent trois ou quatre contreparties et que l'une d'elles ne s'engage à reprendre immédiatement les engagements de celle qui tomberait en faillite. Malheureusement, pour les matières premières agricoles, pas plus que sur le pétrole ou le gaz, il n'existe aucun ETC offrant ce type de garantie!

L'indice est-il réaliste?

Mais avant de choisir un indice puis un instrument de placement qui le reproduise, l'investisseur devra revenir à quelques réflexions de base, estiment les dirigeants de Passive Management. En effet, l'indice n'est pas le marché. Par exemple, l'indice des actions mondiales, le MSCI World compte quelque 1'700 titres: or, ceci ne représente que 2% des 75'000 titres cotés sur l'ensemble des bourses mondiales. Cet indice est donc loin de refléter la réalité économique de toutes les entreprises; il traduit essentiellement celle des grandes capitalisations des pays développés. Plus près de chez nous, le SMI (Swiss Market Index) réduit l'économie suisse à 20 titres alors qu'il existe plus de 200 sociétés cotées. Peut-t-on encore

parler d'une véritable diversification? Sur un plan plus technique, la majeure partie des indices étant pondérée en fonction des capitalisations des entreprises qui les constituent, ils sont périodiquement révisés. Ceci implique que tous les portefeuilles liés à un indice sont également réajustés pour refléter sa nouvelle composition. Au moment de la révision, le titre entrant est donc acheté et le titre sortant vendu, indépendamment de la qualité purement économique de la société, mais avec le risque pour l'investisseur d'acheter cher (puisque tout le monde achète en même temps) et de vendre bas, pour la même raison. Par exemple, en 2010, Swiss life est sortie du SMI alors que Transocean y est entrée, forçant tous les gérants basés sur cet indice à procéder, tous au même moment, au même achat et à la même vente.

Les instruments passifs, à la différence des véhicules indiciaires, peuvent limiter cet effet. Bien qu'ils visent également à dégager la performance du marché, ils ne sont pas tenus de suivre l'indice en minimisant l'erreur de suivi. Ils ont donc la possibilité d'acheter ou vendre les titres avant ou après qu'ils soient inclus ou sortis de l'indice. Visant à minimiser les rotations de portefeuille et les coûts de transaction, ce sont, selon Passive Management, des instruments à privilégier, d'autant plus qu'ils pourront représenter une meilleure diversification.

Les coûts de gestion sont certains, alors que la performance ne l'est pas. Il est donc essentiel d'optimiser les coûts, en limitant la rotation des portefeuilles et en utilisant essentiellement des instruments de placement peu onéreux tels que les ETPs. Résultat: des coûts de gestion annuels inférieurs de 1% à la moyenne du marché.

Comme le montre la performance de Index Blink, fonds actions d'Addvition géré uniquement au moyen d'ETFs pour sa partie centrale, la gestion indiciaire active n'a pas à rougir de ses résultats. Depuis avril 2006 et jusqu'à fin septembre 2010, elle devance son indice: mission accomplie!

Les avant-gardistes

Pour la gestion de Passive Management SA, un mot d'ordre: remplacer l'incertitude de chaque prévision par des faits avérés! Après cinq ans, 2% seulement des gérants actifs font mieux que leur indice, la gestion passive s'impose. Par conviction éthique et parce qu'il est impossible de connaître le futur, le gérant se refuse à «spéculer». Chaque portefeuille actions visera donc à refléter au mieux toute l'économie et sera diversifié sur quelque 14'000 titres.

Les risques sont répartis entre les deux grandes classes d'actifs que sont les actions et les obligations. Pour investir, seront sélectionnés les outils les plus efficaces, à savoir en priorité les instruments passifs, suivis des fonds indiciaires.

Chaque client possède plusieurs profils de risque qui répondent d'abord à ses besoins immédiats puis à ses besoins à moyen et à long terme. Chacun de ces profils correspond à une allocation actions/obligations différente, rééquilibrée systématiquement en fonction de l'évolution des marchés. *In fine*, ce n'est pas l'évolution des marchés qui influence la structure du portefeuille, ce sont les besoins de son détenteur.