

Inefficaces, opaques et parfois chers, les ETF ont leur face cachée

Produits Les fonds indiciels cotés connaissent un vif succès, même s'ils n'ont pas que des qualités

Le concept d'ETF fonctionne le mieux pour les grands indices, comme le SMI ou le S & P 500. gland, 12 août 2009

Daniel Winteregg

Jean-Pascal Baechler

Le besoin de transparence chez les investisseurs privés et institutionnels a donné des ailes aux fonds indiciels cotés (ETF). Leur fortune a atteint en juillet un nouveau sommet historique, à 862 milliards de dollars. Cette popularité a provoqué un raz de marée de lancements de nouveaux produits, 240 dans le monde sur les sept premiers mois de l'année. Les professionnels de l'investissement encouragent alors les investisseurs à être vigilants.

«On a vu les premières dérives et les premières déconvenues avec des produits inverses et à levier, qui n'ont souvent pas donné les résultats escomptés», relève Christophe Aletti, responsable des produits structurés chez UBP à Genève. Dans la même ville, chez HSBC Private Bank, le responsable de l'exécution du trading actions Jean-Frédéric Nussbaumer, recommande d'en rester aux produits simples et compréhensibles.

L'avantage de la souplesse

Non que ces spécialistes n'aient pas les ETF, au contraire. Ces produits sont de plus en plus utilisés au sein de leurs maisons, dans les portefeuilles ou à la demande des clients. «Ils permettent de constituer une position sur un indice de manière rapide et efficace», relève Christophe Aletti. Et comme les gérants actifs qui battent les indices sont rares, le choix d'un ETF évite de risquer de décevoir le client avec des sous-performances par rapport à ces derniers.

En outre, grâce à ces instruments, l'investisseur peut facilement allouer de manière exacte une portion de son portefeuille à une région, un pays ou un secteur. «L'offre est pléthorique», ajoute Jean-Frédéric Nussbaumer, qui cite comme autres avantages la liquidité, ainsi que des frais de gestion et de transaction qui sont bas, en général.

Mais voilà, le concept de l'ETF, qui fonctionne bien sur les grands indices, comme le Nasdaq ou le S & P 500 aux Etats-Unis ou le SMI en Suisse, n'est pas aussi performant sur des indices plus exotiques. Les frais peuvent varier du simple au quadruple selon les catégories. Christophe Aletti cite l'exemple de l'énergie: en raison du coût du roulement des positions de contrats à terme, les ETF classiques sur gaz ou pétrole ne donnent pas la performance du prix au comptant.

En outre, même si le principe de la gestion indicielle semble basique, un ETF est tout sauf simple. Il en existe trois grandes classes, chacune ayant ses avantages et ses inconvénients.

La première, l'ETF «cash» investit directement dans les titres de son indice de référence, dans la même proportion que ce dernier. Mais, ces fonds se livrent au prêt de titres, souvent pour engranger des commissions permettant de réduire les frais. «En cas de faillite de l'emprunteur, les titres peuvent rester bloqués le temps de la liquidation», avertit Christophe Aletti.

A base de produits dérivés

Dans la deuxième formule, l'ETF «swap», l'exposition à l'indice sous-jacent est réalisée avec un produit dérivé. L'émetteur de ce dernier peut faire faillite, et il y a un risque de contrepartie. Mais cette structure permet aussi une meilleure liquidité.

Et comme la part de la fortune allouée au dérivé n'est que de quelques pour-cent – le reste est investi dans des titres choisis pour rendre la structure fiscalement attrayante – et que les compteurs sont remis à zéro tous les jours, le risque est limité. Mais il existe. Et HSBC Private Bank ne recommande pas ces produits.

Enfin, il existe une variation de l'ETF «cash», investie dans un échantillon («sample») de composants d'un indice plutôt que dans la collection complète. Cette méthode est utilisée avec des indices très larges, pour lesquels la détention de l'ensemble des titres serait problématique. Le risque est celui d'un écart de performance.

A cela s'ajoutent encore des produits exotiques, qui permettent d'investir avec levier ou à découvert dans un indice. Là, de par la construction complexe de ces instruments, la performance peut diverger fortement de celle qu'attend l'investisseur, voire être négative alors qu'elle aurait dû être positive. Ainsi, du 1er décembre 2008 au 30 avril 2009, un ETF promettant deux fois la performance journalière

du Dow Jones, U.S. Oil & Gas a chuté de 6%, tandis que l'indice progressait de 2%...

Mauvaise utilisation

Christophe Aletti pense que de nombreux utilisateurs ne sont pas conscients de la complexité de la structure derrière certains produits. «L'information n'est pas aussi claire et transparente que ce qu'elle devrait être», estime-t-il. Les fournisseurs d'ETF «cash» soulignent les défauts des produits «swap». Et inversement.

Les ETF doivent une part de leur popularité à la faillite de Lehman Brothers, rappelle Jean-Frédéric Nussbaumer, et aux pertes sur des produits financiers émis par la banque d'affaires américaine. Contrairement à un structuré, qui est un contrat et qui expose au risque de faillite de son émetteur, un ETF est un fonds de placement. Sa fortune est séparée de sa société de gestion, et donc protégée en cas de faillite de cette dernière.

«Mais le choix d'un ETF peut être motivé par de mauvaises raisons, à savoir éviter complètement le risque de contrepartie, ajoute Christophe Aletti. Or, il y a d'autres risques. Si les investisseurs sont devenus très craintifs vis-à-vis des certificats et des produits structurés, ils ont baissé la garde avec les ETF. «Il leur a suffi de constater que le principe est valide avec les grands indices pour penser qu'il fonctionne toujours.»

Or un certificat offre un paiement défini par une formule mathématique, évite les imprécisions de certains ETF et peut être moins cher. Si la banque émettrice est solide, le risque est limité.