



Prof. Francesco Franzoni

Francesco Franzoni est professeur de finance au Swiss Finance Institute à l'Università della Svizzera italiana (USI). Il est titulaire d'un doctorat en économie du MIT et dirige l'institut de finance à l'USI. Sa recherche se concentre sur les investisseurs institutionnels tels que les hedge funds et les ETF, ainsi que leurs effets sur les prix des actions.

Les fonds négociés en bourse augmentent-ils la volatilité des actions?

Les "exchange-traded funds" (ETF) ont grandement gagné en popularité au cours des vingt dernières années. La part de la capitalisation boursière des ETF dans le S&P 500 est passée de 0,1% en 2000 à 7,1% en 2015. Par ailleurs, le volume d'actifs sous gestion par des ETF est actuellement deux fois supérieur à celui des fonds de placement indiciels. La popularité accrue des ETF, par rapport aux fonds indiciels traditionnels, s'explique par la liquidité et la diversification élevées auxquelles les ETF donnent accès. On peut toutefois se demander si le succès des ETF ne s'accompagne pas de conséquences involues pour les actions qui composent des ETF.

Le SFI professeur Francesco Franzoni, Itzhak Ben-David (Ohio State University) et Rabih Moussawi (Villanova University) contribuent à améliorer nos connaissances sur les ETF avec leur article qui paraîtra prochainement dans *The Journal of Finance*. Ils arrivent à la conclusion que la hausse des investissements dans les ETF augmente la volatilité en créant des chocs de liquidité.

Que sont les ETF?

Les ETF sont des sociétés d'investissement dont l'objectif consiste à répliquer la performance d'un indice, à l'instar des fonds de placement indiciels. Mais contrairement à ces derniers, les ETF sont cotés en bourse et négociés tout au long de la journée. Les ETF sont comparables à des contrats futurs dans le sens où ils suivent un indice, mais contrairement aux contrats futurs ils n'impliquent pas de renouvellement lors de l'expiration du contrat. Dans l'ensemble, les ETF représentent une solution économique et liquide afin de répliquer un indice pour les investisseurs dont les horizons de placements sont inconnus.

Comment les ETF sont-ils créés?

Les ETF sont négociés sur le marché secondaire par des investisseurs particuliers et institutionnels. Cependant, contrairement aux fonds fermés, de nouvelles parts d'ETF peuvent être créées et rachetées par certains investisseurs institutionnels, ce qui constitue le marché primaire des ETF. Des opportunités d'arbitrage peuvent ensuite survenir lorsque le cours des ETF sur le marché secondaire est différent de la valeur des titres sous-jacents.

Comment les ETF affectent-ils le marché?

Les données sur les ETF cotés sur les bourses américaines entre 2000 et 2015 montrent que lorsque que les investisseurs, en quête d'arbitrage, achètent et vendent des ETF, et vendent et achètent simultanément les actions sous-jacentes, des chocs de volatilité sont transférés depuis les ETF vers les actions. Selon certains acteurs financiers, 50% du volume des ETF sur le S&P 500 est lié à des opérations d'arbitrage. En termes quantitatifs, une hausse d'un écart-type des investissements en ETF entraîne une augmentation de la volatilité des actions du S&P 500 allant jusqu'à 16%.

Quelles sont les implications des hausses de la volatilité des actions dues aux ETF?

La hausse de la volatilité des actions due aux ETF est partiellement non diversifiable et représente donc un risque systémique. Les données montrent que les investissements dans des ETF obtiennent une prime de risque: les portefeuilles d'actions fortement détenus par des ETF affichent des alphas d'environ 50 bps.

De quoi les investisseurs doivent-ils avoir conscience?

Des événements récents ont montré que le comportement des produits négociés en bourse, dont les ETF font partie, ne répondent pas toujours aux attentes des investisseurs. Par exemple, l'effondrement en bourse du "XIV", qui fournissait l'inverse de la performance du VIX, a révélé que certains instruments financiers étaient exposés à des risques élevés et pouvaient entraîner des pertes extrêmes.

Pour conclure, les ETF sont une source de diversification appréciable pour les investisseurs et constituent, dans l'ensemble, une innovation bénéfique pour les marchés financiers. Mais comme toute innovation, elle peut également avoir des conséquences indésirables. Il est recommandé aux investisseurs, ainsi qu'aux autorités de réglementation, de faire particulièrement attention aux risques liés à de tels instruments financiers afin d'éviter qu'ils ne deviennent toxiques.





Giordano Lombardo

Giordano Lombardo est le président de Rationis Srl. Précédemment, il était CEO et CIO chez Pioneer Investments, directeur de la gestion d'actifs chez Unicredit, et ancien président d'Assogestioni, l'association professionnelle de gestion d'actifs en Italie. Il est économiste de formation et a 30 ans d'expérience dans le secteur de la gestion d'actifs, où il a débuté sa carrière en tant qu'analyste et gérant de portefeuille.

ETF: l'importance de la formation des investisseurs

Les "Exchange-traded funds" (ETF) sont sans doute la plus belle histoire de la gestion d'investissements de ces 25 dernières années. Avec plus d'USD 3'000 milliards d'actifs sous gestion, ils représentent l'un des segments les plus dynamiques du secteur et leurs perspectives de croissance sont solides. Leur principal attrait réside dans leur possibilité d'accéder au marché à moindre coût. Les ETF permettent d'investir dans une vaste gamme d'actifs, tels que les actions, les obligations, les métaux précieux, les marchés émergents, la volatilité ou les actifs alternatifs. Mais comme toutes les belles histoires, les ETF s'attirent également des critiques.

Critiques d'hier et d'aujourd'hui

Les critiques ciblent l'adéquation des ETF pour les investisseurs particuliers, leur complexité et leurs coûts de négociation. Les ETF couvrent en effet parfois des actifs ésothériques. Certains ETF offrent aussi une exposition à des swaps ou des billets à ordre ce qui implique des structures de portefeuille et des risques de contrepartie. Les ETF qui offrent une exposition à des rendements par effet de levier et à des rendements inverses ou à la volatilité sont, de plus, hautement complexes. L'investissement dans des ETF suppose par ailleurs des commissions de négociations, des écarts entre les prix acheteurs et vendeurs, ainsi que parfois des problèmes de liquidité. L'étude du SFI Prof. Franzoni et al. met en avant un autre problème, à savoir que les ETF augmentent la volatilité des titres sous-jacents par le biais d'opérations d'arbitrage. Cet effet peu connu, même des investisseurs professionnels, soulève des questions quant à la bonne utilisation des ETF.

Utilisation stratégique et tactique des ETF

Les investisseurs professionnels peuvent utiliser les ETF de façon tactique ou stratégique. Des exemples d'utilisations tactiques incluent l'investissement de liquidités excédentaires pour rester exposé au marché ou leur utilisation pour répondre à des conditions de marché à court terme. Dans ces scénarios d'investissement, l'augmentation de la volatilité engendrée par les ETF est pertinente, car l'horizon d'investissement est court. Il est possible que pendant des courtes périodes le regain de volatilité induit par des ETF influence le résultat de la stratégie envisagée.

En théorie, cet effet devrait avoir moins d'effet pour les utilisateurs d'ETF stratégiques à long terme, car ceux-ci devraient avoir plus de temps pour découvrir le cours fondamental des titres sous-jacents. En réalité, même une utilisation stratégique des ETF présente des défis et des opportunités.

Prenons le cas d'une utilisation stratégique, tel qu'un investissement dans un produit à beta intelligent afin de remplacer un fonds géré activement et par ailleurs s'exposer à une prime de risque factoriel spécifique. Le défi dans cet investissement réside dans la prolifération des stratégies indicelles et à beta intelligent pourrait générer des effets d'"engorgement" sur des titres individuels, car la plupart des produits tendent à suivre les mêmes règles pour obtenir des expositions factorielles. Ces engorgements, à leur tour, amplifient les effets de volatilité découverts par SFI Prof. Franzoni et al., entraînant une mise en œuvre moins efficace de la stratégie factorielle elle-même. A l'examen de ces opportunités, l'effet d'inclusion d'ETF génère une "prime de risque ETF" associé à un alpha spécifique. Ceci permet aux investisseurs de saisir des sources supplémentaires d'alpha, soit en investissant dans les titres les plus affectés par l'effet d'inclusion, soit, au contraire, en investissant dans les titres exclus des transactions encombrées sur ETF, et qui offrent donc un profil de rendement plus stable dans le temps.

En résumé, l'étude de SFI Prof. Franzoni et al. contribue au débat de savoir si la prolifération des instruments (presque) passifs produit pas des inefficiences de marché. L'étude met également l'accent sur l'importance de la formation des investisseurs sur les ETF étant donné leurs complexités spécifiques. Ce point ne concerne pas uniquement les investisseurs particuliers. En effet, alors que d'importantes ressources sont dédiées à l'analyse et à la recherche dans la gestion active, peu de ressources sont allouées aux instruments passifs comme les ETF. Le vieil adage, *caveat emptor*, reste d'actualité pour tous.

