

Lundi Finance

SPÉCIAL ETF

250 milliards

UN TRIBUNAL RUSSE A CONDAMNÉ VENDREDI EUROCLEAR, établissement financier basé à Bruxelles, à verser quelque 250 milliards de dollars de dommages et intérêts pour le gel de milliards de dollars d'avoirs de la Banque centrale de Russie dans l'Union européenne depuis la guerre en Ukraine.

OLA KÄLLENIUS

Président du directoire de Mercedes-Benz

«L'Europe doit renforcer son profil en matière de défense», a-t-il indiqué au «Wall Street Journal». Il a précisé que son groupe n'excluait pas de se lancer dans le secteur de l'armement.



240 000 barils

LA COMPAGNIE PÉTROLIÈRE PUBLIQUE ARGENTINE YPF veut investir 25 milliards de dollars sur quinze ans pour creuser 1152 puits de pétrole, le plus grand projet de ce genre dans l'histoire du pays. La production devrait atteindre 240 000 barils de brut par jour destinés à l'exportation à partir de 2032.

SMI
13 220,17
+0,05%



Dollar/franc 0,7869



Euro Stoxx 50
5827,76
-1,81%



Euro/franc 0,9147



FTSE 100
10 195,37
-1,71%



Euro/dollar 1,1625



Livre st./franc 1,0485



Baril Brent/dollar 109,26



Once d'or/dollar 4540



Risque d'autogoal avec les ETF à «autocall»

PLACEMENTS Ce produit permet au grand public d'accéder à des stratégies auparavant réservées aux professionnels. Il verse un coupon d'environ 14% en dollar tant que les marchés sont stables. Mais en cas de panique, la protection théoriquement offerte peut s'avérer illusoire

SÉBASTIEN RUCHE

L'Europe a vu débarquer fin avril le premier ETF «autocalable». Le grand public peut donc recevoir un coupon élevé en dollar, de l'ordre de 14% actuellement, tant que les marchés ne passent pas sous un certain seuil. Ce produit financier est également conçu pour offrir un certain niveau de protection. Qu'est-ce qui se dissimule derrière cette magie? Des experts mettent en garde contre les périls cachés de ce type de stratégie.

Cet ETF lancé par les Américains de Calamos donne accès à une stratégie d'investissement complexe habituellement offerte sous forme de produit structuré à des investisseurs sophistiqués ou professionnels. En termes simples, la performance de ce produit financier complexe dépend de celle d'un actif auquel il est lié (qu'on appelle le sous-jacent), dans ce cas une version modifiée du S&P 500, l'indice des grandes capitalisations américaines.

Dans les grandes lignes, cet ETF, repéré notamment par le *Financial Times*, détient 52 tranches d'un panier d'actions du S & P 500 qui vise une volatilité de 35%, deux fois plus élevée que l'indice lui-même, au moyen d'un ajustement dynamique de l'exposition aux futures S&P 500, avec un levier pouvant atteindre 500%.

Une tranche est émise chaque semaine. Ces tranches, d'une durée de vie comprise entre un et cinq ans, sont dites «autocalable» en jargon financier, ce qui signifie qu'elles disposent d'un mécanisme de rappel anticipé lorsque la bourse progresse et d'une protection limitée à la baisse.

Succès sous forme de produit structuré

Sur le principe, on se trouve face à un instrument de dette qui offre un coupon élevé tant que son sous-jacent reste au-dessus d'un niveau représentant 60% de son niveau d'origine. Si le sous-jacent figure au-dessus de son niveau d'origine, chaque tranche est «rappelée», c'est-à-dire annulée après un an. Les investisseurs reçoivent alors un dernier coupon et leur capital de départ est automatiquement réinvesti dans une nouvelle tranche, aux nouvelles conditions de marché.

Si le sous-jacent se retrouve en dessous de son niveau d'origine, la tranche reste active jusqu'à ce que ce niveau soit retrouvé (et le produit financier est alors arrêté), ou jusqu'à la maturité de la tranche, c'est-à-dire cinq ans au maximum.

A la fin de la vie de la tranche, si elle a perdu moins de 40%, l'ETF récupère sa mise de départ. Si le produit perd davantage, le capital de départ sera amputé d'autant (-50% si le sous-jacent a baissé de moitié par exemple).



(MIKKELWILLIAM/E+/GETTY IMAGES)

Selon Calamos, moins de 3% des tranches de ce produit auraient infligé des pertes en capital depuis le lancement du sous-indice utilisé. Ces cas se seraient toujours présentés durant la crise financière de 2008. Les frais de cet ETF sont de 0,74%.

Ce type de stratégie est en vogue sur le marché des produits structurés, rappelle encore le FT. Les instruments de dettes avec mécanisme de rappel automatisé ou pas ont représenté 55% des ventes de produits structurés en Europe l'an dernier, soit l'équivalent d'environ 200 milliards de francs, selon des données de SP Intelligence.

Comme sur des montagnes russes, tant que les wagonnets sont en phase de montée, ils avancent lentement et progressivement, mais une phase de descente peut les ramener tout en bas

Sollicités par *Le Temps*, des spécialistes ont analysé le fonctionnement de cet ETF, y compris ce qui est rédigé en petits caractères dans le prospectus. Alors, permet-il vraiment d'empocher un revenu régulier important (14% actuellement) tout en offrant une vraie protection lorsque les marchés chutent?

Ultra-complexe

Déjà, il s'agit d'«un des produits les plus complexes du marché, et il ne faut pas oublier qu'une perspective de gain élevé s'accompagne toujours d'un niveau de risque tout aussi élevé», avancent Lital Puller et Bruno Gillet de CAPAnalysis, une société genevoise spécialisée dans l'analyse des portefeuilles des investisseurs fortunés.

Concrètement, «si un client investit par exemple 100 000 francs dans cet ETF, la majorité de cette somme est placée dans un autre produit maison de Calamos, avec l'objectif de répliquer une obligation d'Etat grâce à des options et dans des bons du Trésor américain, dont les intérêts reviennent à la société qui structure le produit, Calamos, pas au client final», pointent les deux spécialistes.

Le reste de l'investissement est engagé dans un contrat de swap conclu avec une institution financière américaine (JPMorgan) qui se charge de générer le rendement attendu grâce à un système de trading à haute fréquence, tout

plus tôt se termine (elle «s'autocalle»). Une nouvelle tranche se crée, avec une durée de cinq ans autocallable après cinquante-deux semaines et un nouveau prix d'exercice basé sur le cours du panier d'actions de ce jour.

Tant que la valeur de l'ETF est inférieure à ce prix d'exercice (également appelé «strike») mais supérieure à la barrière de protection prédéfinie (de -30%, -40%, - 50% selon les trois produits différents de Calamos aux Etats-Unis), un coupon est payé. Le montant de ce coupon évolue selon le prix des tranches précédentes du mois en cours et de la volatilité.

Un scénario catastrophe serait qu'avec une barrière de protection fixée à -30%, la valeur de l'ETF baisse de 31% (ou plus) la quatrième semaine d'un mois. Dans ce cas, 30% du capital investi dans la tranche de cette quatrième semaine est perdu.

En théorie, cette perte est limitée, car elle ne concerne que le montant investi sur les quatre semaines du mois en question, sur les cinquante-deux semaines de l'année. Donc la perte atteindrait 30% des quelque 8% du capital investi en mai. «Mais en réalité, lorsque les marchés baissent fortement, ils peuvent prendre des années à remonter. Tant que tout va bien, la valeur du prix d'exercice augmente, mais en cas de chute, les barrières de protection peuvent être déclenchées sur les 52 prix d'exercice des 52 tranches d'une année. La baisse du marché, dans un tel cas, se répercute sur l'ensemble des composants de cet ETF, comme s'il n'existait pas de barrière de protection», résument Lital Puller et Bruno Gillet.

Ces habitués des produits financiers complexes comparent la situation à des montagnes russes: tant que les wagonnets sont en phase de montée, ils avancent len-

tement et progressivement, puis une phase de descente les ramène tout en bas.

L'ETF Calamos affichait une performance au 31 mars de -3,69%, contre -3,29% pour son indice sous-jacent et -3,40% pour le fonds autocallable, à cause des frais et de la prime de risque que les acheteurs de l'ETF «exigent» lorsque les marchés présentent des signes de faiblesse.

On se trouve donc dans une situation où tout va relativement bien: les marchés sont relativement stables et ne connaissent pas de longs mouvements de panique. Même si le produit affiche une baisse d'environ 3% en trois mois, aucune barrière de protection n'est déclenchée et les investisseurs reçoivent leur coupon de 14% annualisé. Bien supérieur à la performance du marché donc.

Potentiel de gain limité

«Le drame de ces produits est que tant que tout se passe bien, les gains s'accumulent pendant des années, mais quand les choses tournent mal, ces gains sont perdus, les coupons reçus au fil du temps ne compensent pas la perte en capital et le fonds ETF est liquidé», poursuivent les deux experts genevois.

La perte en capital est potentiellement illimitée, comme avec une exposition directe à des actions par exemple, selon nos interlocuteurs, qui n'ont pas rencontré de cas de pertes avec des ETF comme celui de Calamos à ce stade.

Autre critique: le potentiel de gain est limité. Si l'indice sous-jacent bondit de 50%, le détenteur de l'ETF recevra toujours son coupon de 14%. Par ailleurs, si le prix du sous-jacent dépasse une borne supérieure prédéterminée, le produit financier s'arrête (c'est l'«autocall»). L'ETF reçoit son capital de départ et les coupons relatifs à

cette tranche sont remplacés par ceux de la nouvelle tranche émise, mais les paiements prévus du coupon sont arrêtés.

Les coûts d'une telle structure, selon les calculs de CAPAnalysis, atteignent en réalité de 6 à 8%, dont 6% reviennent à l'institut financier (JPMorgan) chargé de générer le rendement attendu. Il s'agit de frais invisibles qui sont prélevés sur le rendement réel de la stratégie de trading à haute fréquence.

Comment en sortir?

Reste la possibilité de sortir d'un produit de ce genre, qui est théoriquement garantie car un ETF est coté en bourse, donc extrêmement liquide. «A condition de trouver un acheteur, concluent Lital Puller et Bruno Gillet. Or dans les moments de panique, c'est-à-dire quand les détenteurs voudront sortir, personne ne voudra acheter car il est impossible de savoir ce que vaut vraiment ce type d'instrument dans les phases de panique des marchés. Cela revient à vouloir vendre une maison en pleine crise immobilière. Si le marché immobilier a déjà perdu 30%, un acheteur exigera une décote encore plus forte, de 40 ou 50%.»

Calamos est une société d'investissement américaine disposant de 50 milliards de dollars sous gestion, qui se présente comme un spécialiste des investissements alternatifs liquides. Elle propose aussi un ETF «protégé» sur le bitcoin, présenté comme offrant une exposition à la hausse avec une protection contre la baisse sur une période d'un an et un gain plafonné. Et des approches similaires avec le S&P 500, le Nasdaq ou les moyennes capitalisations américaines. Un de ses produits «autocalable» a pour symbole CAGE. Un bon résumé du risque de ce type de produits. ■

PUBLICITÉ

Your career will take you far. Your impact will take you further.

Ready to lead beyond your job title? Make it real. Our programs help turn ambition into meaningful impact.



IMD / Real learning
Real impact