

Du bon usage des trackers indiciaires inverses et des trackers indiciaires à levier

Dans le dernier bulletin d'Investa, je stigmatisais la fantaisie des variations des trackers indiciaires de la Société Générale, mais je vous disais aussi qu'il ne fallait pas s'attendre à ce que de tels trackers suivent rigoureusement l'indice, dès lors qu'il ne s'agissait pas de trackers simples (variation dans le même sens que l'indice, avec un effet de levier de 1).

Dès lors qu'on a affaire à un tracker inverse ou même à un tracker direct mais comportant un effet de levier (un tracker direct avec levier de 2 par exemple, monte de 2% chaque fois que l'indice monte de 1%), il faut s'attendre à des distorsions dans le rendu des performances.

Ces distorsions portent le nom barbare de **Beta-slippage**.

Elles sont d'autant plus importantes que la volatilité sera élevée.

Illustrons par un exemple.

Un indice vaut 100 en début de séance et termine à 99 (99%), dans une descente régulière et continue (volatilité = 0). L'indice a perdu 1% sur la séance.

Un tracker d'indice, direct, avec effet de levier de 2, valant 100 au départ, mais exposé à raison de 200 dans l'indice pour assurer son effet de levier, perdra 1% de 200 sur la séance, soit 2, ce qui ramènera sa valeur effective à 98 (100 – les 2 perdus) ce qui correspond bien à la perte attendue de 2% (le double de la perte de l'indice).

Imaginons maintenant de la volatilité dans le marché et que l'indice, partant toujours de 100 monte d'abord à 110 pour descendre ensuite à 95 (New York nous a récemment montré que de tels retournements étaient possibles).

Que va faire le tracker ? Son exposition, de 200 au départ, va monter à 220 (+10%) lorsque l'indice va grimper de 100 à 110. Avec les 20 que l'on a gagnés, le tracker vaudra $100 + 20 = 120$ (gain de 20% = ce qu'on attendait).

Pour continuer à respecter l'effet de levier de 2, il faut à partir de ce moment exposer le tracker (qui vaut 120) à $2 \times 120 = 240$. C'est le rôle des gestionnaires du tracker, que d'"avancer" les 20 complémentaires pour garantir l'effet de levier à toute personne qui entrerait dans le tracker à ce moment là.

L'indice repassant de 110 à 95, l'exposition du tracker dans l'indice variera dans la même proportion et passera de 240 à 207.3, se réduisant ainsi de 32.7, ce qui fera passer le tracker lui-même de 120 à 87.3 (120 – 32.7).

L'indice ayant démarré à 100 pour finir à 95 aura perdu 5% sur la séance alors que le tracker sera lui passé de 100 à 87.3, perdant 12.7% au lieu des 10% attendus.

Nous reproduisons ci-après un tableau exprimant la variation d'un tracker direct avec effet de levier de 2 sous l'effet de diverses variations de l'indice sous-jacent, et ce, pour différents niveaux de volatilité.

Perf. Indice	Perf. Prévvue	Volatilité de l'indice								
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
-40%	-80%	-64,0%	-64,1%	-64,4%	-64,8%	-65,4%	-66,2%	-67,1%	-68,2%	-69,3%
-35%	-70%	-57,8%	-57,9%	-58,2%	-58,7%	-59,4%	-60,3%	-61,4%	-62,6%	-64,0%
-30%	-60%	-51,0%	-51,1%	-51,5%	-52,1%	-52,9%	-54,0%	-55,2%	-56,6%	-58,2%
-25%	-50%	-43,8%	-43,9%	-44,3%	-45,0%	-46,0%	-47,2%	-48,6%	-50,2%	-52,1%
-20%	-40%	-36,0%	-36,2%	-36,6%	-37,4%	-38,5%	-39,9%	-41,5%	-43,4%	-45,5%
-15%	-30%	-27,8%	-27,9%	-28,5%	-29,4%	-30,6%	-32,1%	-34,0%	-36,1%	-38,4%
-10%	-20%	-19,0%	-19,2%	-19,8%	-20,8%	-22,2%	-23,9%	-26,0%	-28,3%	-31,0%
-5%	-10%	-9,8%	-10,0%	-10,6%	-11,8%	-13,3%	-15,2%	-17,5%	-20,2%	-23,1%
0%	0%	0,0%	-0,2%	-1,0%	-2,2%	-3,9%	-6,1%	-8,6%	-11,5%	-14,8%
5%	10%	10,3%	10,0%	9,2%	7,8%	5,9%	3,6%	0,8%	-2,5%	-6,1%
10%	20%	21,0%	20,7%	19,8%	18,3%	16,3%	13,7%	10,6%	7,0%	3,1%
15%	30%	32,3%	31,9%	30,9%	29,3%	27,1%	24,2%	20,9%	17,0%	12,7%
20%	40%	44,0%	43,6%	42,6%	40,8%	38,4%	35,3%	31,6%	27,4%	22,7%
25%	50%	56,3%	55,9%	54,7%	52,8%	50,1%	46,8%	42,8%	38,2%	33,1%
30%	60%	69,0%	68,6%	67,3%	65,2%	62,4%	58,8%	54,5%	49,5%	44,0%
35%	70%	82,3%	81,8%	80,4%	78,2%	75,1%	71,2%	66,6%	61,2%	55,3%
40%	80%	96,0%	95,5%	94,0%	91,6%	88,3%	84,1%	79,1%	73,4%	67,0%

On voit sur ce tableau 2 zones : une zone verte, dans laquelle le tracker performe mieux que ce qu'on en attend et une zone rouge dans laquelle le tracker performe moins bien que ce qu'il devrait.

On voit ainsi que pour une année où la volatilité serait plutôt élevée (35%) un indice qui aurait performé à raison de +5% verrait son tracker à effet de levier de 2 performer non pas de 10% mais bien de MOINS 2.5% !!! Dur dur le bêta slippage !!!

Lorsqu'on examine le cas des trackers inverses, les conclusions sont carrément renversantes.

Ainsi, un tracker inverse à effet de levier de 2 appliqué à un indice qui a baissé de 5% sous une volatilité de 40% ne va pas donner une performance positive de 10% comme on pourrait s'y attendre, **mais une performance NEGATIVE de -31.4% !!!!**

Une volatilité de 40%, c'est élevé, me direz-vous. Oui, mais il se fait que, justement, en période baissière, les volatilités sont toujours élevées.

Retenez donc une chose : méfiez-vous des trackers à effet de levier, surtout en périodes de haute volatilité. Ils travaillent contre vous.

Vous trouverez ci-après les tableaux pour les trackers **inverses** sans effet de levier et avec effet de levier de 2.



Perf. Indice	Perf. Prévue	Volatilité de l'indice								
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
-40%	40%	66,7%	66,3%	65,0%	63,0%	60,1%	56,6%	52,3%	47,5%	42,0%
-35%	35%	53,8%	53,5%	52,3%	50,4%	47,8%	44,5%	40,6%	36,1%	31,1%
-30%	30%	42,9%	42,5%	41,4%	39,7%	37,3%	34,2%	30,6%	26,4%	21,7%
-25%	25%	33,3%	33,0%	32,0%	30,4%	28,1%	25,3%	21,9%	18,0%	13,6%
-20%	20%	25,0%	24,7%	23,8%	22,2%	20,1%	17,4%	14,2%	10,6%	6,5%
-15%	15%	17,6%	17,4%	16,5%	15,0%	13,0%	10,5%	7,5%	4,1%	0,3%
-10%	10%	11,1%	10,8%	10,0%	8,6%	6,8%	4,4%	1,5%	-1,7%	-5,3%
-5%	5%	5,3%	5,0%	4,2%	2,9%	1,1%	-1,1%	-3,8%	-6,9%	-10,3%
0%	0%	0,0%	-0,2%	-1,0%	-2,2%	-3,9%	-6,1%	-8,6%	-11,5%	-14,8%
5%	-5%	-4,8%	-5,0%	-5,7%	-6,9%	-8,5%	-10,5%	-13,0%	-15,7%	-18,8%
10%	-10%	-9,1%	-9,3%	-10,0%	-11,1%	-12,7%	-14,6%	-16,9%	-19,6%	-22,5%
15%	-15%	-13,0%	-13,3%	-13,9%	-15,0%	-16,5%	-18,3%	-20,5%	-23,1%	-25,9%
20%	-20%	-16,7%	-16,9%	-17,5%	-18,5%	-19,9%	-21,7%	-23,8%	-26,3%	-29,0%
25%	-25%	-20,0%	-20,2%	-20,8%	-21,8%	-23,1%	-24,8%	-26,9%	-29,2%	-31,8%
30%	-30%	-23,1%	-23,3%	-23,8%	-24,8%	-26,1%	-27,7%	-29,7%	-31,9%	-34,5%
35%	-35%	-25,9%	-26,1%	-26,7%	-27,6%	-28,8%	-30,4%	-32,3%	-34,5%	-36,9%
40%	-40%	-28,6%	-28,7%	-29,3%	-30,2%	-31,4%	-32,9%	-34,7%	-36,8%	-39,1%

Perf. Indice	Perf. Prévue	Volatilité de l'indice								
		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
-40%	80%	177,8%	175,7%	169,6%	159,6%	146,4%	130,3%	112,0%	92,4%	71,9%
-35%	70%	136,7%	134,9%	129,7%	121,2%	109,9%	96,2%	80,7%	63,9%	46,5%
-30%	60%	104,1%	102,6%	98,1%	90,8%	81,0%	69,2%	55,8%	41,3%	26,3%
-25%	50%	77,8%	76,4%	72,5%	66,2%	57,7%	47,4%	36,7%	23,1%	10,0%
-20%	40%	56,3%	55,1%	51,6%	46,1%	38,6%	29,5%	19,3%	8,2%	-3,3%
-15%	30%	38,4%	37,4%	34,3%	29,4%	22,8%	14,7%	5,7%	-4,2%	-14,4%
-10%	20%	23,5%	22,5%	19,8%	15,4%	9,5%	2,3%	-5,8%	-14,5%	-23,6%
-5%	10%	10,8%	10,0%	7,5%	3,6%	-1,7%	-8,1%	-15,4%	-23,3%	-31,4%
0%	0%	0,0%	-0,7%	-3,0%	-6,5%	-11,3%	-17,1%	-23,7%	-30,8%	-38,1%
5%	-10%	-9,3%	-10,0%	-12,0%	-15,2%	-19,6%	-24,8%	-30,8%	-37,2%	-43,9%
10%	-20%	-17,4%	-18,0%	-19,8%	-22,7%	-26,7%	-31,5%	-36,9%	-42,8%	-48,9%
15%	-30%	-24,4%	-25,0%	-26,6%	-29,3%	-32,9%	-37,3%	-42,3%	-47,6%	-53,2%
20%	-40%	-30,6%	-31,1%	-32,6%	-35,1%	-38,4%	-42,4%	-47,0%	-51,9%	-57,0%
25%	-50%	-36,0%	-36,5%	-37,9%	-40,2%	-43,2%	-46,9%	-51,1%	-55,7%	-60,4%
30%	-60%	-40,8%	-41,3%	-42,6%	-44,7%	-47,5%	-50,9%	-54,8%	-59,0%	-63,4%
35%	-70%	-45,1%	-45,5%	-46,8%	-48,7%	-51,3%	-54,5%	-58,1%	-62,0%	-66,0%
40%	-80%	-49,0%	-49,4%	-50,5%	-52,3%	-54,7%	-57,7%	-61,1%	-64,7%	-68,4%