



## Académie de Comptabilité

### Les ETF : entre casse-tête chinois et tragédie grecque

Sylvie MALECOT

Président de Millenium – Actuariat & Conseil

Membre du Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières

*« C'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui nageaient nus. »*

Warren BUFFET

Nous évoquons en avril dernier le marché des ETF, et leur poids croissant dans les portefeuilles institutionnels, grâce en particulier à leur faible niveau de frais de gestion, et à leur apparente liquidité. Le succès des ETF ne se dément pas. Les actifs sous gestion viennent de dépasser ceux des *hedge funds*. Pourtant, les ETF n'existent que depuis 23 ans alors que le premier *hedge fund* a été lancé il y a 66 ans.

Les événements boursiers récents, chinois et grecs, viennent de montrer les limites d'outils comme les ETF dans des marchés fortement perturbés, nous rappelant la formule de Pythagore que nous mettions en exergue : *« N'entretiens pas l'espoir de ce qui ne peut être espéré. »*

Rappelons que l'ETF étant coté en temps réel, il dispose d'un cours de bourse qui, en théorie reflète parfaitement la Valeur Liquidative Indicative (VLI) : pour être précis, ce n'est pas le cours qui reflète la VLI mais l'écart entre les prix acheteurs et vendeurs du carnet d'ordre.

Si c'est la demande qui fait monter une valeur spécifique, elle est sans effet sur l'ETF qui ne fait que reproduire son indice. Cela est rendu possible par l'action des *« market makers »*. Toujours présents dans le carnet d'ordre, ils arbitrent le marché et permettent la création/destruction de part d'ETF. Parfois, l'ETF peut décaler de sa valeur liquidative indicative. Il passe au-dessus, il traite alors avec une prime, en dessous, c'est une décote. La plupart du temps, cette différence est faible et se corrige en 24 heures.

Pourtant, depuis quelques semaines, plusieurs ETF traitent avec une décote ou une prime significative.

Il s'agit des ETF indexés aux marchés de Chine continentale, Shanghai et Shenzhen. Pourquoi ? Tout d'abord, le marché chinois possède une particularité, celle d'un contrôle partiel des capitaux. Les investisseurs étrangers, donc les producteurs d'ETF, reçoivent des quotas, et ne peuvent investir au-delà des montants alloués. Lorsque son quota est atteint, le gérant de l'ETF n'est plus en mesure de créer de nouvelles parts pour répondre à la demande. Dès lors l'ETF traite comme un fonds fermé et une prime peut alors se créer.



Un autre phénomène s'est déclenché ces dernières semaines. La débâcle boursière chinoise récente - l'indice de Shanghai a baissé de 32% entre le 12 juin et le 8 juillet - a incité de nombreuses sociétés à demander la suspension de cotation de leur titre. Jusqu'à 50% des sociétés ont été suspendues sur une semaine.

Si calculer un indice, par nature théorique, sur un nombre restreint de valeurs ne pose pas de problème, connaître la valeur d'un ETF dont la moitié des valeurs ne cotent plus relève de l'anticipation de chacun et laisse place à l'arbitraire.

Après quelques semaines de tensions aigües, les nombreuses initiatives des autorités et des institutions pour calmer le marché chinois commencent à porter leurs fruits. La volatilité retrouve des niveaux plus habituels et les indices se sont stabilisés. De nombreuses sociétés ont prévu de demander la cotation à nouveau de leur titre à la fin du mois de juillet.

Il reste dans la période un réel flou sur la cotation des ETF concernés. Le *marked-to-market* tant vanté devient, faute de mieux, du *marked-to-model*... et limite la capacité à traiter les ETF dans la phase de crise, surtout si l'on est vendeur.

Certains rétorqueront qu'il est néanmoins préférable d'avoir un ETF dont la cotation est assurée, plus ou moins, plutôt que d'être possesseur d'un titre, dont la cotation est suspendue pendant plusieurs semaines.

Ces événements récents n'empêchent pas l'essor des ETF liés au marché chinois. Un nouveau signe de cette ouverture : Euronext va coter le premier ETF en Reminbi : Commerzbank CCBI Money Market.

Dans le même esprit que l'exemple chinois, en pire : la Grèce.

La Bourse d'Athènes est fermée depuis le 29 juin.

L'ETF Lyxor ETF FTSE Athex 20 n'est plus coté à Paris depuis cette date. Son encours est tout de même de 200 millions d'euros.

La décision a-t-elle été prise conjointement par Lyxor, le producteur, et par Euronext, la place de cotation, ou à l'initiative de l'un des deux ?

Il reste que l'option retenue interdit aux porteurs de l'ETF de vendre ou aux opportunistes d'acheter. Certes, assurer la cotation d'un ETF alors que le marché sous-jacent est fermé, sans autre indication de prix (comme les futures), reviendrait à laisser l'ETF n'évoluer qu'au gré de l'offre et de la demande, comme un titre vif.

Cette situation s'est déjà produite. En janvier 2011, le marché Egyptien a dû fermer à cause du «printemps arabe». Pourtant, l'ETF Market Vectors Egypt a continué de coter.

Wikipédia nous rappelle par ailleurs que « *une bourse, au sens économique et financier, est une institution, privée ou publique, qui permet de réaliser des échanges de biens ou d'actifs standardisés et ainsi d'en fixer le prix.* » Qu'un ETF, qui se prévaut de son double statut de fonds et de valeur cotée, voit son cours fluctuer en fonction des acheteurs et des vendeurs semblerait finalement assez logique.

Là où les choses se compliquent, c'est que l'ETF Lyxor ETF FTSE Athex 20 est resté coté en Bourse de Stuttgart. Nouveau signe des différences de position entre France et Allemagne à l'égard de l'économie grecque ? A New-York, l'ETF Global X FTSE Greece 20 ETF est resté coté sur le NYSE. Cela



coûte quelques virgule de pourcentage de frais de transaction pour traiter, mais qui seront bien peu de choses si le marché grec se reprend (après une baisse de 77% en 5 ans).

Ces deux exemples posent de vraies questions sur les risques sous-jacents des marchés d'ETF. Sans aller jusqu'à penser qu'une crise financière majeure pourrait naître de développement des marchés d'ETF, les alertes récentes doivent faire réfléchir, pour éviter tout risque systémique :

- ✓ Combien de temps peut-on accepter des cotations artificielles sur des produits liés à un marché, fut-il en crise ? La cotation, dans ce cas, reste-t-elle une valorisation théorique, ou permet-elle de traiter, y compris à la vente ?
- ✓ Pourquoi, sur un même indice, certains ETF continuent-ils à coter, quand d'autres sont suspendus ? Pire, comment peut-on suspendre la cotation d'un ETF à Paris, et continuer à coter à Stuttgart ?
- ✓ Quels sont les enjeux juridiques et réglementaires pour un institutionnel ? Doit-on choisir un ETF en fonction de sa place de cotation, et d'une application plus ou moins stricte des règles de stabilité bancaires et financières ?

Les inquiétudes sur les marchés chinois et grec ont, en tous cas, montré les limites d'instruments comme les ETF, qui ne créent pas la liquidité d'eux-mêmes, mais sont étroitement corrélés à la liquidité et à la volatilité de leurs indices sous-jacents. Les allocataires d'actifs devront s'en souvenir.

*Achévé de rédiger le 24 juillet 2015*

*Sylvie Malécot*



## Millenium – Actuariat & Conseil



### **Millenium – Actuariat & Conseil**

7, Rue Greffulhe

92300 – Levallois-Perret

Tel : 06 48 78 53 21

[smalecot@millenium-ac.com](mailto:smalecot@millenium-ac.com)