

# Du bon (et moins bon) usage des E.T.F.

L'organisation du système financier, issu de la « crise américaine des subprimes » est basée sur plusieurs concepts dangereux car on cherche à plaquer en Europe des « solutions » étudiées (mais pas toujours appliquées) aux Etats-Unis (exemple : Bâle II et III issus de la pensée de McDonough alors gouverneur de la Federal Reserve de New York, sont en voie d'application aux U.S.A. mais reportés à une date ultérieure).

## I) Le risque d'insuffisance de liquidité

Ce risque n'existe que depuis que l'on a remis en cause la règle « too big to fail », règle qui faisait intervenir un « prêteur en dernier ressort ». Cela permettait d'éviter une crise comme celle de 2008 où son non-respect dans le cas de Lehman Brothers a transformé une crise locale (celle des subprimes) en crise mondiale. Le prétexte de cette remise en cause est double :

a) il faut éviter le « moral hazard » (en français « Alea Moral ») qui incite les dirigeants d'une banque à prendre des risques inconsidérés. Mais c'est en fait plutôt le métier des « contrôleurs » des banques d'empêcher le développement des prises de risque, ce qu'ils avaient parfaitement réalisé en France.

b) par démagogie on explique qu'il faut éviter de faire appel aux « contribuables » pour sauver une entreprise privée. Or le montant d'un sauvetage par l'Etat, même pour une grande banque, est si faible qu'il est parfaitement inutile d'augmenter le budget. On peut rappeler à cet effet le sauvetage de la « Continental Illinois » qui aurait pu transformer un incident local en crise internationale si on l'avait traitée comme Lehman Brothers. En outre cette opération avait été extrêmement rentable pour le gouvernement américain qui a revendu la société avec un grand bénéfice.

## II) Le risque des produits dérivés

Il ne paraît pas devoir être pris en compte puisqu'ils « ne représentent que 550 Billons de dollars » et si l'on effectue du « netting » (en français compensation entre les opérations d'un même client) le montant tombe à moins d'une centaine de Billons. Les swaps de taux représentent la grande majorité des opérations avec un risque assez faible puisque les titres restent entre les mains de ses détenteurs initiaux. Mais avec plus de 15 Billons de dollars (en brut) et 2 à 3 Billons (en net) les C.D.S. représentent un risque maximum pouvant, en cas d'« Incident » grave, mettre en danger l'ensemble du système financier international. La solution actuellement acceptée de créer des sociétés de « Clearing » présente l'avantage de protéger les opérateurs pour des montants certes importants, mais totalement insuffisants si la situation devient grave car les fonds des Sociétés de Clearing ne dépassent pas 1,5 milliards de dollars. Ils ne seraient donc pas suffisants, en cas de très grands « Incidents ».

On voit ainsi que les autorités financières se donnent du mal pour protéger les marchés du risque de manque de liquidité des banques européennes mais laissent « sous le tapis » celui beaucoup plus rare mais plus dangereux de l'excès de développement des produits dérivés.

Or à côté des produits dérivés il existe le « shadow banking (S.B.) » dont le développement est devenu indispensable, du fait des difficultés de plus en plus grandes du secteur bancaire à faire son métier d'aide à l'investissement. Un des produits du « S.B » a un développement exceptionnel ; les « Exchange trading Funds (E.T.F.s) » (en Français « Trackers ») : dont le montant dépasse 3 billions. Leur développement est exceptionnel (20 % en moyenne par an), mais ils sont accusés d'avoir été responsables du krach du marché chinois et de la crise boursière américaine du 24 août 2014. Pour essayer de comprendre le problème des E.T.F.s, il nous faut analyser les raisons de leur remarquable développement et les risques qu'ils font courir aux marchés.

#### 1) La nature des E.T.F.s

Les E.T.F.s se développent très rapidement pour dépasser actuellement les Hedge Funds (3 billions de Dollars) et se rapprocher des Mutual Funds dont le développement est plus lent. Mais il faut faire une distinction :

i) entre les trackers qui reproduisent des indices classiques (MSCI (438 milliards de dollars d'actifs d'E.T.F.s), Standard & Poor's (824 milliards), Russel (383 milliards), etc. ou « répliquent » des indices spécifiques de titres à large marché (ex indices composés de titres de valeurs énergétiques ou de valeurs chimiques, etc. dont la liste est fournie dans le prospectus remis aux investisseurs). Plus récemment on a imaginé des Trackers Obligataires dont le comportement est comparable à celui des trackers actions (souvent spécialisés en Fonds d'Etat pour en faire des titres sans risque négociables à tout moment).

ii) les E.T.F.s « Smart Beta » qui veulent faire mieux que les indices classiques. La technique habituelle de ces fonds consiste à privilégier quelques valeurs de l'indice choisi, en fonction de leurs qualités propres, leur avenir et leur risque, pour essayer d'améliorer le résultat de la gestion indiciaire. Cela devrait permettre de corriger la perte représentée par les frais variés réunis dans la « tracking error ». Dans ce contexte la suppression des « remises » aux opérateurs indépendants, décidée par « MIFID II » pour permettre un développement du placement de ces titres comme cela a été le cas aux U.S.A. (mais comme la plupart des mesures prises à l'imitation des U.S.A, sans tenir compte de la nature des pays comme la France où le l'investissement des particuliers est issu des conseils des gérants privés, la mesure devrait en fait être contreproductive). Par contre les « trackers Smart beta », demandant un effort de recherche financière, permet de décider de commissions beaucoup plus fortes que celles des trackers de la première catégorie (entre 1 et 2 %).

iii) des « Exchange Traded Products (E.T.P.s) » intègrent des produits non cotés, des matières premières, des entreprises innovantes etc. Il faut inclure dans cette catégorie très spéculative les E.T.F.s Synthétiques qui utilisent des produits dérivés, les « High Yield E.T.F.s » qui reproduisent des indices de « Junk Bonds » etc.

#### 2) Les modes de gestion

**A) Dans la première catégorie on pratique une « gestion passive ». On explique son succès par plusieurs raisons**

a) un coût très bas

Certes la structure est en apparence très compliquée puisque les E.T.F.s font intervenir jusqu'à trois types d'intermédiaires : les créateurs de fonds comme Black Rock, Vanguard, Lyxor (filiale de la Société Générale), les « teneurs de marché » qui assurent la liquidité des titres et se retournent vers les « Providers » des fonds s'ils sont véritablement en manque de titres ou en détiennent trop à leur gré et enfin les « brokers » qui opèrent pour les investisseurs finaux. En fait les coûts restent faibles car les négociateurs trouvent en général des contreparties sur les marchés et leurs frais se limitent alors aux commissions des brokers. Bien plus il y a une concurrence entre ceux-ci et, pour les titres très liquides, la rivalité entre Black Rock (comme courtier) et Vanguard a entraîné le premier à baisser ses commissions de transaction de 0,07 % à 0,03 % tandis que Vanguard est encore à 0,05 % et que le Discount Broker Charles Schwab a également réduit les siennes de 0,04 % à 0,03 %. En comparaison les frais d'entrée et de sortie des fonds actions sur indices similaires varient entre 0,1 et 0,3%. Bien entendu cette notion de coût très bas ne s'applique que pour les E.T.F.s à très large marché comme ceux qui portent sur des indices nationaux ou internationaux comme par exemple : MSCI, Standard & Poor's, CAC 40, etc. En outre les régulateurs commencent à s'interroger pour savoir si des fonds dits de « gestion active » ne sont pas des fonds classiques avec comme seule différence des commissions anormalement élevées. Ainsi en Norvège la Finanstilsynet s'attaque à un des plus grands fonds locaux le Verdipapirfondet DNB Norge (125.000 porteurs) qui prend sans justification des commissions de 1,8 %.

#### b) une grande liquidité

Comme pour l'analyse des coûts il faut distinguer les titres représentatifs d'indices importants et ceux beaucoup plus réduits sinon confidentiels. Les titres importants ont d'après John Bogle fondateur de Vanguard (F.T du 16 Mars 2015) ont un « turnover » annuel de 2.000 à 4.000% ce qui devrait assurer aux opérateurs une grande facilité de négociation. State Street prétend même que ses E.T.F.s ont un turnover annuel de 2 700 %.

#### c) une exceptionnelle visibilité qui permet une grande rapidité d'intervention.

Les cours de ces E.T.F.s sont mis à jour toutes les 15 secondes environ par les « Providers » d'indices ce qui permet aux opérateurs de faire des opérations très nombreuses dans le cours d'une journée alors que les fonds traditionnels ne sont évalués qu'une fois par jour ce qui incite les détenteurs d'E.T.F.s à spéculer à court terme tandis que les investisseurs en fonds classiques sont en général des investisseurs de longue durée. Cela explique l'importance du turnover des E.T.F.s du premier type.

d) enfin on parle de transparence dans la mesure où les créateurs d'un E.T.F. est obligé de définir sa stratégie dans son prospectus.

### **B) les « Bonds E.T.F.s »**

Plus récents que les Trackers en actions, ils se développent beaucoup plus vite, profitant de la rapidité de transactions et de leur coût très faible. Vanguard fait remarquer qu'acheter des « Bonds E.T.F.s » est plus intéressant que les titres eux-mêmes du fait des facilités de négociation et de l'impossibilité de faire des groupements comme dans le VCIT de Vanguard qui contient 1.676 obligations différentes. Certes la Banque des Règlements Internationaux met en garde les opérateurs contre ce qu'elle appelle l'« illusion de liquidité ». Aussi pour éviter ce danger U.B.S. et Amundi ont créé des trackers qui ne détiennent qu'un nombre limité d'obligations essentiellement liquides.

### **C) Les E.T.F.s Smart Beta**

Ils cherchent à profiter d'un avantage des E.T.F.s classiques (la liquidité grâce à l'ampleur de la spéculation et aux multicotations) en ajoutant celui des « O.P.C.V.M .s flexibles ». La qualité des gestions justifie alors l'importance des commissions prélevées par les gérants de portefeuille.

### **D) les autres Exchange Traded Products (E.T.P.s )**

On appelle E.T.P. l'ensemble des produits qui respectent les règles de structure des E.T.F.s, mais la nature de leur « gisement » le rend impropres à être totalement assimilés à des E.T.F.s. C'est le cas des Trackers de matières premières, de Trackers Synthétiques c-à-d remplaçant des produits physiques par des produits dérivés. Certes ces contrats sont très dangereux et provoquent régulièrement des mini krachs. Ainsi une certaine panique sur les « Junk Bonds » a provoqué le 8 décembre 2014 la mise en difficulté du fonds « Third Avenue » qui a perdu dans la journée 27% de sa valeur du fait de la hausse des taux. Ses actifs sont passés, du fait des reventes des investisseurs, de 3 milliards de dollars à 790 millions entraînant un blocage de ce fonds. Le lendemain « Stone Lion Capital » a eu le même sort et le 14 le fonds « LucidusCapital Partners » a dû être liquidé. Ce krach n'a pas eu de conséquences graves puisque le marché des Junkbonds E.T.F.s reste très actif ; il en a été de même pour le krach beaucoup plus sérieux du 24 août 2015 où la crise boursière chinoise a provoqué une baisse de 1.100 points du Dow Jones et l'arrêt des transactions sur un cinquième des E.T.F.s et E.T.P.s cotés. Mais ces troubles n'interviennent en général que sur des produits marginaux. Bien plus certains « Providers » ont tendance à les réduire au profit de Trackers plus orthodoxes. Ainsi en 2014 Lyxor a transformé un fonds synthétique en fonds « physique », politique qui a été également un peu pratiquée par l'U.B.S. et la Deutsche Bank.

## **Conclusion**

L'étude des E.T.Fs et des E.T.Ps conduit à trois remarques :

- i) l'existence de produits bon marché, faciles à négocier, représente une révolution dans la gestion financière. Ils facilitent le travail des institutionnels et des particuliers dans des conditions financières bien meilleures que celles des fonds d'investissements à but comparable.
- ii) la grande facilité de négociation incite à de la spéculation qui élargit fortement le marché mais entraîne également à un comportement à court terme qui n'est pas entièrement sain.
- iii) l'esprit inventif des financiers les pousse dans un désir de concurrence exacerbée à imaginer des produits de plus en plus risqués qui perdent tous les avantages des E.T.F. classiques : il y a alors absence de liquidité, des coûts élevés et surtout une absence de transparence vu la difficulté d'évaluer des produits de catégorie 2 (market to model) et 3 où aucune comparaison n'est possible.

Ainsi les trackers de la première catégorie justifient leur succès à une époque marquée par un désir de désresponsabilisation en utilisant des indices qui servent de référence à tous les opérateurs. La spéculation joue alors un rôle utile en élargissant les marchés et permettant ainsi aux opérateurs de trouver (dans des conditions normales) des contreparties. Il n'en est pas de même chez les autres trackers. L'usage de titres non cotés (ou même rarement cotés), de matières première parfois

difficilement négociables, ou pire de produits dérivés totalement incalculables, peut rendre difficile des négociations même en temps normal. Une mention spéciale doit être faite pour les trackers d'innovation très utiles pour le développement de l'investissement même si leur négociation reste hasardeuse.

Au total la « révolution etfienne » est très utile pour intéresser un nouveau public à la bourse grâce à la diversité des produits proposés. Elle s'accompagne d'une spéculation qui peut être considérée comme exagérée et de ce fait dangereuse le jour où les « Flash orders » domineront les marchés éloignant ainsi les véritables investisseurs.

Jean-Jacques Perquel  
4 Janvier 2016