

ETF les raisons d'un succès inachevé

Alors que nous fêtons les 30 ans du CAC 40, cet anniversaire est associé par la presse financière¹ aux collectes record enregistrées par les fonds indiciels cotés ou ETF (Exchange Traded Funds) au niveau mondial. Ces fonds sont aujourd'hui parés de toutes les vertus. Qu'en est-il réellement ?



Gérard Ampeau

Directeur des programmes de l'Ecole de la Bourse

Ces fonds, qui tentent de reproduire la performance d'un indice sur les actions, les obligations, ou les matières premières, et qui coûtent beaucoup moins cher qu'un fonds activement géré, seraient déjà entre les mains d'un épargnant américain sur trois, selon une enquête de la société de gestion américaine BlackRock^{II}. Première société de gestion mondiale par le montant des encours de capitaux gérés^{III}, BlackRock est également le premier émetteur de Trackers au monde à travers sa marque I-Share. Ce champion de la finance de l'ombre pèse, en prenant l'ensemble des capitaux gérés, deux fois le PIB 2017 de l'Allemagne. On l'aura compris : « Quand les types de 130 kilos disent certaines choses, ceux de 60 kilos les écoutent.¹ »

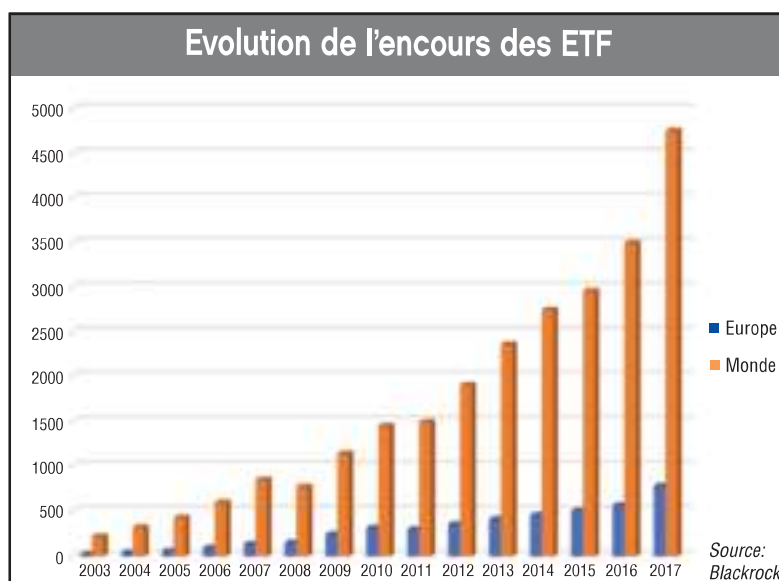
>> « Born in USA »

Les investisseurs américains ont eu tout le temps de s'habituer aux « trackers » (autre dénomina-

tion des ETF : tracker ou suivre). En effet les ETF sont nés aux Etats-Unis en 1992. La SEC approuva la création du premier fonds indiciel coté en Bourse répliquant un indice boursier très populaire, le S&P 500. Cet ETF était le « S&P Depository Receipts Trust Series 1 », (ou « SDPRs ») encore dénommé « SPY » comme son mnémonique. Il fut coté sur l'American Stock Exchange en 1993 et connut un succès rapide. Fin janvier 2018 le S&P 500 a atteint des sommets, avec une poussée de l'indice en séance à 2.872,87 points. Le SPY a conforté sa position de plus gros ETF du monde avec plus de 300 milliards de dollars de capitalisation boursière. Autant que Samsung, avec lequel il rivalise dans le Top 20 des capitalisations mondiales. Un bel d'anniversaire pour cet ETF qui vient tout juste de fêter ses 25 ans. « Aujourd'hui, beaucoup d'investisseurs utilisent SPDR S&P 500 ETF (SPY) comme une part intégrante de leur boîte à outils grâce aux caractéristiques [du produit] : liquidité, résilience et performance continue », se félicitait, le 25 janvier, James Ross, vice-président de State Street Global Advisors, à la tête de la division SPDR dédiée aux ETFs, sur le blog de la société de gestion.

>> Effet pervers de la capipondération des indices

Aujourd'hui encore parmi les titres les plus échangés en bourse américaine figurent les principaux ETF qui côtoient les GAFAs. Au 3e trimestre 2016, les États-Unis représentent 71 % des encours mondiaux, avec 2 153 milliards d'euros d'actifs sous gestion, et 1 995 ETF^{IV}. Les 10 plus importants ETF en matière d'actifs sous gestion sont également américains, et représentent à eux seuls 27 % des encours des ETF américains, et 19 % des encours mondiaux. Le marché américain est relativement concentré : si deux acteurs principaux représentent 63 % des encours (Blackrock et Vanguard), ils ne représentent que 22 % du nombre d'ETF américains, qui se



⁽¹⁾ Michel Audiard une réplique que prononce Jean-Paul Belmondo dans : « 100 000 dollars au soleil » 1964 ^(II) « La déferlante ETF va faire face à son premier grand test » in Les Echos Gestion d'actifs du 10 avril 2018, ^(III) Idem ^(III) 6 320 Milliards de dollars US à la fin du T1 2018 source Capital article 12 avril 2018 : « BlackRock bénéficie supérieur aux attentes au premier trimestre » ^(IV) « Les ETF caractéristiques, état des lieux et analyse des risques : le cas du marché français » AMF février 2017

répartissent ensuite entre de nombreux concurrents^V. Les « Trois Gros » de la gestion passive, State Street, Vanguard et Blackrock contrôlent 18 % du capital des cent plus grosses sociétés du S&P 500^{VI}. Ensemble, ils détiennent environ 15 % d'Apple, Alphabet, Microsoft et Amazon, d'après les formulaires 13F que les gros investisseurs (ceux qui possèdent plus de 100 millions de dollars de titres américains) doivent remettre chaque trimestre à la SEC, le gendarme de la Bourse américaine. Ils possèdent également 15 % de Facebook. Chacun peut subordonner un effet systémique. Nous y reviendrons.

>> Bientôt l'âge de la majorité en France

Ces fonds indiciels cotés sont apparus il y a 17 ans en France. Le premier fut coté sur Euronext en 2001 par Lyxor, une société de gestion filiale de la Société Générale et spécialisée dans la gestion des trackers. Le principal intérêt d'un tracker est de répliquer la performance de son indice de référence. Aux frais près. Ce que ne sont pas capables de réussir régulièrement les investisseurs individuels, ni les gestionnaires de fonds. Les ETF sont des outils très adaptés pour se repositionner rapidement d'une classe d'actifs à l'autre. Les professionnels utilisent l'expression « s'exposer rapidement à un marché ». Et l'on pourrait ajouter, s'exposer à 100 % de la position, car les ETF sont investis en totalité dans les composants des indices qu'ils répliquent. C'est d'ailleurs ce qui fait tout le charme des ETF, vous prenez la totalité de la hausse comme de la baisse de l'indice. Vous l'aurez compris ce sont des outils très efficaces et très dangereux. A ne pas mettre entre toutes les mains...

>> Des outils efficaces

En particulier dans des marchés haussiers dans lesquels ils sont comme des poissons dans l'eau et déchargent leurs investisseurs de tout problème de choix d'une valeur ou d'arbitrages quotidiens. Ces dernières années la hausse quasi continue des indices actions a été une période bénie pour les promoteurs de trackers. Il suffit de regarder les flux de capitaux qui se sont investis en ETF. Mais aussi le nombre de nouveaux acteurs. Un grand nombre de sociétés de gestion ont souhaité prendre la vague des trackers. Parmi les arrivants les plus récents sur le marché européen des ETF, certains noms peuvent étonner : JP Morgan, Fidelity ou Franklin Templeton. Des sociétés de gestion reconnues comme des adeptes d'une gestion active^{VII}. Si les investisseurs sont satisfaits des performances de leurs ETF en période haussière en est-il toujours de même en période de baisse des marchés ?

>> Tous aux abris : les bourses baissent !

Car on l'a oublié pendant cette longue période placée sous le signe de l'intervention des banques centrales qui ont inondé la planète financière de liquidités, mais la Bourse, ça peut baisser. Les politiques monétaires accommodantes ont agi comme un somnifère ou un édredon confortable sur les marchés financiers qui ne réagissaient plus face aux risques. Le dernier avertissement avant le retour à un marché plus normal a eu lieu en février dernier.

^V Idem ^{VI} Selon une étude réalisée par Pictet AM

^{VII} « Quel potentiel pour les ETF gérés activement ? » Les Echos 10 avril 2018

>> Le cas français

Les ETF listés en France sont essentiellement constitués d'ETF actions (83 % des encours) et dans une moindre mesure d'ETF obligataires (16 % des encours)^{VIII}. Alors que les ETF sur matières premières ne représentent que 1 % des encours sous gestion, les autres ETF (sur devises et alternatifs) sont quant à eux tout à fait négligeables. Dans le détail, les encours des ETF actions sont constitués pour 40 % d'actions européennes. Les ETF portant exclusivement sur actions françaises ne totalisent que 6 % des encours sur actions, essentiellement au travers d'ETF sur CAC 40. En comparaison, les encours sur Euro Stoxx 50 sont plus de deux fois plus importants.

>> Un marché dominé par les acteurs professionnels

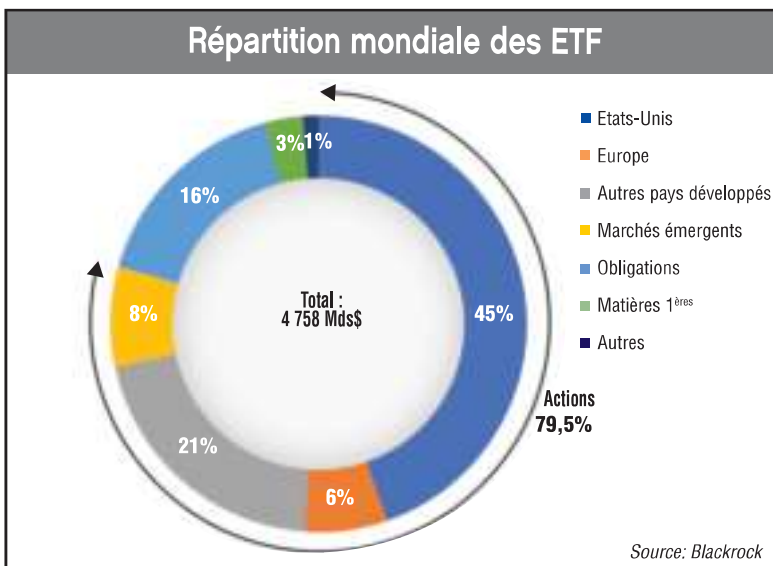
La taille moyenne des transactions sur ETF actions est nettement plus élevée que celle sur actions en direct. Elle s'élève à près de 39 000 euros sur Euronext contre 8 000 à 12 000 € en moyenne pour les titres du CAC 40. La taille élevée des transactions sur ETF peut s'expliquer notamment par l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels d'une part et, d'autre part, par la possibilité pour les teneurs de marché de se porter contrepartie. Ces derniers couvrent leur position au moyen d'instruments très liquides, eux-mêmes négociés généralement avec d'importantes tailles.

L'activité haute fréquence (HFT)^{IX} représente plus de 60 % des volumes échangés d'ETF sur le marché réglementé parisien. Cette part est supérieure à celle observée sur les marchés actions, où elle s'est stabilisée à 45 % en moyenne pour les titres du CAC 40. Elle est constituée de l'activité d'acteurs « purs HFT », dont les trois principaux totalisent 40 % de part de marché, mais aussi d'acteurs de type « mixte » qui sont des acteurs plus traditionnels (établissements bancaires) ayant développé une activité de market-making HFT (tenue de marché). En nombre d'ordres émis, les HFT contribuent à plus de 85 % de l'activité du carnet d'ordres en raison de leur engagement de tenue de marché vis-à-vis d'Euronext.

^{VIII} « Les ETF caractéristiques, état des lieux et analyse des risques: le cas du marché français » AMF février 2017

^{IX} High Frequency Trading

Pédagogie



>> La liquidité, une promesse parfois vaine

Une grande partie de la communication sur les ETF est basée sur la notion de liquidité. Entre l'apporteur de liquidité, les teneurs de marché qui s'engagent à fournir un prix à l'achat et un autre à la vente. Le teneur de marché peut se tourner soit vers le marché secondaire (Bourse ou marché de gré à gré), soit sur le marché primaire afin de demander à ce que les promoteurs créent ou détruisent des parts (création / rédemption) selon l'ordre reçu. Le discours tourne autour de cette idée : « On trouve toujours de la liquidité sur nos ETF ».

« Dans un ETF, il y a trois crans de liquidité : celle du sous-jacent (l'action ou l'obligation), du marché primaire du fonds avec le « market maker » et celle du marché secondaire, la Bourse où est coté l'ETF », explique Olivier Paquier, directeur chez SPRD. « Pure illusion d'optique. Si les actions ou les sous-jacents ne cotent pas, les ETF ne seront plus liquides. Souvenons-nous de la Bourse grecque en 2015. Suite à la fermeture vendredi 26 juin de la Bourse d'Athènes Lyxor AM suspendait dès le lundi 29 juin 2015 la cotation primaire de son ETF indexé sur l'indice FTSE Athex 20 (qui est composé des 20 plus importantes valeurs grecques). La bourse grecque restera fermée 5 semaines, le temps de négocier un nouveau plan d'aide international. Les promoteurs d'ETF ne le cachent d'ailleurs pas. Quand on lit l'intégralité des plaquettes de présentation, il est possible de lire à la rubrique Risque de liquidité : « La liquidité est fournie par des teneurs de marché enregistrés sur les bourses où les ETF sont cotés. La liquidité sur les bourses peut être limitée du fait d'une suspension du marché sous-jacent représenté par l'Indice sous-jacent suivi par l'ETF, d'une erreur des systèmes de l'une des bourses concernées, d'un ou de plusieurs teneurs de marché, ou d'une situation ou  v nement exceptionnel. »

>> La Berezina des ETF aux USA

En matière de liquidité, pourtant les Américains sont les plus forts. « 24 août 2015 : l'impressionnant « flash crash » des ETF américains » titrait Les Echos dans leur édition du 29 septembre 2015. En effet plus de 300 ETF n'avaient pas pu coter aux Etats-Unis, pendant trente-cinq minutes. « Arrêts de cotation, décrochages impressionnants. Durant la folle journée du 24 août, un lundi noir, les ETF ont, comme les actions, subi des mouvements extrêmes, dont l'un pose une question structurelle : un ETF qui perd plus de 45 % dans la journée alors que son indice perd au

maximum une dizaine de pour cent suit-il encore sa promesse d'origine de traquer un indice ? » poursuivait l'article. Aux Etats-Unis, les ETF apparaissent comme étant porteur d'un risque systémique. Ils sont devenus des mastodontes qui ne cessent de grossir. Alors les ETF, en France, combien de divisions ?

>> Faible taux d'emprise des ETF sur les actions cotées

Les ETF cotés en Europe et en France présentent un très faible pourcentage (le « taux d'emprise ») par rapport aux volumes journaliers qui s'échangent sur les actions composant leurs indices de référence. Ainsi, les ETF qui suivent l'indice CAC 40 ont un taux d'emprise de 0,6 % (1,5 % en incluant la part des valeurs françaises de l'Euro Stoxx 50). Les ETF qui ont pour sous-jacent l'Euro Stoxx 50 ont un taux d'emprise d'environ 1,5 %, ce qui reste un niveau encore faible. Les ETF obligataires ont un taux d'emprise encore bien plus faible. A titre de comparaison, selon les chercheurs Ben-David, Franczoni et Moussawi (2016) aux  tats-Unis, les volumes journaliers sur ETF représentent plus de 36 % des volumes totaux pour une capitalisation représentant environ 10 % des marchés sous-jacents.

Dans son étude de 2017, l'AMF estime que « le marché français (...) n'apparaît pas dangereux. Les mécanismes de coupe-circuits en vigueur sur Euronext Paris permettent de contenir le risque d'écartement massif entre le prix négocié de l'ETF et la valeur liquidative instantanée du panier sous-jacent comme ce fût le cas aux  tats-Unis le 24 août 2015. Il ne semble pas que les taux d'emprise des ETF du marché parisien soient suffisants pour avoir seuls, en cas de retrait massif, un impact significatif sur leurs marchés sous-jacents. »

Comme le marché des trackers est aussi ouvert aux particuliers, il convient de les mettre en garde. Les ETF sont l'instrument d'investissement en période haussiere. Dans une séquence de marché moins prévisible, il convient de garder les yeux ouverts et de prendre quelques précautions. Les ETF sont des outils efficaces et dangereux. Il est préférable d'avoir toujours une analyse des perspectives du marché avant d'investir. Et surtout de couper sa position si son scénario de marché n'est pas vérifié dans les faits.

  Les Echos 29 septembre 2015 « Les ETF, des produits bien plus complexes qu'il n'y paraît »

