

LA QUESTION

LES ETF SONT-ILS UNE BOMBE FINANCIÈRE À RETARDEMENT?

par François Derrien et Christophe Perignon, professeurs de finance à HEC Paris

Trois organismes internationaux de premier plan viennent de tirer la sonnette d'alarme. Le FMI, la Banque des règlements internationaux et le G20 ont récemment mis en garde la communauté internationale contre l'émergence d'une nouvelle source majeure de risque financier : les exchange-traded funds, ou ETF.

Les ETF, ou «trackers», sont des fonds cotés en Bourse qui permettent d'investir dans un panier de titres (par exemple dans toutes les actions d'un indice, d'une zone géographique ou d'une industrie donnée), un métal précieux ou une matière première. Leur principe est le suivant : si l'indice de référence s'apprécie de 10%, l'ETF censé le répliquer s'apprécie également de 10%, et inversement à la baisse. Cette classe d'actifs a connu une progression fulgurante au cours des dix dernières années.

Pourquoi investir dans l'ETF plutôt que dans l'indice de référence, nous direz-vous ? Parce qu'il est beaucoup plus simple d'acheter un ETF sur l'indice S&P 500 américain, par exemple, que d'investir directement dans les 500 titres composant l'indice, en respectant la part relative de chaque entreprise. Ceci est d'autant plus vrai pour les matières premières. Il est en effet nettement plus facile d'investir dans un ETF sur le gaz naturel que d'acquérir, transporter, stocker,



SOURCE : BLACKROCK, « ETP LANDSCAPE », FÉVRIER 2012.

assurer puis écouler un stock de gaz. Deux arguments de poids sont mis en avant en faveur des ETF : leurs coûts de transaction et leurs frais de gestion sont plus faibles que ceux des fonds de placement (Sicav) et ils sont plus faciles à revendre sur les marchés financiers.

Pour mesurer le risque que font porter les ETF sur les marchés financiers, il faut comprendre leur processus de création. Il existe deux types d'ETF. Les ETF physiques sont créés par une banque, que nous appellerons banque B, qui investit directement l'argent des investisseurs dans l'actif de référence (par exemple tous les titres du CAC40). Les ETF synthétiques, quant à eux, sont créés à

l'aide de produits dérivés, souvent des «swaps», comme l'autorise la réglementation. Dans ce cas, la banque B dépose les fonds auprès d'une banque d'investissement I qui s'engage à verser la rentabilité de l'actif de référence à la banque B. Afin de réduire le risque de contrepartie, la banque I dépose en garantie des actifs, ce que l'on appelle le collatéral, auprès de la banque B.

Risques, mais quels risques ? Dans le cas d'une réplification physique (cas 1), la banque B ne va pas conserver les titres en portefeuille. Elle va le plus souvent les prêter à d'autres banques, en échange d'un taux d'intérêt. Le cercle potentiellement vicieux que redoutent le FMI et les autres

organismes est le suivant : en cas de crise, les détenteurs d'ETF pourraient exiger le remboursement. La banque B devrait alors vendre les titres du CAC40, mais ceux-ci ont été prêtés à une banque C, qui peut les avoir vendus, ou mis en gage auprès d'une banque D. Dans certains cas, la banque B ne serait pas capable de récupérer les titres afin de les revendre et les détenteurs des ETF ne pourraient pas récupérer leur fonds, ce qui augmenterait le niveau de stress sur les marchés.

Qu'en est-il des ETF synthétiques (cas 2) ? En cas de flux important d'ordres de rédemption de la part des détenteurs d'ETF, la banque B va annuler son swap et exiger la rétrocession immédiate des fonds fournis à la banque I. Cette dernière se voit donc privée d'une source importante de financement, ce qui peut lui être fatal en période de crise. En cas de défaut de la banque I, la banque B pourra vendre les titres qu'elle détient en collatéral, mais seulement s'ils sont liquides.

Qui croire dans ces conditions ? Les émetteurs d'ETF, qui jurent que la capacité déstabilisatrice de ces fonds est très exagérée, ou les organismes internationaux, qui appellent à un encadrement plus strict ? Dans tous les cas, il nous semble indispensable que les gérants de ces fonds améliorent la transparence de leurs produits, notamment en matière de collatéral. ■

Les ETF sont des fonds cotés en Bourse qui permettent d'investir dans un panier de titres, un métal précieux ou une matière première. Ils ont connu un essor fulgurant ces dix dernières années.