

MARCHÉS FINANCIERS

# Les planches de salut se raréfient

► En une semaine, les indices des principales Places mondiales ont perdu quelque 15 %. Ces violentes glissades ont gelé la collecte sur la plupart des produits financiers, hormis les placements liquides et sans risques. Les ETF, ces fonds indiciels cotés présents sur toutes les classes d'actifs, arrivent cependant à se démarquer

**E**ffondrement des cours, l'indicateur abandonne plus de 9 %, titrait *La Cote Desfossés* du lundi 19 octobre 1987. Le quotidien annonçait alors que la journée « resterait peut-être l'une de plus sombres de l'histoire des marchés financiers depuis la crise de 1929 ». A la date près, ce journal, s'il était toujours en circulation, aurait pu utiliser exactement les mêmes mots le lundi 6 octobre 2008.

Avec une dépréciation de 9,03 %, le CAC 40 a enregistré, lundi dernier, la baisse la plus importante en une séance depuis sa création, le 31 décembre 1987. Après un répit de vingt-quatre heures, le calcul de l'indice a même été suspendu 15 minutes, mercredi 8 octobre, à cause d'une proportion de plus de 35 % des titres le composant réservés à la baisse. Paris a finalement clôturé à -6,3 %, même après une intervention coordonnée des banques centrales qui ont



toutes abaissé leurs taux directeurs de 50 points de base.

Ces chiffres inquiètent au plus haut point les professionnels puisque, sur le CAC 40, seulement 16 séances ont présenté un repli de plus de 5 % en 21 ans. Hormis ces derniers jours, les chutes les plus brutales étaient

intervenus le 11 septembre 2001, après les attentats du World Trade Center (-7,39 %), et le 19 août 1991, juste après le coup d'Etat de Moscou ayant momentanément écarté Mikhaïl Gorbatchev du pouvoir (-7,29 %).

Aujourd'hui, les causes de ce chaos sont bien connues : une défiance

généralisée vis-à-vis du système bancaire, les risques de contagion de la crise financière à la sphère réelle par un assèchement du crédit et un ralentissement avéré des économies occidentales. Il n'est pas étonnant que de nombreux clients se replient sur des offres sûres comme les livrets bancaires ou les comptes à terme plutôt que vers des placements risqués.

Dans cet environnement de tous les dangers, les investisseurs les plus actifs misent avant tout sur leurs allocations plutôt que sur le choix des gérants, et utilisent pour cela les fonds indiciels cotés (les ETF, ou *trackers*) dont la collecte reste positive. Les CGP ont encore peu accès à ces produits mais ils commencent à intégrer des solutions permettant leur distribution intermédiée, notamment sous la forme de fonds de fonds. ◀

**Franck Joselin**  
Pages 6 et 14 à 16



## ETF - TRACKERS

# De nouvelles solutions pour capter les réseaux de distribution

► Les investisseurs sont aujourd'hui plus méfiants envers la gestion active et préfèrent, dans certains cas, se tourner vers les ETF qui répliquent le plus fidèlement possible la performance des indices

► Alors que la plupart des fonds décollectent, ces produits continuent de prendre des parts de marché. D'abord distribués en direct, ils s'intègrent aujourd'hui dans des solutions pour toucher les intermédiaires

**A** la fin du mois de juin dernier, lors de l'annonce de ses nouvelles orientations stratégiques, le fonds de réserve des retraites (FRR) réservait une mauvaise surprise à certains gestionnaires. L'institution a en effet déclaré vouloir alléger ses mandats de gestion active au profit de la gestion indicielle. Déception vis-à-vis des gérants de conviction ou réorientation tactique vers des processus plus lisibles pendant la crise ? Quelles qu'en soient les raisons, cette tendance au recentrage vers les stratégies passives est générale.

### Avantage à la gestion passive.

Depuis le début de l'année, alors que la plupart des maisons spécialisées dans la gestion active affichent des chiffres de décollecte - hormis quelques-unes, comme Carmignac -, les produits de gestion passive, et plus particulièrement les *trackers* (ou ETF pour *Exchange traded funds*, soit en français les fonds indiciels cotés), en accès direct et cotés en continu, voient leurs encours fortement progresser. Ainsi, selon les données de Feri, au second semestre 2007, les ETF ont collecté 9 milliards d'euros en Europe contre des sorties de plus de 106 milliards sur l'ensemble des autres fonds. Au premier semestre 2008, ce mouvement s'accroît encore avec près de

22 milliards d'euros de collecte pour les *trackers* tandis que la décollecte des autres fonds a atteint 88 milliards d'euros.

Malheureusement pour les intermédiaires, et notamment les conseillers en gestion de patrimoine, ces produits listés sur Euronext et aux frais de gestion très bas ne peuvent généralement pas rémunérer la distribution. Cependant, de nouvelles solutions émergent comme des fonds de fonds d'allocation d'ETF, qui pourront assurer une rétrocession de leurs frais de gestion.

**Fonds de fonds de « trackers ».** Les promoteurs d'ETF travaillent en effet aujourd'hui de concert avec les gestionnaires traditionnels afin d'atteindre une large clientèle en intégrant ces véhicules dans des OPCVM classiques. Ainsi, l'offre de fonds de fonds exclusivement constitués de *trackers*, déjà présente en France de manière embryonnaire, devrait fortement se développer dans les prochains mois. « Aux Etats-Unis, ces produits sont très courants. Les sociétés de gestion utilisent les ETF aussi simplement que des actions et pilotent les allocations de ces produits », explique Eric Wohleber, directeur général de Barclays Global Investors France. « Si nous voulons atteindre un large public en France, nous devons passer par les fonds d'ETF. »

Les fonds gérés en France de cette manière représentent des montants encore modestes - ceux de Trusteam Finance ou d'Efigest AM, des maisons ayant par exemple lancé des fonds d'ETF, ne totalisent à eux deux que quelques dizaines de millions d'euros d'encours (*lire l'encadré*), mais plusieurs sociétés de gestion importantes réfléchissent actuellement à la conception de tels produits.

**La distribution rémunérée.** Ces derniers pourraient ainsi rémunérer les réseaux de distribution. « Aujourd'hui, les principales plates-formes d'assurance vie ne veulent pas intégrer les *trackers* dans leur offre », explique un professionnel. « Ces produits permettraient néanmoins aux ETF d'entrer sur ce marché par une voie détournée. » A noter que les contrats de certaines plates-formes commencent tout de même à les intégrer : c'est notamment le cas de Boursorama (filiale de la Société Générale) et du contrat de La Banque Postale récemment lancé et comprenant des *trackers* Lyxor dans ses supports (*L'Agefi Actifs n°366, p. 21*).

A terme, les CGP auront donc, outre les fonds de fonds, le choix entre plusieurs solutions pour proposer ces produits comme la mise en place d'un service de conseil en allocation rému-



**DANIELE TOHMÉ-ADET,**  
CORESPONSABLE DE LA PLATE-FORME  
EASYETF, BNP PARIBAS AM

« Les investisseurs  
ont tout de même  
besoin de conseils  
sur l'allocation »

né par des honoraires dans le cadre d'un compte titres ou d'une assurance vie. Les cabinets les plus importants peuvent, le cas échéant, recourir à la conception de fonds dédiés constitués de *trackers*, pour lesquels ils participent au comité d'allocation. « *Sur les ETF, les investisseurs peuvent investir directement, mais certains d'entre eux ont tout de même besoin de conseils sur l'allocation. C'est d'ailleurs une des raisons pour laquelle les fonds d'ETF se développent actuellement* », déclare Danièle Tohmé-Adet, coresponsable de la plate-forme EasyETF de BNP Paribas Asset Management.

**Proximité des gestions traditionnelles.** Parallèlement aux offres de multigestion, les ETF actifs, dits de « seconde génération », pourraient

aussi accélérer leur développement en France. Au lieu de suivre un indice traditionnel, ces produits répliquent des indices qui appliquent une méthodologie de sélection de valeurs différente de la simple capitalisation boursière. D'autres produits actifs utilisent des indices traditionnels, mais en y adjoignant une offre structurée avec, par exemple, un effet de levier.

Aux Etats-Unis, ces véhicules d'investissement sont déjà très présents. « *Outre-Atlantique, la plupart des gestionnaires d'actifs enregistrent actuellement leurs programmes pour lancer des ETF actifs* », constate un gérant. D'ailleurs, Pimco (Pacific Investment Management Co), l'un des gestionnaires obligataires américains les plus importants, a déclaré fin août avoir obtenu une autorisation de la SEC (la

Securities and Exchange Commission, l'équivalent de l'Autorité des marchés financiers aux Etats-Unis) pour lancer des ETF actifs ou passifs.

De tels ETF sont déjà proposés depuis quelques années dans l'Hexagone, notamment par Sgam ou Invesco. « *Nous utilisons aussi bien des méthodes qui s'intéressent aux fondamentaux des sociétés que d'autres utilisant des modèles quantitatifs de sélection de titres* », explique Thibaud de Cherisey, responsable du développement Europe des ETF Invesco PowerShares. « *Tous les promoteurs finiront par proposer une gamme d'ETF actifs* », prédit un professionnel. La logique pourrait même être poussée encore plus loin puisque, toujours aux Etats-Unis, il existe des ETF dit « actifs » ne répliquant plus aucun indice.

#### **Les dangers de la gestion active.**

Même si le développement de ces produits paraît inéluctable, tous les acteurs du secteur n'ont pas encore misé sur les ETF actifs. C'est notamment le cas



## Les modes de gestion des ETF mis en lumière par la crise des financières

Avant ces dernières semaines, les investisseurs écoutaient d'une oreille distraite les gérants d'ETF décrire leurs méthodes de gestion. Aujourd'hui, surtout après le défaut de Lehman Brothers, l'une des principales banques d'affaires, ce point est devenu crucial pour les institutionnels - même s'il l'est moins pour les particuliers - car, en Europe, beaucoup de concepteurs d'ETF utilisent les produits dérivés.

Il existe en effet trois modes de gestion pour les ETF. En premier lieu, les gérants peuvent utiliser la méthode de réplique totale en détenant dans leur portefeuille tous les titres constituant l'indice auquel se rapporte l'ETF. Cette technique présente l'avantage d'être très transparente mais il n'est pas toujours possible de la mettre en place. « Sur certains indices, comme ceux sur les marchés émergents, les gérants ne peuvent intervenir sur tous les titres, indique un professionnel. Cette réplique totale n'est possible que sur les indices étroits, sur lesquels il n'y a pas de difficultés de marché. Par ailleurs, les gérants



**ISABELLE BOURCIER,**  
RESPONSABLE DES ETF, LYXOR,

*qui utilisent cette méthode restent dépendants du taux de rotation à l'intérieur de l'indice. »*

En effet, ces rotations créent des coûts dans la gestion et, potentiellement, les frais de gestion effectifs peuvent se révéler supérieurs aux frais de gestion annoncés. La réplique totale présente toutefois l'avantage de permettre au gérant de prêter les titres de son portefeuille sur le marché et de faire baisser les frais de gestion avec ces revenus supplémentaires.

Une autre méthode, très utilisée aux Etats-Unis, consiste à détenir une partie du panier et à gérer le solde activement de manière à répliquer la performance de l'indice.

Cette méthode, plus souple pour le gestionnaire, induit cependant parfois un écart de performance important avec l'indice.

Enfin, les gestionnaires peuvent utiliser une méthode de réplique synthétique via des swaps. Le gestionnaire de l'ETF constitue un portefeuille avec des actions ou des obligations et échange à une contrepartie la performance de ce portefeuille contre la performance

de l'indice. Cette technique permet notamment l'éligibilité au PEA de trackers répliquant la performance d'indices de toute zone géographique. La réplique synthétique est aussi utilisée pour avoir accès à certains marchés pour lesquels il faut disposer d'un statut particulier, comme l'Inde. « Nous utilisons plutôt la réplique synthétique. Il faut pour cela évidemment respecter l'exposition réglementaire maximale de 10 % de l'actif à un contrat d'échange à terme négocié de gré à gré, indique Isabelle Bourcier chez Lyxor. Cette technique nous permet, outre l'éligibilité de certains ETF au PEA, de maintenir des performances très corrélées avec les indices choisis. »

De son côté, Danièle Tohmé-Adet, d'EasyETF, explique que « la réplique synthétique dans nos ETF est en priorité utilisée pour accéder à des classes d'actifs disponibles uniquement sous forme de produits dérivés ou des zones géographiques difficiles d'accès. Conforme Ucits III, l'ETF donne ainsi l'accès à des sous-jacents innovants à travers des fonds composés à hauteur de 90 % minimum de monétaire ou de paniers d'actions de la zone euro. La réplique via des produits synthétiques est utilisée par ailleurs pour éviter certaines taxes comme les droits de timbre pour les actions anglaises, dans le cadre d'optimisation fiscale. »



**ERIC WOLHEBER,**  
DIRECTEUR GÉNÉRAL,  
BARCLAYS GLOBAL INVESTORS FRANCE

« Les fournisseurs d'ETF, après avoir monté leurs produits sur les indices les plus transparents et les plus connus, ont fait appel à des indices sur des classes d'actifs plus ciblées »

du leader mondial Barclays Global Investor. « Chez BGI, nous nous sommes interrogés, il y a deux ou trois ans, sur le lancement de tels produits, mais nous avons estimé alors que le marché n'était pas encore assez mûr », déclare Eric Wohleber.

Certains estiment par ailleurs qu'une gestion active des indices dénature le produit. En effet, les ETF sont censés procurer au gérant la performance d'un marché, le bêta. Or, un ETF actif introduit une autre source de performance, l'alpha, cette fois-ci indépendante des marchés mais issue de la technique de sélection de titres. « L'objectif d'un indice est de refléter, à un moment donné, le sentiment des investisseurs sur un marché, précise Eric Wohleber. Si on introduit une gestion active dans les indices, les ETF associés, comme les fonds traditionnels, présenteront un risque lié à la sélection active des titres. Leur performance pourrait donc ne pas être stable dans le temps, indépendamment de l'évolution des marchés. »

« Si on introduit une gestion active dans les indices, les ETF associés présenteront un risque lié à la sélection active des titres »



**THIBAUT DE CHERISEY,**  
RESPONSABLE DU DÉVELOPPEMENT EUROPE  
DES ETF INVESCO POWERSHARES

**Diversité de l'offre.** Le succès de la commercialisation des ETF ces derniers mois ne s'explique cependant pas seulement par ces nouveaux modes de commercialisation, encore peu développés en France, ou par cette nouvelle génération de produits. Il s'explique avant tout parce que les *trackers* se sont imposés, en quelques années, en véritables outils d'allocation.

Au début des années 2000, lors de leur introduction dans l'Hexagone, seules les principales zones géographiques étaient couvertes par les ETF. Aujourd'hui, ils peuvent être utilisés sur la plupart des régions et des classes d'actifs. « Les ETF sont devenus des outils d'allocation dynamique. Ils peuvent également servir à apporter de nouveaux sous-jacents dans les portefeuilles », précise Danièle Tohmé-Adet.

Les premiers ETF ont d'abord concerné des indices bien connus, mais comme les investisseurs maîtrisent maintenant ce type d'instrument, les promoteurs développent aujourd'hui

davantage des thématiques de niche. « Nous avons déjà constitué le cœur de notre gamme. Nous sommes présents sur quasiment toutes les zones et nous disposons également d'indices de stratégies. Aujourd'hui, nous continuons à sortir de nouveaux produits, au rythme de quelques dizaines par an sur Euronext, à partir d'indices ou d'indices de stratégies plus spécialisées », note Valérie Lalonde, responsable de la communication produits de Bourse à la Société Générale. « Les fournisseurs d'ETF, après avoir monté leurs produits sur les indices les plus transparents et les plus connus, ont fait appel à des indices sur des classes d'actifs plus ciblées », constate Thibault de Cherisey. Evidemment, comme tous les grands indices sont couverts par les ETF, l'intérêt de voir apparaître sur le marché un produit de plus indexé sur l'EuroStoxx 50 ou le CAC 40 semble limité.

**Course à l'innovation.** Ce large éventail de produits est même devenu un argument commercial pour les concepteurs de *trackers*. Une spécificité plutôt européenne puisque sur le Vieux continent, le nombre d'ETF différents rapporté aux encours gérés est beaucoup plus important qu'aux Etats-Unis, où l'offre reste plus concentrée. En Europe, environ 140 milliards de dollars d'encours (environ 100 milliards d'euros) sont répartis sur 500 ETF, alors qu'aux Etats-Unis, 400 ETF pèsent plus de 600 milliards de dollars.

« Les promoteurs d'ETF doivent aujourd'hui trouver des indices intéressants à répliquer, aussi bien grâce à l'exposition qu'ils peuvent apporter que par leur méthodologie », note Thibault de Cherisey. Ils rivalisent donc d'imagination. Ainsi, les derniers produits lancés par Lyxor suivent le SGI Pan Africa, un indice africain, State Street prépare la commercialisation d'ETF sur la gestion alternative, EasyETF a lancé un ETF sur l'Egypte au mois de juillet et développe actuellement sa gamme sur l'environnement.



**VALERIE LALONDE,**  
RESPONSABLE DE LA COMMUNICATION  
PRODUITS DE BOURSE, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

« Nous continuons à sortir  
de nouveaux produits,  
au rythme de quelques  
dizaines par an »

**Cible élargie.** Toutes ces innovations semblent aujourd'hui militer pour le développement des ETF à la fois sur le segment des institutionnels - en leur procurant des briques d'allocation précises -, mais aussi chez les particuliers puisque ces produits comprennent maintenant des solutions d'allocation. Cela pourrait rééquilibrer la donne en France où les utilisateurs de ces fonds sont constitués pour deux tiers de professionnels et pour un tiers seulement de clients particuliers, contrairement aux Etats-Unis où particuliers et institutionnels sont équitablement répartis.

*« Les gérants de fonds de fonds ont pu, avec les ETF, avoir accès à un portefeuille diversifié à un faible coût, et notamment sur les marchés difficiles d'accès. Ensuite, le nombre de trackers se développant, ils ont investi sur des thématiques moins traditionnelles. Les gérants diversifiés ont également utilisé ces produits pour déléguer certaines poches de leurs allocations, comme les actions émergentes, voire l'obligataire. Enfin, progressivement, nous avons aussi vu arriver les assureurs sur ces*

*produits », analyse Isabelle Bourcier, responsable des ETF chez Lyxor.*

Si les ETF ont bien collecté dans les conditions difficiles de ces derniers mois, c'est donc surtout grâce aux institutionnels, et notamment parce que les gérants savent qu'ils peuvent sortir rapidement de leurs allocations en cas de problème et avec des coûts de frottement relativement faibles. *« Avant l'émergence de ces nouvelles offres, le potentiel des investisseurs individuels était important, mais il restait jusqu'alors limité à ceux qui investissent directement en Bourse »,* explique un professionnel.

Les nouveaux ETF actifs et les solutions de multigestion intégrant les trackers pourraient bien, dans les prochains mois, drainer une nouvelle clientèle vers ces produits dont le succès ne se dément pas. D'autant qu'aujourd'hui, les fonds indiciels se positionnent plutôt en complément et plus en concurrent des fonds de conviction, majoritairement distribués par les conseillers en gestion de patrimoine et dont l'objectif est justement de surperformer les indices. ◀



## Deux exemples de fonds indiciels cotés

### → Le premier lancé en France : Trusteam Tactique Euro géré par Trusteam Finance

Ce fonds de fonds, créé en décembre 2005, utilise les *trackers* pour allouer tactiquement les différentes classes d'actifs. Son exposition aux actions peut varier entre 0 et 80 % avec comme indice de référence un indice composite constitué à 30 % du DJ EuroStoxx 50 et à 70 % de l'indice obligataire Euro MTS Global. Pour définir cette allocation, le fonds utilise des techniques quantitatives de finance comportementale. Ses encours étaient de 5,4 millions d'euros à la fin du mois d'août.

#### Caractéristiques :

Code Isin : FR0010250803

Frais de gestion fixes : 1,2 % TTC

Commission de surperformance : 20 % TTC de la surperformance du fonds par rapport au meilleur entre l'Eonia et l'indicateur de référence (30 % du DJ EuroStoxx 50 et à 70 % de l'indice obligataire Euro MTS Global)

Droits d'entrée : 2 % max.

### → Le dernier-né : Pragmatis Réactif AA géré par Efigest AM

Ce fonds de fonds diversifié utilisant exclusivement des *trackers* a été créé en août 2008. Son exposition aux actions peut varier de 0 à 100 %. Il n'a pas d'indice de référence mais les commissions de surperformance sont calculées en fonction d'un indice composé à 50 % d'actions internationales et à 50 % d'emprunts d'Etat européens. L'allocation est effectuée en utilisant aussi bien des méthodes fondamentales que quantitatives. Le gestionnaire fait également appel à BCA Research, une société indépendante de conseil en allocation canadienne. Ce fonds, tout nouvellement créé, totalise moins de 5 millions d'euros d'encours. Le gestionnaire est, par ailleurs, en cours de modification des autres produits de sa gamme afin de les transformer également en fonds de fonds de produits indiciels.

#### Caractéristiques :

Code Isin : FR0010649756

Frais de gestion : 2,3 % TTC

Frais de gestion variables : 15 % TTC, maximum de la différence, si elle est positive, entre la performance du FCP et celle de l'indice composite constitué à 50 % du MSCI World en euros et à 50 % de l'Euro MTS Global

## RÉPARTITION DES ENCOURS DES ETF EN EUROPE

	Exposition	30 sept. 08		31 déc. 07		Variation part de marché	Variation des actifs sous gestion
		Poids	Actifs sous gestion en M€	Poids	Actifs sous gestion en M€		
1	Oligations	18,90 %	18.365	13,63 %	11.674	38,63 %	57,31 %
2	Actions pays européens	17,42 %	16.927	22,77 %	19.509	-23,51 %	-13,23 %
3	Actions zone euro	17,38 %	16.888	18,68 %	16.001	-6,98 %	5,54 %
4	Actions Etats-Unis	7,28 %	7.078	4,59 %	3.928	58,67 %	80,20 %
5	Actions Asie	5,95 %	5.782	7,04 %	6.028	-15,49 %	-4,08 %
6	Monétaire	5,83 %	5.662	2,36 %	2.024	146,87 %	179,77 %
7	Actions secteurs	5,37 %	5.215	7,79 %	6.673	-31,13 %	-21,86 %
8	Actions pays émergents	5,10 %	4.957	6,24 %	5.344	-18,27 %	-7,25 %
9	Matières premières	4,08 %	3.969	2,48 %	2.127	64,65 %	86,59 %
10	Actions style	3,48 %	3.385	5,32 %	4.561	-34,53 %	-25,78 %
11	Actions régions européennes	3,20 %	3.106	4,55 %	3.897	-29,77 %	-20,31 %
12	Actions monde	2,63 %	2.558	2,01 %	1.723	30,95 %	48,47 %
13	Indices de stratégie	2,26 %	2.197	1,20 %	1.024	88,38 %	114,55 %
14	Actions immobilier	0,86 %	832	1,07 %	915	-19,97 %	-9,04 %
15	Actions ISR	0,28 %	270	0,29 %	244	-4,33 %	10,51 %
	<b>Total</b>	<b>100,00 %</b>	<b>97.191</b>	<b>100,00 %</b>	<b>85.672</b>		

Source : Bloomberg et Lyxor AM, 30 septembre 2008