

Encadré 3.7 :

LES FONDS INDICIELS NÉGOCIABLES (ETF)

L'industrie des ETF (*Exchange traded funds*) a connu une évolution rapide au cours de la dernière décennie, avec un montant global d'actifs sous gestion atteignant près de 2000 milliards de dollars à la fin de l'année 2012⁶. Dans le même temps, les innovations financières qui ont accompagné le développement de ce marché ont amené les organisations internationales à se pencher sur les risques systémiques potentiels qui pourraient émaner de cette activité⁷.

De nombreux parallèles ont ainsi été dressés avec les développements de la finance structurée de marché, qui a joué un rôle crucial dans la propagation du choc des *subprime* au système financier dans son ensemble. Tout d'abord, l'environnement de taux d'intérêt faibles, qui avait favorisé la croissance des produits structurés, a amené les intermédiaires financiers en quête de rendement à introduire des innovations financières sur le segment des fonds d'investissement. Ensuite, alors que la titrisation avait été utilisée pour contourner les contraintes réglementaires sur l'offre de crédit, les innovations dans l'industrie des ETF sont actuellement utilisées par certaines banques pour refinancer les parties les moins liquides de leur bilan, et contourner ainsi la réglementation sur les ratios de liquidité introduite par Bâle III. Enfin, la crise actuelle a mis en évidence l'importance des effets de contagion dans l'analyse des risques pesant sur la stabilité financière. De ce point de vue, l'utilisation de produits dérivés échangés de gré à gré et les opérations de prêt sur titres effectuées par les ETF ont des implications importantes pour l'évaluation du risque systémique⁸.

L'objectif de cet encadré est de présenter l'activité des ETF domiciliés au Luxembourg. Les principales spécificités de cette catégorie de fonds d'investissement sont explicitées au préalable afin de faciliter la compréhension pour le lecteur.

A) LA STRUCTURE DES ETF

De manière générale, les ETF sont des fonds d'investissement ouverts qui appliquent des stratégies de gestion destinées à reproduire le rendement d'un indice de référence tel que le S&P 500. En tant que tel, les ETF constituent donc de simples véhicules d'investissement permettant de réduire les coûts de transactions relatifs à la détention d'un portefeuille d'actifs financiers diversifié. Cependant, à la différence des fonds d'investissement traditionnels, les ETF sont cotés de manière continue sur les marchés boursiers, les parts d'ETF pouvant ainsi être achetées et vendues au cours de la journée par les investisseurs⁹.

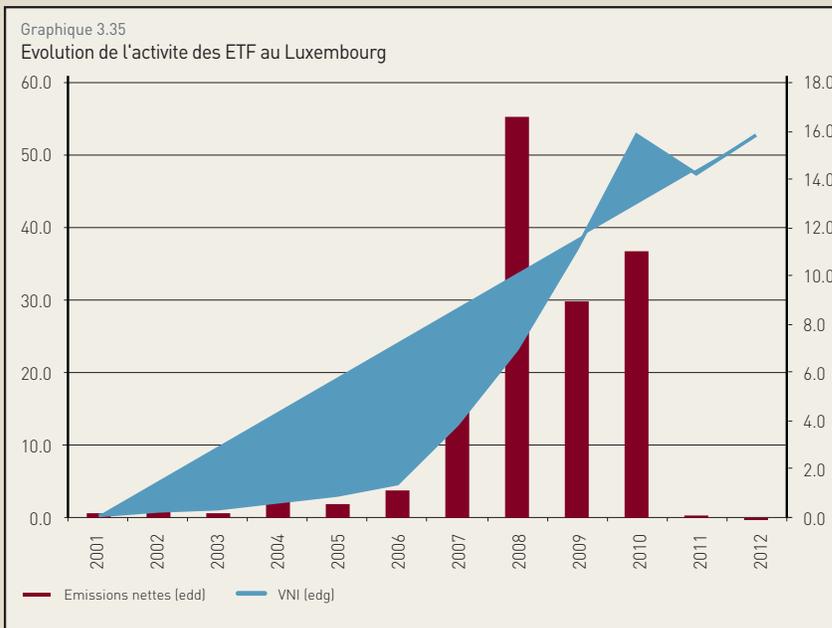
Les ETF se répartissent en deux catégories principales, en fonction de la technique de répllication utilisée pour reproduire la performance de l'indice de référence. (i) Les ETF physiques investissent dans l'intégralité des titres contenus dans l'indice de référence (*full replication*) ou dans un échantillon de titres considérés comme plus liquides et fortement corrélés avec l'indice de référence (*sampling replication*). (ii) La méthode de répllication synthétique consiste quant à elle à utiliser des produits dérivés pour reproduire la performance de l'indice de référence. Les ETF synthétiques réalisent alors un accord de swap avec une banque d'investissement qui s'engage à verser à l'ETF le rendement de l'indice, en échange du rendement de portefeuille fourni initialement en échange à l'ETF par la contrepartie du swap. Dans le cadre de la méthode de répllication fondée sur les swaps, le portefeuille de titres peut être soit détenu par l'ETF (*unfunded swap*) ou détenu en son nom en tant que collatéral auprès d'un dépositaire (*funded swap*).

6 Selon les chiffres publiés par Blackrock.

7 Voir notamment les rapports du FSB (2011) "Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds", Avril 2011, et du FMI (2011) "Exchange-Traded Funds: Mechanics and Risks", Global Financial Stability Report, Avril 2011, pp.68-74.

8 Pour une présentation détaillée des principaux risques en matière de stabilité financière, le lecteur peut notamment se référer aux travaux de Ramaswamy S. (2011) "Market Structures and Systemic Risks of Exchange-Traded Funds", BIS, Document de travail n°343, Avril 2011, et Amenc et al. (2012) "What Are the Risks of European ETFs?", EDHEC-Risk Institute, Janvier 2012.

9 La principale différence entre les ETF et les fonds d'investissement traditionnels réside donc dans le mode de négociation et de fixation du prix des parts émises. A ce sujet, voir notamment Deutsche Bank (2011), "In the ETF Labyrinth, Where Does the Thread Begin?", Global Markets Research, Juillet 2011.



Source : BCL

Alors que la plupart des ETF domiciliés aux Etats-Unis sont réglementés par l'*Investment Company Act* de 1940, la majorité des ETF en Europe est encadrée par la Directive UCITS. Les ETF domiciliés aux Etats-Unis utilisent principalement une méthode de réplique physique en raison de contraintes réglementaires relatives à l'utilisation de produits dérivés, alors qu'en Europe, l'environnement réglementaire a largement favorisé le développement des ETF synthétiques. En décembre 2012, l'agence européenne de régulation des marchés financiers (ESMA) a publié ses lignes directrices sur les « *ETF et autres sujets relatifs aux OPCVM* », et ce afin de prévenir les risques sous-jacents liés aux ETF, notamment du point de vue

du risque de contrepartie inhérent à la réalisation d'opérations de prêts de titres dans les ETF de réplique physique et à l'utilisation de produits financiers dérivés dans les ETF de réplique synthétique.

B) L'ACTIVITÉ DES ETF DOMICILIÉS AU LUXEMBOURG

La valeur nette d'inventaire des ETF domiciliés au Luxembourg était de 52 milliards d'euros à la fin de l'année 2012, soit environ 20% des parts de marché au niveau européen. La taille de ce segment de marché demeure donc relativement faible en comparaison avec les 2360 milliards d'euros gérés par l'industrie des fonds d'investissement dans son ensemble. Cependant, l'intérêt croissant des investisseurs pour ce type de produits est illustré par l'évolution de la VNI et des émissions nettes, ainsi que par l'augmentation rapide du nombre d'ETF au cours de la dernière décennie.

En dépit de la crise, les actifs sous gestion ont été multipliés par plus de quatre entre 2007 et 2010. Cependant, cette évolution a marqué une pause en 2011 en raison du débat polémique entourant les ETF synthétiques, ces derniers représentant la majeure partie de l'activité au Luxembourg. En 2011 et 2012, l'évolution de la VNI a été principalement déterminée par des effets de revalorisation, les émissions nettes affichant des montants négligeables au cours de cette période.

Tableau 3.9 :

Evolution du nombre d'ETF

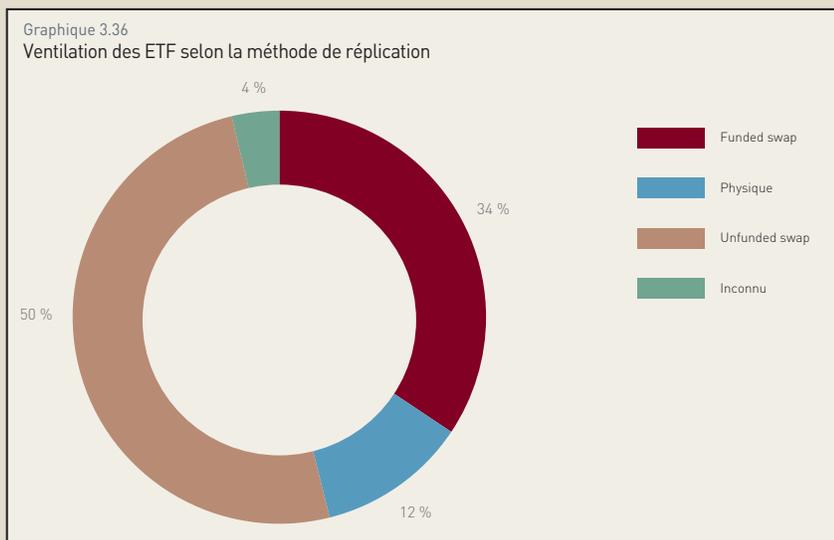
ANNÉE	OUVERTURES	FERMETURES	TOTAL
2002	20	2	27
2003	1	9	19
2004	1	6	14
2005	3	1	16
2006	10	1	25
2007	70	0	95
2008	98	7	186
2009	52	1	237
2010	113	2	348
2011	86	3	431
2012	58	18	471

Source: BCL

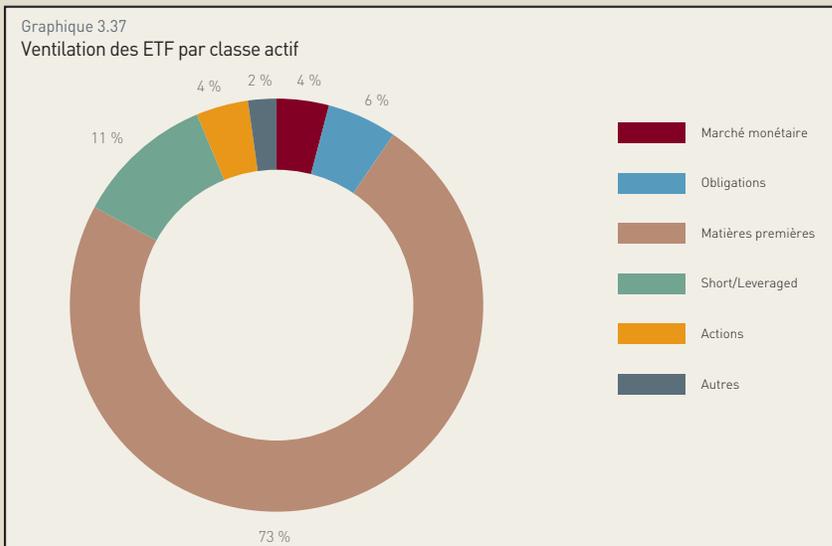
La classification des ETF domiciliés au Luxembourg est présentée dans les graphiques suivants en fonction de la méthode de réplcation (physique, synthétique unfunded/funded swap) et de la classe d'actif sous-jacente (action, obligations, matières premières...).

La majorité des ETF au Luxembourg utilise une approche synthétique pour répliquer l'indice de référence, avec respectivement 50% et 34% de l'activité des fonds reposant sur des modèles unfunded swap et funded swap, une proportion relativement élevée au regard de la moyenne européenne.

En outre, à la fin de l'année 2012, 73% de l'activité des ETF domiciliés au Luxembourg correspondait à une stratégie de référence basée sur un indice action, alors que les stratégies obligation, matières premières et marché monétaire représentaient respectivement



Source : BCL



Source : BCL

11%, 6% et 4% de la VNI totale de cette industrie. La catégorie Short/Leveraged, qui repose sur des pratiques de gestion du risque plus sophistiquées, représentait quant à elle 4% de ce segment de marché.

Le bilan agrégé des ETF ventilé par méthode de réplcation illustre la structure spécifique du portefeuille qui caractérise chaque classe d'ETF. Les ETF physiques, qui sont presque entièrement dédiés à la réplcation d'indices actions, sont adossés à des détentions d'actifs correspondantes. Les ETF basés sur une structure funded swap détiennent quant à eux uniquement un montant élevé de

produits financiers dérivés, les actifs correspondant étant détenus en tant que collatéral auprès d'un dépositaire de titres. Enfin, les ETF utilisant une structure unfunded swap se distinguent par la taille élevée de leur bilan, qui atteint près de deux fois la valeur des parts émises. De fait, étant donné la nature du contrat de swap, ces ETF rapportent un montant de produits financiers dérivés similaires au montant des actifs qui a été transféré par la contrepartie du swap¹⁰.

Tableau 3.10:

Bilan agrégé des ETF (encours, milliards d'euros)

	PHYSIQUE	UNFUNDED SWAP	FUNDED SWAP
Actif			
Dépôts et créances	0.0	0.0	0.1
Titres de créance	0.0	7.8	0.0
Actions et autres participations	6.0	18.6	0.0
Autres actifs et instruments financiers dérivés	0.1	18.8	17.8
Passif			
Parts émises	6.1	26.0	17.9
Emprunts	0.0	0.0	0.0
Autres passifs et instruments financiers dérivés	0.0	19.2	0.0
Total Actif/Passif	6.1	45.2	17.9

Source: BCL

¹⁰ Les données collectées auprès de certains ETF portent sur des positions nettes, ce qui implique que le montant des produits financiers dérivés affiché dans le Tableau 3.10 est probablement sous-évalué.

Pour conclure, l'activité des ETF au Luxembourg demeure relativement contenue en comparaison avec le montant des actifs sous gestion de l'industrie des fonds d'investissement dans son ensemble. Cependant, les risques potentiels qui pourraient découler de ce segment de marché sont encore relativement méconnus, et ce malgré les efforts des principaux acteurs pour augmenter le degré de transparence et le renforcement récent des standards de régulation européens appliqués aux ETF et, plus généralement, aux OPCVM qui réalisent des opérations de swap et des opérations de prêt sur titres. De ce point de vue, la mise en place d'une collecte statistique appropriée pour cette classe de fonds permettrait sans aucun doute d'améliorer les activités de surveillance de la banque centrale en matière de risque systémique.

2.2 LES ASSURANCES

Les chiffres du dernier trimestre de 2012 confirment le développement de l'activité constaté au cours des neuf premiers mois de l'année: l'encaissement des branches non vie progresse de 14,20% par rapport au 4^{ème} trimestre 2011 et les primes en assurance-vie augmentent de 45,88% par rapport à la collecte du trimestre correspondant de l'exercice précédent.

Compte tenu des performances des trimestres précédents, l'ensemble de l'année enregistre une hausse des primes de 39,16%: les branches non vie progressent de 14,73%, alors que celles de l'assurance-vie augmentent de 42,93%.

En assurance-vie, toutes les branches sont touchées par la croissance de l'encaissement. La remontée de 24,63% de l'encaissement relatif aux produits en unités de compte est le reflet de la reprise des marchés boursiers, alors que la hausse de 84,09% des primes des produits vie à rendements garantis traduit l'attraction pour des produits d'assurance continuant à allier la sécurité à des rendements supérieurs à ceux d'autres produits d'épargne. Tout en demeurant très largement prépondérants, les produits en unités de compte ont vu leur part de marché baisser et les primes correspondantes ne constituent plus que 60% de l'encaissement contre 69% en 2011. L'évolution des produits classiques reste influencée par les produits d'épargne-pension au titre de l'article 111bis de la loi sur l'impôt sur le revenu: les quelque 55.570 contrats – en progression de 7,88% par rapport à 2011 – ont généré un encaissement de 79,94 millions d'euros, soit 8,78% de plus qu'en 2011. L'épargne gérée à ce titre s'élève à 574 millions d'euros à la fin de 2012.

Le total des provisions techniques des assureurs vie s'établit à 107,68 milliards d'euros à la fin 2012, en progression de 17,12% par rapport à fin 2011 et de 4,69% par rapport à la fin du mois de septembre 2012.

Avec un résultat après impôt de 164,16 millions d'euros, en augmentation de 117,70% par rapport à l'exercice précédent, les entreprises d'assurance vie dépassent leur meilleur résultat jamais enregistré. L'assurance non vie - hors assurances maritimes du 4^{ème} trimestre - progresse de 14,73%. L'encaissement des assureurs travaillant essentiellement, sinon exclusivement sur le marché luxembourgeois, augmente plus vite que l'inflation avec une croissance des primes de 6,37%. Avec une progression de 21,15% de leur encaissement, les entreprises opérant à l'étranger dans les branches d'assurances non vie hors assurances maritimes renouent avec une croissance vigoureuse après avoir marqué le pas un an auparavant. L'assurance maritime pour laquelle seules les données des trois premiers trimestres sont disponibles et qui est essentiellement le fait de quelques grandes mutuelles dont l'encaissement reflète l'évolution des sinistres a progressé de 5,81% au cours de cette période.