

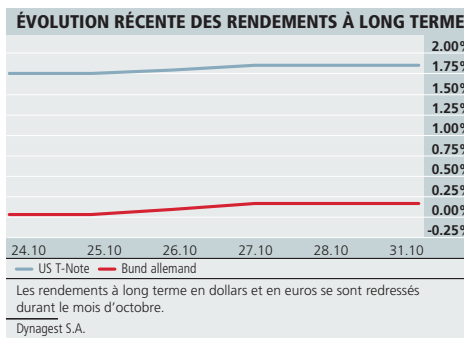
Taux d'intérêt fiévreux et déboussolés

MARCHÉS OBLIGATAIRES. Les investisseurs naviguent à vue en attendant de mieux cerner les perspectives monétaires pour l'année prochaine.

FRANÇOIS CHRISTEN*

Seraient-ce les prémices de la fin d'un cycle baissier des taux d'intérêt? La semaine écoulée a été le théâtre d'une correction assez sévère des emprunts à long terme, notamment en Europe où le rendement du «Bund» allemand à dix ans d'échéance a atteint 0,18% alors qu'il s'établissait aux environs de -0,15% à la fin du mois de septembre, et tout près de 0% lundi passé. L'accroissement graduel de la pente de la courbe des rendements en euros n'est pas imputable à un événement isolé, mais à un faisceau d'indices suggérant que la conjoncture de l'Union Monétaire Européenne a le vent en poupe. L'Allemagne assume toujours son rôle de locomotive, comme en témoigne le climat des affaires favorable reflété par l'indice IFO (110,5 en octobre après 109,5 en septembre; conditions courantes à 115 après 114,7). Dans le sillage de l'Allemagne, la zone euro poursuit une expansion modérée (0,3% au troisième trimestre, 1,6% en glissement annuel), qui pourrait se renforcer en fin d'année si l'on se fie aux indicateurs les plus récents. L'indice de confiance économique publié par la Commission Européenne a bondi en octobre (106,3 après 104,9 en septembre) et le climat des affaires s'est encore amélioré (0,55 en octobre, au plus haut depuis 2011). Le redressement de la confiance des consommateurs et le déclin du nombre

de sans-emploi en France complètent un tableau assez souriant, mais pas euphorique. Ces chiffres globalement encourageants sont compatibles avec une inflexion de la politique monétaire de la BCE courant 2017. La BCE devrait annoncer plus clairement ses intentions début décembre, lorsqu'elle dévoilera la nouvelle mouture de ses projections. Mario Draghi a déjà affirmé que la politique conserverait un caractère accommodant. Quelques fuites savamment distillées la semaine passée nous apprennent que la BCE continuera certainement à acheter des actifs au-delà de mars 2017. Un arrêt brutal du programme d'assouplissement quantitatif semble hors de question en raison du comportement de l'inflation (0,5% annuel en octobre, 0,8% hors énergie et alimentation). Il faut toutefois se préparer à une réduction graduelle du volume mensuel des achats, même si le retour de l'inflation vers l'objectif proche de 2% se fera vraisemblablement attendre jusqu'à fin 2018. Le marché des capitaux en francs suisses est également sous pression. Le rendement des emprunts de la Confédération à dix ans s'est redressé au-dessus de -0,4%, après avoir flirté avec un niveau de -0,6% à fin septembre. Ces tensions font écho à la correction des obligations en euros, mais elles sont aussi fondamentalement étayées par des indicateurs bien orientés, à l'image de l'indice pré-



curseur du KOF qui a gagné trois points en octobre pour s'établir à 104,7. Aux Etats-Unis, la structure des taux d'intérêt en dollars poursuit son redressement. Le rendement du «T-Note» à dix ans s'est rapproché de 1,9% et affiche une augmentation qui avoisine 0,3% sur l'ensemble du mois d'octobre. Les indicateurs récents mettent en lumière une économie assez bien portante, qui a renoué avec un taux de croissance proche de 3% au troisième trimestre. Attendu, ce renforcement est principalement imputable au sursaut des exportations (dont la progression annualisée atteint 10%) et à une évolution moins pénalisante des inventaires. Le tableau conjoncturel présente pourtant quelques zones d'ombre. Le ralentissement de la consommation privée et une nouvelle érosion des dépenses

d'investissement infirment tout diagnostic de surchauffe. Dans le même registre, la timide progression du déflateur du PIB (1,3% en glissement annuel) traduit toujours un environnement peu inflationniste. Hors énergie et alimentation, l'indice de prix des dépenses de consommation affiche une progression annualisée de 1,7%, toujours inférieure à l'objectif de la Fed mais au plus haut depuis 2 ans. Le menu de la semaine qui débute est copieux, puisqu'il comporte l'indice ISM, le rapport de l'emploi et une réunion du FOMC. Un large «consensus», auquel nous adhérons, escompte le statu quo monétaire. Janet Yel-

len et ses collègues devraient attendre le 14 décembre pour agir. Le communiqué publié mercredi devrait intégrer quelques avertissements dans ce sens, tout en cherchant à apaiser les marchés en laissant une certaine marge de manœuvre au comité directeur. A dix jours de l'élection présidentielle, la réouverture d'une enquête du FBI à l'encontre d'Hilary Clinton relance les chances de l'imprévisible Donald Trump, ce qui fragilise les actions au profit des obligations. Il faut toutefois relever qu'une victoire du Républicain pourrait aussi se révéler très lourde de conséquences pour les obligations en dollars, même si l'on ne sait pas grand-chose de la politique économique et budgétaire qui serait mise en œuvre, après une campagne essentiellement axée sur la personnalité et les «stars» des deux protagonistes. Les obligations en yens échappent à l'influence des marchés occidentaux. La courbe des rendements en yens est quasiment figée, avec des taux d'intérêt monétaires proches de -0,25% et un rendement du «JGB» à dix ans tout près de 0%, conformément à la volonté de la Banque du Japon.

* Dynigest SA à Genève

L'ACCROISSEMENT GRADUELLE DE LA PENTE DE LA COURBE DES RENDEMENTS EN EUROS EST IMPUTABLE À UN FAISCEAU D'INDICES SUGGÉRANT QUE LA CONJONCTURE DE L'UNION MONÉTAIRE EUROPÉENNE A LE VENT EN POUPE.

TRAJECTOIRES

M&G INVESTMENTS: management renforcé
M&G Investments a annoncé la nomination d'Agathe Proust au poste de responsable du développement au sein de son équipe suisse. Elle couvrira la région de Lausanne. Travaillant depuis Morges, et en collaboration avec Xavier Gendre, Agathe Proust sera chargée de poursuivre le développement de l'activité de M&G en Suisse romande en s'attachant à renforcer les relations clients avec les services de gestion discrétionnaire et conseillée des banques, les gestionnaires d'actifs indépendants, les «family offices» et les intermédiaires financiers. Agathe Proust est issue de M&G en France.

ARIS WM: Alexandre Andreani nommé CIO
Aris Wealth Management a nommé Alexandre Andreani au poste de directeur de l'investissement (CIO). M. Andreani assumera également la responsabilité des stratégies quantitatives. Dans ses fonctions, le nouveau venu devra superviser et développer des produits d'allocation stratégique d'actifs pour des investisseurs externes, plus particulièrement les institutionnels, a indiqué hier la société de gestion genevoise. Au sein d'Andreani & Associés, M. Andreani a créé et gère au cours des dix dernières années des stratégies d'investissement quantitatives. Aris Wealth Management a été fondée initialement pour gérer la fortune des associés fondateurs. La société accueille aujourd'hui d'autres clients souhaitant confier la gestion de leurs avoirs.

SFAMA: Lorenz Arnet au conseil de direction
L'Association suisse des fonds et de la gestion d'actifs (Swiss Funds and Asset Management Association - SFAMA) annonce l'arrivée au sein de son conseil de direction de Lorenz Arnet. Diplômé de la Haute école de Saint-Gall, l'économiste sera en charge de la plateforme de gestion d'actifs de l'association, avec un accent particulier sur la capacité d'exportation de cette dernière, détaillant un communiqué publié hier.

ALLIANZ SUISSE: Christoph Häberli nommé à la tête d'AMOS IT
Allianz Managed Operations & Services IT (AMOS IT), filiale à 100% du groupe Allianz Suisse, aura un nouveau directeur général (CEO) à compter du 1^{er} janvier 2017 en la personne de Christoph Häberli. Ce dernier succédera à Moreno Ponci, qui part à la retraite après plus de 35 ans passés au service de l'assureur. Directeur de l'unité Operations Services depuis début 2015, M. Häberli a été gérant de VisionReal Consulting, où il a mis en oeuvre des projets complexes pour diverses sociétés d'assurances, dont Allianz Suisse. Ingénieur civil diplômé, le quadragénaire a fait des études d'urbanisme et d'aménagement du territoire à l'EPFL et à l'Institut technologique de Georgie (USA) et justifie de près de 20 ans d'expérience en matière de projets informatiques. Basée à Wallisellen, AMOS IT est en charge de tous les services informatiques d'Allianz Suisse.

L'industrie s'est profondément renouvelée

PRODUITS STRUCTURÉS. Entretien avec le président de l'ASPS qui revient sur les initiatives engagées pour rétablir la confiance après la crise de 2008.

La réputation sulfureuse dont ont souffert les produits structurés après la crise financière de 2008 n'est plus qu'un mauvais souvenir, à en croire Georg von Wattenwyl. Le président de l'Association suisse des produits structurés (ASPS) estime que l'industrie a tiré les leçons des erreurs passées et a su restaurer la confiance. La faitière, qui célèbre en 2016 ses dix ans d'existence, se concentre désormais sur la démocratisation de ces instruments financiers, encore réservés à un public averti.

toujours été le cas. Par conséquent, certains clients ont souffert de ventes et d'incitations trompeuses. Nous avons appris de nos erreurs en renforçant la transparence et la clarté des produits.

Il a fallu reconstruire la confiance après la crise. L'ASPS a-t-elle contribué à cet effort?

Nous avons joué un rôle important, en parlant d'une seule et unique voix pour le secteur. L'ASPS a lancé juste après la crise les certificats garantis par nantissement (COSI), un produit novateur visant à couvrir les risques. La confiance passe aussi par la transparence et de nombreuses initiatives ont été prises dans ce sens. Depuis le début de l'année, nous publions des statistiques détaillées incluant nouvellement les produits OTC à l'adresse du grand public.

Pour évaluer le risque lié à l'émetteur des produits structurés, on recourt aux agences de notation. Est-ce bien raisonnable alors que les défaillances de ces dernières ont été mises à l'index après 2008?

Aujourd'hui, il existe des plateformes destinées à comparer les produits structurés présents sur



GEORG VON WATTENWYL.
Il ne faut pas vouloir surprotéger les investisseurs.

le marché, en se basant sur de nombreuses caractéristiques. Les recommandations émises par les agences de notation ne constituent qu'une composante. Le client dispose d'outils transparents pour prendre ses décisions. D'ailleurs, un investisseur désirent absolument se prémunir du risque émetteur peut souscrire à des COSI.

Malgré tout, ne faudrait-il pas réguler davantage afin de protéger le client, comme c'est le cas pour les fonds?

A mon avis, un investisseur doit assumer ses responsabilités et il serait erroné de vouloir le surprotéger. La régulation doit servir surtout à améliorer la transparence, bien que cet exercice connaisse également ses limites. Regardez ce qu'il se passe avec les

directives MiFid en Europe, où un produit structuré doit être accompagné d'une documentation de 100 pages. La flexibilité constitue l'autre aspect essentiel. Les émetteurs doivent pouvoir s'adapter facilement aux besoins du marché. A ce titre, l'exemple des fonds d'investissements est le mauvais: la surrégulation dans ce domaine en Suisse a provoqué une fuite de la production à l'étranger.

Quels sont les volumes engagés aujourd'hui dans ces produits?

Le chiffre d'affaires pour les produits structurés des principaux membres de l'ASPS a atteint 235,1 milliards de francs en 2015. Pour les premiers mois de 2016, des recettes se sont élevées à 125 milliards de francs, exactement le même montant qu'en 2015.

Existe-t-il un investisseur-type?

Il peut être défini comme une personne bénéficiant d'un niveau de formation supérieur et s'intéressant aux marchés financiers. L'investisseur «moyen» a tendance à penser que les produits structurés sont réservés aux personnes fortunées ou aux professionnels. Par nos initiatives, nous voulons changer cette perception, afin que les dérivés soient utilisés dans l'investissement systématique et non

plus seulement pour améliorer le rendement d'un portefeuille. Les clients privés sont majoritaires par rapport aux institutionnels. Cette proportion est toutefois appelée à évoluer – et se renverser à terme – car les caisses de pension cherchent toujours des solutions alternatives dans un environnement de taux bas qui est appelé à durer.

L'ASPS ne compte que trois membres romands sur 27, soit la BCV, Pictet et Lombard Odier. C'est peu...

Oui, c'est peu. Cependant, nous sommes confiants que ce nombre augmentera bientôt. En outre, nous comptons déjà un membre tessinois, Cornèr Banque, et différents acteurs étrangers présents sur le marché suisse. L'ASPS couvre désormais toutes les régions linguistiques du pays, l'un des objectifs de ma présidence.

INTERVIEW:
FEDERICO RAPINI, AWP

LA RÉGULATION DOIT SERVIR SURTOUT À AMÉLIORER LA TRANSPARENCE. BIEN QUE CET EXERCICE CONNAISSE ÉGALEMENT SES LIMITES.

Est-il possible de mesurer l'étendue du dégat d'image occasionné par la crise de 2008 au marché des produits structurés en Suisse?

Les dommages ont été indéniables. Le grand public a assimilé la faillite de Lehman Brothers aux produits structurés, alors qu'il s'agissait d'un cas de banque en cessation de paiement. Ensuite, les dérivés sont perçus dans l'esprit collectif comme des actifs illiquides et opaques, souvent ramenés aux seuls subprime et fonds spéculatifs. Cela ne pourrait être plus éloigné de la réalité. Le secteur doit reconnaître une certaine responsabilité. Il est nécessaire que les investisseurs comprennent toujours ce qu'ils achètent. Dans le passé, ça n'a pas