Lundi Finance
PRODUITS STRUCTURÉS

Les vertus des convertibles
Le marché des obligations convertibles dépasse 300 milliards de dollars. Ces produits promettent une protection contre la baisse des cours et une participation à l'essentiel des gains boursiers ●●● PAGE 14

Histoire d'une transformation
Après la crise de 2008 qui a failli les emporter, les produits structurés ont su rebondir. Leur expansion s'est nourrie des changements structurels d'un univers encore appelé à évoluer ●●● PAGE 14

Une percée auprès des caisses de pension
Georg von Wattenwyl, président de l'Association Suisse Produits Structurés, entend contribuer au renforcement du système de prévoyance et accroître la place des structurés dans les portefeuilles ●●● PAGE 12

La bonne stratégie en matière de dividendes
Les dividendes constituent un argument d'achat. Grâce à des indices particuliers, les investisseurs doivent cibler les entreprises qui proposent des distributions de dividendes attrayantes et durables ●●● PAGE 15

L'atout d'une protection conditionnelle
L'investissement dans les certificats bonus est adapté avec un scénario haussier alors que les barrier reverse convertibles conviennent davantage à des attentes d'évolution latérale des actions ●●● PAGE 15

Les favoris des banques sont au rendez-vous

PLACEMENTS Les banques regroupent depuis des années leurs meilleures idées d'achats en actions suisses dans un produit. Le bilan est plus favorable qu'on ne pourrait l'imaginer

EMMANUEL GARESSUS, ZURICH
@garessus

Les banques, du moins celles qui disposent encore d'une équipe d'analystes financiers dédiée aux actions suisses, ont parfois regroupé leurs meilleures idées d'achats dans un produit financier. C'est le cas dans les produits structurés. La Banque cantonale de Zurich émet depuis 2015 un certificat sur ses actions suisses favorites pour l'année suivante (ZKB Jahresfavoriten). D'autres, comme Vontobel, ont adapté cette formule pour la rendre plus flexible.

Surperformance par rapport à l'indice SPI

Pour l'investisseur, l'avantage est double. D'une part, les plus fortes convictions d'investissement des experts d'une banque sont regroupées dans un seul produit. D'autre part, le nombre de titres représentés assure une bonne diversification. Sans doute meilleure que celle d'un fonds de placement ou d'un ETF centré sur les indices suisses. Ces derniers souffrent en effet d'une forte domination des groupes Nestlé, Roche et Novartis.

Comme de tels produits sont lancés depuis de nombreuses années, l'heure du bilan est venue, d'autant plus qu'après plusieurs exercices de hausse, les marchés ont subi une nette consolidation en 2018. L'épargnant peut donc évaluer les produits tant lors d'une tendance haussière qu'au terme d'une mauvaise année.

Prenons donc l'exemple de la Banque cantonale de Zurich et des certificats qu'elle a émis sur les favoris de l'année suivante. Depuis le début 2015, chaque année, la composition du certificat a été différente en fonction des prévisions des analystes, mais toujours avec le même objectif, celui de présenter une meilleure performance que l'indice SPI des actions suisses.

L'épargnant qui a investi son argent chaque année dans ce type de produits ne le regrette pas. Le rendement a dépassé de 30% celui de l'indice SPI des actions suisses. Le gain est considérable. Le produit de la ZKB s'est apprécié de 13,1% en 2015 (indice SPI +3,2%), de 17,3% en 2016 (indice SPI 4,8%), de 32,5% en 2017 (indice SPI 20,3%).

Changement d'ambiance toutefois en 2018. L'année dernière, la bourse suisse n'a pas échappé à la tendance négative rencontrée sur tous les grands marchés d'actions. L'indice SPI a ainsi baissé de 9,7%. Le certificat de la ZKB a chuté encore plus lourdement, perdant 12,4%.

Le retour des valeurs défensives

L'une des raisons de la surperformance du produit au cours des années de hausse, en plus d'une sélection réussie des titres, se trouve dans l'intégration de capitalisations boursières petites et moyennes. Durant la baisse de 2018, ce choix s'est toutefois avéré pénalisant. Les grandes multinationales comme Nestlé, Roche et Novartis, réputées pour leur caractère défensif, ont surperformé les «small & mid caps» depuis un an. Ces dernières ont perdu environ 15% l'an dernier, alors que les trois géants de la cote ont à peine varié.

Les actions Logitech font partie des favorites des analystes de la Banque cantonale de Zurich. Le titre est intégré dans le produit structuré Jahresfavoriten 2019. *(LAURENT GILLIÉRON/KEYSTONE)*

Mais du début 2015 à 2018, mieux valait privilégier les petites valeurs à forte croissance.

Le certificat sur les favoris de la ZKB comprenait en 2018 cinq grandes valeurs, avec une pondération de 12%. Le structuré intégrait aussi trois sociétés de taille moyenne (pondération de 10%) et deux petites valeurs (5%). Ni Nestlé ni Roche n'y figuraient.

Compte tenu de son rendement à long terme, on comprend que les responsables de la banque aient à nouveau émis un tel certificat pour 2019. Au sein des favoris 2019, les analystes ont sélectionné cinq grandes valeurs mais avec une pondération de 13,5% cette fois, à savoir Logitech, Novartis, Schindler, SGS, Sika, ainsi que trois moyennes capitalisations (7,5%), soit Daetwyler, Inficon et Siegfried, et deux petites valeurs (5%), soit LLB et Orior. De ces dix actions, quatre ont un rendement positif en 2018: Novartis, Siegfried, Orior et LLB. Cette dernière a même gagné 26%.

Une gestion plus active chez Vontobel

Vontobel, leader des structurés et de l'analyse financière, a repris cette idée mais en a modifié l'approche avec le temps. «L'idée des champions de l'année souffre de sa limite temporelle. Il est assez difficile d'évaluer les meilleurs du premier janvier à la fin décembre», indique Eric Blattmann, responsable de la distribution, à Zurich.

La banque a donc lancé une version «dynamique» du produit. Depuis février 2016, un certificat regroupe toujours les recommandations d'achat, le Vontobel Swiss Research Basket. Mais lorsque l'équipe d'analystes retire la recommandation d'achat à une action, celle-ci sort du panier le même jour. Et si une société obtient une recommandation d'achat, elle y est introduite le même jour. Ce certificat comprend 30 titres d'une pondération de 0,7% à 6%. Parmi les titres présents avec environ 6%, on trouve Roche, Nestlé, Sika, LafargeHolcim, Richemont, Swiss Life, Swiss Re et UBS. Parmi les plus petites valeurs, on rencontre des romandes comme Bobst, Logitech, Temenos. L'action Vontobel n'en fait pas partie.

A la fin janvier, le cours du structuré était de 138,20 francs. La banque n'indique pas la capitalisation boursière de ce produit.

Détention durant trois ans

Depuis son lancement, sa surperformance par rapport à l'indice SPI s'élève à 14% puisqu'il s'est apprécié de 36,2% et l'indice SPI de 22,2%. Si l'année 2017 a été brillante pour ce certificat (gain de 33,6%), par contre, l'année 2018 a été difficile puisqu'il a perdu 17,2% et l'indice SPI 8,6%. «La faute à un quatrième trimestre difficile et à la surperformance de certaines grandes valeurs défensives pendant la correction indicielle», déclare Frédéric Rouiller, responsable du conseil en produits structurés pour l'ensemble du marché suisse. «La durée de détention de ce type de certificats est d'environ trois ans», estime Eric Blattmann. La volatilité des actions est, dans ce contexte, «une opportunité à saisir», ajoute-t-il.

> **L'année dernière, la bourse suisse n'a pas échappé à la tendance négative rencontrée sur tous les grands marchés d'actions**

Au total, les certificats représentent environ un cinquième du volume d'affaires des produits structurés, hors warrants, selon Frédéric Rouiller. Une tendance se met en place depuis quelque temps: «La demande est de plus en plus significative pour les certificats gérés activement (Actively Managed Certificates, ou AMC)», constate Frédéric Rouiller. La composition de ces produits est le fruit d'une recherche quantitative et permet d'investir sur une idée particulière.

L'idée de certificats fondés sur les recommandations des analystes n'a pas encore été reprise par d'autres banques, à notre connaissance, même si certains instituts disent étudier le concept. ■

Définitions
Retrouvez le glossaire des produits structurés en page 15

PUBLICITÉ

#changement

« Pourquoi pas ? » au lieu de « Oui, mais ».

CIC

Pour que la réussite d'une société perdure, des changements sont parfois nécessaires. Nous vous accompagnons, vous conseillons et vous aidons quand vous le souhaitez. Parce que notre vocation première est d'optimiser vos finances. Notre esprit entrepreneurial, nos prestations de conseil personnalisées et globales ainsi que nos solutions élaborées sur mesure font de nous une institution unique. **Bienvenue à la Banque CIC, votre banque en toute flexibilité.**

cic.ch

«Bientôt aussi pour les caisses de pension»

PRODUITS STRUCTURÉS Georg von Wattenwyl, le président de l'Association Suisse Produits Structurés, entend contribuer au renforcement du système de prévoyance et accroître enfin la place des structurés dans les portefeuilles de cette catégorie d'investisseurs

PROPOS RECUEILLIS
PAR EMMANUEL GARESSUS, ZURICH
@garessus

Même si les produits structurés ne font plus les gros titres, les investisseurs restent très attachés à ces instruments qui combinent des titres classiques et des produits dérivés. Le chiffre d'affaires de ces produits s'est accru de 20% l'an dernier en Suisse, à 331 milliards de francs.

Georg von Wattenwyl préside l'Association Suisse Produits Structurés (ASPS) depuis presque cinq ans. Il s'exprime depuis son bureau de Singapour, où il gère la clientèle des family offices et des gérants indépendants pour Vontobel. Le banquier se révèle confiant sur le potentiel de ces instruments auprès des caisses de pension et des investisseurs privés.

Combien de personnes travaillent dans les produits structurés en Suisse? En considérant l'ensemble de la chaine de valeur, nous pensons que 2500 à 3000 spécialistes travaillent dans les produits structurés en Suisse – en incluant le négoce, la distribution, la structuration, les services informatiques, le support (middle and back office).

Est-ce que vous seriez content de voir vos enfants faire carrière dans ce domaine? Oui, je m'en réjouirais, mais il faut savoir que le métier a changé ces dernières années. Le négociant traditionnel est passé des actions aux structurés. La diversité des tâches s'est incroyablement étendue pour intégrer des activités d'ingénierie et d'informatique. Les exigences se sont accrues pour s'étendre aux formations juridiques, en raison des besoins de conformité aux réglementations, de marketing et de numérisation. C'est donc un environnement très attractif.

Dans l'histoire des structurés, l'affaire des produits Lehman a terni l'image de la branche. Aujourd'hui, le crédit des banques italiennes ainsi que de celles d'autres pays européens est remis en question. En tant que président de l'ASPS, devriez-vous lancer un avertissement sur la qualité des émetteurs? Il n'appartient pas à notre association d'émettre des avertissements sur la solvabilité des émetteurs. Dans chaque discussion de conseil en produits structurés, je m'attends à ce que les risques du produit liés au sous-jacent ainsi que ceux de l'émetteur soient débattus.

Le risque de l'émetteur est évalué par les professionnels. Il influence d'ailleurs les conditions d'un produit structuré. L'intérêt d'une analyse de ce risque est donc naturel. Ce n'était peut-être pas encore le cas en 2007. Le risque et l'influence sur les conditions d'un produit avaient tout simplement été ignorés. Il est vrai qu'à l'époque peu de gens pensaient qu'une banque pouvait faire faillite.

Les caisses de pension n'achètent pas de produits structurés parce que ces derniers sont qualifiés d'opaques par les autorités. La discussion n'avance pas. Que pouvez-vous faire à ce sujet? Nous procédons à des échanges très constructifs avec la Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHS PP) afin de résoudre le problème de la transparence des coûts. Nous sommes en très bonne voie et pensons présenter nos progrès dans un proche avenir. Toute la branche souhaiterait contribuer au renforcement du système de prévoyance, afin de trouver, en étroite collaboration avec les responsables des caisses de pension, des solutions de placements structurés dans l'intérêt de tous les assurés.

INTERVIEW

J'aimerais que nos propositions avancent plus rapidement. Les caisses de pension emploient encore peu les produits structurés dans leurs portefeuilles, parce qu'ils n'appartiennent pas à leur univers de placement. Nous souhaitons changer cette situation en répondant aux exigences de transparence des caisses de pension et en proposant des solutions de produits adaptées.

Vous êtes à Singapour pour Vontobel et en même temps vous êtes président de l'Association Suisse Produits Structurés. Est-ce une situation normale? La situation n'est pas tout à fait normale, mais, en raison de mon expérience au sein du comité et aux moyens de communication modernes, ma présence à Singapour n'est aucunement un handicap pour l'ASPS. Au contraire, c'est une opportunité dans la mesure où nous cherchons à renforcer notre dimension internationale. La Suisse dispose incontestablement d'un rôle de pionnier dans les structurés, par exemple en termes d'innovation et de standardisation des catégories de produits. Il n'est pas inutile d'encourager la collaboration internationale et de partager nos réussites, au moment où le président de l'ASPS est présent sur d'autres marchés que la Suisse.

2500-3000
Le nombre de spécialistes travaillant dans les produits structurés en Suisse

Georg von Wattenwyl: «Oui, je me réjouirais de voir mes enfants faire carrière dans les produits structurés.» *(TED CHEN POUR LE TEMPS)*

PROFIL

1968 Naissance à Zurich.

1993-1998 Credit Suisse, Zurich, plusieurs fonctions dans le domaine fixed income.

1995 Graduate Swiss Banking Expert School for Business Administration Zurich, Zurich.

1998-2018 Vontobel Financial Products, responsable de la distribution au plan global.

2007 INSEAD; International Executive Program, Fontainebleau/Singapour.

Depuis 2014 Président de l'Association Suisse Produits Structurés, Zurich.

Depuis 2019 Responsable pour les family offices au plan global et des gérants indépendants en Asie, base à Singapour.

«La Suisse exporte une grande partie de ses produits structurés»

Vontobel. Quel est le rôle des produits structurés auprès de votre clientèle? Les produits structurés constituent un élément essentiel de l'expertise suisse et un pilier essentiel de notre offre de gestion. Leur flexibilité, leur adéquation aux besoins individuels, la rapidité de leur commercialisation font partie de leurs atouts.

Quelles catégories de ces produits suisses ont un avenir à l'exportation en Asie? La Suisse exporte une grande partie de ses produits structurés. Elle profite par conséquent de la croissance économique asiatique. La proportion de structurés dans les portefeuilles y est nettement supérieure à celle que l'on rencontre en Europe. La place financière suisse profite grandement de cette situation.

Les produits sont différents de ceux que l'on rencontre habituellement en Suisse. Ils disposent par exemple d'une échéance plus rapprochée. L'appétit au risque des clients est de manière générale plus élevé en Asie. Comme nous n'avons aucune peine à adapter nos produits aux besoins individuels et aux préférences des marchés, la situation est idéale.

Concrètement? La demande porte plutôt sur des structurés sur des actions, souvent avec un effet de levier, plutôt que sur des paniers diversifiés. En Asie, la clientèle est également plus intéressée aux produits sur les monnaies qu'en Suisse. Il s'agit ici d'une véritable classe d'actifs.

Quelle est la situation des produits structurés dans un contexte de fin de cycle? Les produits structurés traversent des cycles comme d'autres produits. Un changement des conditions du marché, comme l'a montré le dernier trimestre 2018, pourrait mener à un changement de comportement des investisseurs. Actuellement, les investisseurs sont plutôt réservés en raison de l'incertitude à l'égard des perspectives du marché. Cette situation pénalise les chiffres d'affaires. Mais cet environnement peut évidemment changer assez vite.

Je peux m'imaginer qu'en cas de changement de régime, la demande évoluerait aussi. La diversité des types de produits structurés à disposition est donc un atout.

Après le long cycle de hausse des bourses, on pourrait convertir des positions en actions en produits structurés, avec le même actif sous-jacent et un profil de risque plus défensif. L'investisseur serait alors moins exposé aux fluctuations du marché.

Si les taux d'intérêt s'accroissent et l'incertitude augmente, les produits avec protection du capital pourraient être plus recherchés. L'éventail des possibilités est très large en l'occurrence. Les investisseurs devraient avant tout avoir une idée précise de la situation des marchés et élaborer les différents scénarios du produit.

Est-ce que les produits d'optimisation du rendement, comme les reverse convertibles, resteront les plus recherchés? Les produits d'optimisation du rendement, comme les reverse convertibles, sont toujours très recherchés. Une correction du marché comme celle que nous avons connue récemment s'est traduite par une situation où l'investisseur bénéficie de primes de risque plus élevées. Il en résulte un coupon ou un coussin de risque plus élevé sur le produit.

Est-il opportun d'investir aujourd'hui dans des thèmes d'investissement, comme la cybersécurité? Oui, effectivement. Des certificats sur des thèmes très intéressants ont été lancés ces derniers mois. Ils sont destinés aussi bien à l'allocation stratégique (long terme) que tactique (court terme). Pour l'investisseur à long terme, une phase de faiblesse boursière offre un point d'entrée intéressant.

Avec l'automatisation, quelle a été la baisse des coûts de production des structurés? Les coûts sont passés de plusieurs milliers de francs par produit à quelques centaines de francs. Ce n'est donc plus qu'une fraction du montant initial. La technologie, l'automatisation et l'industrialisation jouent un rôle clé dans ce mouvement favorable au client.

Les produits structurés en souscription

CREDIT SUISSE

7.50% p.a. en CHF sur Novartis, Roche, Swiss Re, Zurich

Callable Barrier Reverse Convertible

Produit d'optimisation de la performance, catégorie ASPS 1230*, **Conditions indicatives[1], période de souscription jusqu'au 26 février 2019, 15h00 HEC**

Sous-jacents	Prix d'exercice indicatif	Barrière indicative	Nombre d'actions indicatif
Action nominative Novartis SA	CHF 90.05	69% (CHF 62.1345)	11.1049
Bon de jouissance Roche Holding SA	CHF 270.60	69% (CHF 186.7140)	3.6955
Action nominative Swiss Re SA	CHF 97.37	69% (CHF 67.1853)	10.2701
Action nominative Zurich Insurance Group SA	CHF 322.65	69% (CHF 222.6285)	3.0993

Emetteur	Credit Suisse AG, succursale de Londres, Londres	**Coupon**	7.50% p.a., payé chaque trimestre
Rating	A1 (Moody's) / A (Standard & Poor's)	**Date du fixing initial**	26 février 2019
Prix d'émission	100% (CHF 1 000)	**Date de paiement**	5 mars 2019
N° de valeur / ISIN	45 833 013 / CH0458330138	**Durée**	15 mois
Remboursement anticipé	chaque trimestre, à partir du sixième mois (inclus)	**Cotation**	SIX Swiss Exchange

Les callable barrier reverse convertibles sont des produits structurés offrant une possibilité de rendement attrayante sous la forme d'un coupon fixe. L'émetteur a le droit de rembourser périodiquement le produit de façon anticipée à 100%, y compris le coupon couru. Le niveau du coupon dépend entre autres du niveau de la barrière, de la durée de vie du produit, des conditions actuelles du marché (comme par exemple la volatilité du sous-jacent et le niveau des taux d'intérêt) et de la solvabilité de l'émetteur.

Avantages

- Vous recevez un coupon fixe indépendamment de l'évolution des sous-jacents.
- Remboursement intégral si aucune barrière n'a été atteinte ou franchie pendant la durée ou si tous les sous-jacents clôturent à leur niveau initial respectif ou au-dessus à la date du fixing final.

Risques

- Livraison du sous-jacent affichant la performance la plus faible, selon le rapport prédéfini, si au moins une barrière a été atteinte ou franchie pendant la durée et si au moins un sous-jacent clôture sous son niveau initial à la date du fixing final. Dans le pire des cas, vous pouvez perdre la totalité du capital que vous avez investi.
- Le rendement maximal est limité au coupon. Si le produit est remboursé de façon anticipée, le droit à des futurs paiements de coupons s'éteint.

Autres produits en souscription[1]

Callable Barrier Reverse Convertibles

Coupon	Sous-jacents	Barrière	N° de valeur	Devise	Durée	Souscription jusqu'au
7.50% p.a.	Novartis, Lonza, Givaudan	69%	45 833 014	CHF	15 mois	26 février 2019
10.25% p.a.	Roche, Bayer, Fresenius Medical Care	59%	45 833 018	CHF	15 mois	28 février 2019
8.00% p.a.	Glencore	65%	45 833 021	CHF	12 mois	1 mars 2019
5.00% p.a.	Nestlé, Roche, Novartis	65%	45 833 025	CHF	2.5 ans	4 mars 2019
8.00% p.a.	Logitech, Sika, Geberit	66%	45 833 026	CHF	12 mois	4 mars 2019
7.00% p.a.	AXA, Allianz, Munich Re	67%	45 833 015	EUR	15 mois	27 février 2019
7.25% p.a.	Unilever, Danone, Carrefour	67%	45 833 022	EUR	15 mois	1 mars 2019
11.00% p.a.	Netflix, Apple	55%	45 833 012	USD	12 mois	26 février 2019
9.50% p.a.	Airbus, Boeing	65%	45 833 017	USD	12 mois	27 février 2019

Barrier Reverse Convertibles

Coupon	Sous-jacents	Barrière	N° de valeur	Devise	Durée	Souscription jusqu'au
3.00% p.a.	SMI®, EURO STOXX 50®, S&P 500®	66%	45 833 004	CHF	2 ans	28 février 2019
7.00% p.a.	Swiss Re, AXA, Zurich	70%	45 833 023	CHF	15 mois	1 mars 2019
3.20% p.a.	SMI®, EURO STOXX 50®, S&P 500®	65%	45 833 005	EUR	2 ans	28 février 2019
7.50% p.a.	Pfizer, Merck & Co., Johnson & Johnson	69%	45 833 016	USD	12 mois	27 février 2019
5.25% p.a.	SMI®, EURO STOXX 50®, S&P 500®	59%	45 833 007	USD	2 ans	28 février 2019

Les produits structurés ne sont pas des placements collectifs de capitaux au sens de la Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC) et ne sont pas soumis à l'approbation ni à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Par conséquent, les investisseurs ne sont pas protégés par la LPCC. Les investisseurs supportent un risque d'émetteur. Par ailleurs, ces produits structurés ne conviennent qu'aux investisseurs qui en connaissent le fonctionnement et qui, en particulier, comprennent les risques qui y sont liés et peuvent en supporter les conséquences.

[1]**L'ensemble des conditions sont purement indicatives, les conditions définitives seront confirmées d'ici à la date d'émission.** [2]Nous attirons votre attention sur le fait que toutes les communications téléphoniques sont enregistrées. Lorsque vous nous appelez, nous considérons que vous acceptez tacitement cette pratique.

Pour obtenir des informations complémentaires: +41 (0)44 335 76 00[2] credit-suisse.com/derivatives

Les indices sous-jacents sont des marques déposées et ont fait l'objet d'une licence concédée en vue de leur utilisation (SIX Swiss Exchange est donneur de licence pour le Swiss Market Index (SMI)®; McGraw-Hill Companies Inc. est donneur de licence pour le S&P 500® Index; STOXX Limited Zurich est donneur de licence pour l'EURO STOXX 50® Index). Les indices sont composés et calculés exclusivement par les donneurs de licence, qui ne peuvent être tenus pour responsables en ce qui concerne leurs prestations. Les titres basés sur ces indices ne sont aucunement sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par les donneurs de licence. Si un placement est libellé dans une monnaie autre que votre monnaie de référence, toute modification du taux de change peut avoir un effet défavorable sur la valeur, le cours ou le revenu. Le présent document ne constitue ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit; les conditions juridiquement déterminantes figurent uniquement dans le prospectus, dont le contenu est synthétisé dans le prospectus simplifié conformément à la LPCC. Avant de prendre une décision de placement, veuillez demander les informations complètes sur le produit, notamment en ce qui concerne les risques spécifiques au produit, le prix d'émission et les éventuels commissions et frais. Vous pouvez obtenir ces renseignements gratuitement au numéro indiqué. Les exigences relatives aux prospectus des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations ne sont pas applicables. La préservation de la valeur du produit structuré ne dépend pas seulement de l'évolution de la valeur de l'actif sous-jacent mais aussi de l'honorabilité de l'émetteur, laquelle est susceptible d'évoluer pendant la durée de vie du produit structuré. Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées. Tous droits réservés.

Les secrets cachés des convertibles

PORTEFEUILLE Le marché des obligations convertibles promet de répondre au double besoin de l'investisseur, celui d'une protection à la baisse et celui d'une participation aux gains boursiers. Par définition, son rendement sera inférieur à celui des actions et ses pertes également

EMMANUEL GARESSUS, ZURICH
@garessus

L'obligation convertible, qui comprend une partie obligataire et une option sur l'action, est un produit qui ne cesse d'être redécouvert. Aujourd'hui, le marché convertible mondial vaut plus de 300 milliards de dollars. Mais comme beaucoup d'emprunts ont une échéance à court terme, il a besoin de 80 milliards de dollars d'émissions annuelles pour rester constant.

Le marché mondial des émissions d'emprunts convertibles oscille autour de 100 milliards de dollars par an. S'il est dominé par les Etats-Unis, une bonne diversification est obtenue avec le Japon, l'Asie hors Japon et dans une moindre mesure l'Europe, indique Martin Kühle, directeur auprès de Schroders, à Zurich. Le gérant de fonds dispose de 2,4 milliards dans des emprunts convertibles, dont 1,9 milliard pour son fonds global Schroder ISF Global Convertible Bond (dollars).

Différences entre les indices

Les professionnels parlent de plancher obligataire (*bond floor*) pour l'estimation de la partie obligataire. Par exemple si le *bond floor* est de 90%, l'investisseur conservera 90% de son investissement, à condition que le débiteur ne fasse pas faillite évidemment.

L'investisseur en convertibles doit savoir que l'indice de référence des convertibles diffère grandement de l'indice des actions. La technologie y est davantage représentée (sa pondération est supérieure d'un tiers à celle de l'indice) et géographiquement l'Europe et le Japon y ont une place supérieure. Les entreprises qui émettent des convertibles sont aussi plus petites que celles de l'indice MSCI. Ce sont moins des multinationales que des entreprises de taille moyenne à forte croissance, selon Peter Reinmuth, responsable des convertibles auprès de Schroders. La performance a d'ailleurs été soutenue ces dernières années par ces entreprises de croissance et pénalisée par les géants des télécoms.

Participation à 80% à la hausse de la bourse

En 2018, le fonds phare de Schroders a perdu 3,5% et sous-performé l'indice de référence de 0,38%. «L'investisseur a donc moins été pénalisé. Ses pertes correspondent à 38% de celles des actions», indique Peter Reinmuth. Si l'indice des actions a cédé 100 points, le fonds a perdu 38 points.

Les gains boursiers enregistrés en janvier ont permis de redevenir positifs. Sur une période haussière, celle des cinq dernières années, l'investisseur a participé à 80% des gains.

Le rendement annuel du Schroder ISF Global Convertible Bond (dollars) atteint 3,81% sur cinq ans (avant les frais de gestion) pour une volatilité annuelle de 5,61%. Ces chiffres se comparent à un rendement annuel de 4,85% pour l'indice MSCI Monde, avec une volatilité de 10,8%. «En résumé, nous gagnons davantage à la hausse que ce que nous perdons à la baisse», déclare Martin Kühle. Les épisodes durant lesquels la performance des convertibles est négative sont rares et remontent, sans surprise, à la fin 2008 et au début 2009.

Peter Reinmuth, responsable des convertibles, et Martin Kühle, directeur auprès de Schroders, à Zurich. *(STEFAN BAUMGARTNER/RGBPHOTO.CH)*

Aujourd'hui, le marché convertible mondial vaut plus de 300 milliards de dollars

«L'indice des convertibles est extrêmement difficile à répliquer», précisent nos interlocuteurs. Lorsque les cours s'apprécient trop, l'indice sort la position, et si le composant est trop proche du comportement d'une obligation, il est aussi sorti. Les mouvements de l'indice sont donc extrêmement fréquents. «Nous sommes plus actifs que l'indice et modifions encore plus souvent nos titres en portefeuille», révèle Peter Reinmuth.

Eviter les échéances rapprochées

Le gérant privilégie les sociétés dont les actions ont un comportement très positif. Mais il n'est pas facile de battre l'indice. Une surperformance de 1 point de pourcentage est toutefois compliquée à atteindre avec les convertibles. Une surperformance de 1 point dans les convertibles correspond à 3 points dans les actions.

Les gérants évitent les obligations avec une échéance rapprochée parce que le potentiel de la part en action (convexité) est réduit. Ils privilégient plutôt les convertibles avec un volume d'émission élevé, c'est-à-dire de plusieurs centaines de millions de dollars, une convexité importante, une prime modeste et une bonne liquidité.

Si beaucoup d'experts parlent de changement de régime financier, Peter Reinmuth estime que la politique monétaire ne se modifierait guère aux Etats-Unis. Il n'y a d'ailleurs pas de pression sur les taux, dans les obligations convertibles, puisque la duration est très réduite (environ 2 ans), note Martin Kühle. Le rôle des taux ne doit donc pas être surestimé à propos des convertibles. Les gérants de convertibles se considèrent avant tout comme «investisseurs en actions défensives». Sous l'angle juridique, les détenteurs de convertibles sont pourtant des créanciers obligataires.

L'Asie est bon marché

Sous l'angle de l'évaluation, le marché convertible est bon marché en Asie, y compris au Japon, selon Schroders. Aux Etats-Unis, l'évaluation a diminué ces derniers mois et l'exposition aux actions a reculé à environ 45%.

Le thème de l'investissement durable peut être utilisé aussi dans les convertibles. Schroders a lancé un fonds ESG global en décembre. Il compte 17 millions sous gestion actuellement, «mais la demande est là, notamment de France et du Benelux», selon nos interlocuteurs. L'approche ESG est dite entièrement intégrée. Cela signifie que la stratégie se concentre à la fois sur l'évaluation financière, sur le momentum et sur la durabilité. «Nous sommes actifs en termes d'engagement auprès du management des émetteurs par l'intermédiaire d'une équipe basée à Londres», révèle Martin Kühle.

L'approche ESG est parfaitement adaptée à la philosophie du convertible, notamment à son caractère de préservation du capital, précise le gérant. L'intégration des critères durables réduit d'un tiers l'univers des investissements dans les convertibles. Une bonne diversification est donc possible même en employant des critères d'investissement stricts. ■

Histoire d'une indispensable mutation

HISTOIRE Après la crise de 2008 qui a failli les emporter, les produits structurés ont su rebondir. Et pas seulement grâce à l'environnement de taux bas. Grâce aussi à des changements structurels d'un univers encore appelé à évoluer

Qui aurait pu dire, dix ans après la crise de 2008, que les produits structurés généreraient en 2018 un volume d'affaires de plus de 300 milliards de francs en Suisse, en hausse de plus de 20%, et ceci pour la deuxième année consécutive? S'ils ont failli être emportés dans la chute de Lehman Brothers, ces instruments financiers ont su rebondir. Cette résilience s'explique non seulement par leur capacité d'adaptation à différents contextes de marchés, mais aussi par leur réactivité face aux exigences toujours plus fortes en matière de transparence et aux contraintes réglementaires.

Avant 2008, l'innovation dans l'industrie des produits structurés s'est avant tout traduite par la multiplication de nouveaux «payoff» ou formules de remboursement. Aussi, à cette époque, chaque émetteur tentait de se démarquer en créant sa propre appellation pour désigner les différents produits.

Durant ces années, nous avons assisté à un foisonnement de nouveaux produits sans volonté d'harmonisation entre les acteurs. L'investisseur s'est alors perdu dans une véritable jungle de produits financiers. A la suite de la faillite de Lehman Brothers, le secteur a compris que, pour rebondir, il fallait retrouver au plus vite la confiance des investisseurs.

La branche a décidé de réduire drastiquement la complexité des produits et les a harmonisés, tant du point de vue des formules de remboursement qu'au niveau des appellations. L'Association suisse des produits structurés (ASPS) a proposé une classification des produits structurés répartis en quatre catégories: les produits avec protection du capital, les produits d'optimisation de la performance, les produits de participation et, finalement, ceux avec effet de levier. Parallèlement, l'investisseur s'est vu offrir la possibilité de sécuriser ses placements, via des structures de type COSI® (Collateral Secured Investment), dans lesquelles il peut réduire le risque de défaillance des émetteurs tout en continuant de profiter des gains potentiels des produits structurés.

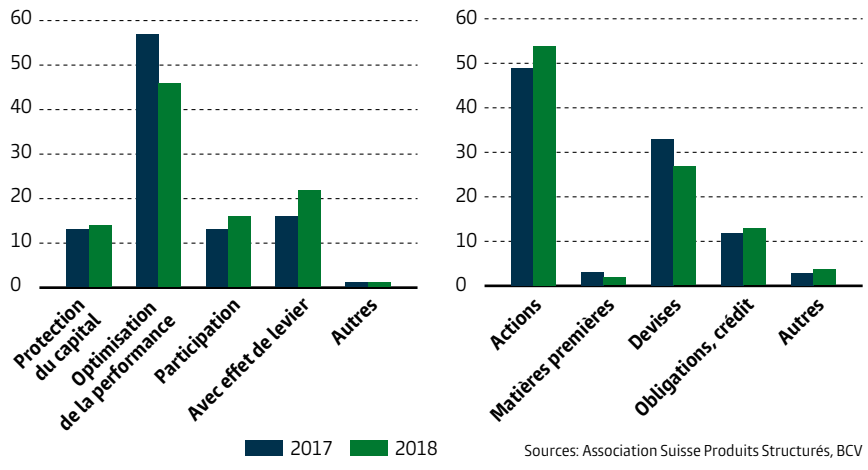
Transparence

L'industrie s'est aussi attachée à rendre ses produits plus transparents en préparant, pour les investisseurs de détail en Europe, des feuillets explicatifs appelés KID (Key Information Document) selon les exigences de la directive européenne sur les instruments financiers MIFID II. En Suisse l'équivalent est appelé FIB (Feuille d'information de base) et sera diffusé à partir de 2020 lors de l'entrée en vigueur de la loi sur les services financiers (LSFin). Ces documents courts – trois pages maximum – recouvrent les points clés pour la compréhension des produits structurés, comme leurs risques, leurs coûts, leur fonctionnement et leurs performances attendues selon différents scénarios de marchés. Leur but? Donner aux investisseurs un moyen de comparer les produits sur une base harmonisée.

Ces initiatives ont contribué à reconquérir la confiance d'une clientèle échaudée par la crise. Mais l'atout premier des produits structurés reste leur capacité à s'adapter aux nouvelles conditions de marchés. Ils permettent en effet de transformer les points de vue particuliers d'un investisseur en un produit d'investissement. Un exemple? Si un investisseur en quête de revenu n'a pas de fortes convictions directionnelles sur un titre et pense que celui-ci évoluera principalement de manière latérale durant l'année à venir, il peut investir dans un Barrier Reverse Convertible (BRC). Cet instrument lui permet d'encaisser des coupons garantis et de retrouver son capital à échéance pour autant que le titre sous-jacent n'a pas touché un niveau plancher (appelé techniquement la barrière du BRC), souvent situé entre 50 et 75% du niveau initial du titre. Cette souplesse s'est avérée fort utile ces dernières années dans un contexte de taux historiquement bas, voire négatifs. Aussi, dans une phase de cycle économique qui gagne en maturité, comme celle que nous traversons, les risques de retournement des marchés actions s'accentuent. Il peut alors être intéressant pour les investisseurs d'opter pour un produit à capital protégé afin de participer aux fortes progressions potentielles des marchés caractérisant cette phase du cycle tout en bénéficiant d'une assurance pour leur mise.

Retour de la protection du capital

Chiffre d'affaires des produits structurés par catégorie de produits et par classe d'actifs (en milliards de francs)



Sources: Association Suisse Produits Structurés, BCV

Force d'innovation

Et demain? La progression du marché des produits structurés dépend non seulement de l'évolution des conditions économiques, mais aussi de la force d'innovation du secteur, autrement dit de sa capacité à apporter de la valeur ajoutée aux investisseurs. Un exemple? A la suite de l'utilisation systématique des nouvelles technologies dans la production et la distribution des produits structurés, leurs coûts de production ont connu une forte baisse. Les plateformes mono- ou multi-émettrices présentes sur le marché en sont la preuve. Les émetteurs sont désormais en mesure de proposer des produits sur mesure à l'ensemble de leurs clients pour des montants d'investissement de l'ordre de 20 000 ou 50 000 francs, montants encore impensables il y a quelques années. Ainsi, si avant 2008, la compétition portait essentiellement sur l'ingénierie financière avec l'émergence de solutions plus ou moins sophistiquées de remboursement, aujourd'hui, elle est davantage axée sur la technologie et l'expérience client.

Malgré un environnement toujours plus concurrentiel, les produits structurés ont montré durant cette dernière décennie leur forte capacité à répondre tant aux besoins des investisseurs qu'aux exigences réglementaires tout en s'adossant aux possibilités de développement offertes par les nouvelles technologies. C'est précisément dans cette capacité d'adaptation et d'innovation que réside la force des produits structurés dans un monde en constante évolution. ■

VINCENZO BOCHICCHIO, RESPONSABLE DU DÉVELOPPEMENT ET TRADING, PRODUITS STRUCTURÉS, BCV

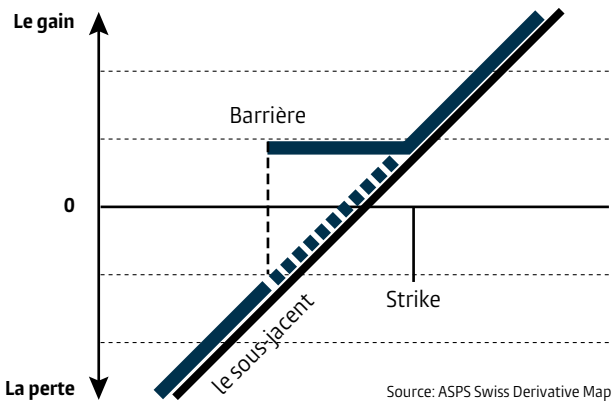
A la découverte du charme discret d'une protection conditionnelle

INSTRUMENTS FINANCIERS L'investissement dans les certificats bonus permet de participer à la hausse et de se couvrir contre une partie des risques de correction

Tandis que certains investisseurs ont probablement manqué la forte reprise enregistrée en janvier (progression de 6,4% pour le SMI, voire de 9,1% pour le Nasdaq), d'autres envisagent peut-être déjà comment mettre à l'abri les gains de cours obtenus. Au lieu de vendre les positions et donc de se contenter d'observer l'évolution ultérieure du marché de l'extérieur, il pourra s'avérer judicieux dans ce cas d'opérer une réallocation dans des produits structurés.

Une alternative pour un marché haussier

Certificat Bonus (ASPS catégorie 1320)



Source: ASPS Swiss Derivative Map

Fonctionnement des certificats bonus

L'investissement dans les certificats bonus peut, par exemple, permettre d'atteindre une protection conditionnelle du capital, sans devoir pour autant renoncer à un éventuel potentiel haussier.

Les certificats bonus offrent une participation à 100% à la performance positive du sous-jacent choisi et, dans le même temps, une protection conditionnelle du capital à l'échéance à hauteur du niveau du bonus, si la barrière n'a pas été atteinte. La hauteur de la barrière dépend notamment du niveau de bonus choisi, du dividende attendu, de la volatilité du sous-jacent et de la durée de vie du produit.

Dans la mesure où pendant la durée de vie, la barrière n'a pas été atteinte ou franchie, le niveau de bonus au moins est remboursé. Si en revanche la barrière est atteinte, cette protection conditionnelle du capital disparaît et l'investisseur assume entièrement le risque de cours de l'action du sous-jacent. Cela se manifeste par la livraison du nombre d'actions prédéfini à la date du fixing initial.

Si l'on choisit alors le niveau de bonus de manière qu'il corresponde au moins à 100% plus les dividendes attendus du sous-jacent, on bénéficie, par rapport au placement direct, d'un coussin jusqu'à la barrière, à participation égale et à rendement égal. Bien entendu, cela présuppose que la barrière ne soit pas atteinte pendant la durée du placement. Les bénéfices déjà réalisés sur le placement direct peuvent ainsi, jusqu'à un certain point, être bloqués en cas de réallocation dans le certificat bonus, sans devoir renoncer à un nouveau potentiel de hausse.

Pertinence des barrier reverse convertibles

Pour les investisseurs qui considèrent que les marchés des actions ont déjà épuisé leur potentiel de hausse, les barrier reverse convertibles (BRC) peuvent être un instrument de placement approprié. En prenant en compte le risque associé aux actions, ces produits offrent des paiements de coupons réguliers qui sont nettement supérieurs au niveau normal des taux d'intérêt. A l'instar du certificat bonus, les BRC offrent une protection conditionnelle du capital, tant que la barrière n'est pas atteinte pendant la durée du placement.

En cas d'incertitude pour la sélection des sous-jacents, la banque propose le concept «BRC Best Picks». Dans ce cadre, Credit Suisse Research identifie tous les mois une sélection d'actions qui présentent un potentiel de baisse limité à moyen terme. Le processus de sélection associe facteurs fondamentaux, indicateurs techniques et critères de volatilité. Sur la base de cette sélection, des BRC offrant un coupon intéressant et présentant, conformément aux contrôles ex post, une probabilité plus faible d'atteindre la barrière sont régulièrement lancés à la souscription.

En résumé: si l'investisseur s'attend à une évolution positive en ce qui concerne certains sous-jacents, les certificats bonus offrent une alternative intéressante au placement direct, étant donné que, jusqu'à un certain point, un remboursement minimal peut être obtenu sans devoir renoncer au potentiel de hausse. Si l'investisseur s'attend plutôt à une évolution latérale des marchés, les barrier reverse convertibles offrent une source fixe de revenus sous la forme de paiements réguliers de coupons. Pour les deux types de produits, la sélection des sous-jacents joue un rôle très important. Les investisseurs devraient sélectionner uniquement les sous-jacents qu'ils envisageraient également de détenir à titre de placement direct. Ils éviteront ainsi les mauvaises surprises, par exemple en cas de livraison de titres.

STEFAN WEBER
PUBLIC DISTRIBUTION SUISSE, CREDIT SUISSE

Comment centrer une stratégie sur les dividendes

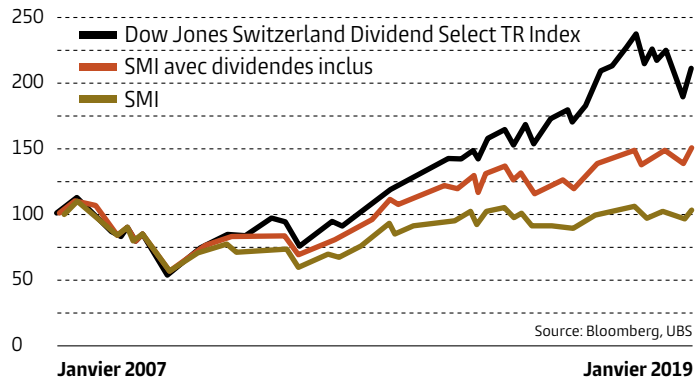
RENDEMENT Les dividendes constituent un argument clé en faveur de la classe d'actifs des actions. Grâce à des indices particuliers, les investisseurs peuvent diversifier leur portefeuille avec à des rendements attrayants et durables

Jeudi 28 février prochain, les actionnaires de Novartis se réuniront à la Halle Saint-Jacques à Bâle. Ainsi, cette année, le groupe pharmaceutique sera l'un des premiers groupes du SMI à tenir son assemblée générale annuelle.

Au point 3 de l'ordre du jour, les investisseurs devront se prononcer sur l'affectation des bénéfices proposée par la direction et le conseil d'administration. Si tout se passe comme prévu, les dividendes seront versés sur leur compte en banque environ une semaine plus tard.

Préférer l'indice axé sur la hausse des dividendes

Comparaison de la performance du Dow Jones Switzerland Dividend Select TR Index avec le SMI et le SMI avec dividendes inclus



Source: Bloomberg, UBS

Des entreprises généreuses

Les dividendes sont considérés comme un élément important de la performance boursière, avec de surcroît une composante défensive. Selon la Recherche d'UBS, à l'approche de la saison des résultats, les dividendes sont susceptibles de recueillir une attention plus soutenue de la part des investisseurs.

Ceci est d'autant plus vrai que la participation aux bénéfices est attractive, surtout si on la compare aux rendements qui peuvent être obtenus sur le marché obligataire. Mesuré à l'aune du Swiss Performance Index (SPI), le marché suisse des actions affiche un rendement boursier supérieur à 3%. En comparaison, les titres à revenu fixe sur le marché obligataire en francs suisses ne rapportent pratiquement rien. Dans leur recherche d'actions profitables, les investisseurs devraient donc adopter une approche très ciblée.

Les analystes considèrent la durabilité et le rendement des dividendes comme des critères objectifs et usuels. Dans le contexte actuel de croissance économique, la hausse des dividendes prend également une grande importance.

Certaines sociétés affichent certes des rendements en dividendes élevés, mais elles restent à la traîne pour ce qui est de la hausse de leurs bénéfices et du niveau de leurs dividendes. Leurs actions sont également exposées au risque de sous-performance boursière. Explication: à long terme, l'avantage du rendement élevé en dividendes ne suffit pas à compenser leur manque de croissance.

Des processus de sélection systématiques

Les investisseurs n'ont pas forcément besoin de chercher eux-mêmes des actions à dividendes attractifs. En effet, l'indice Dow Jones Switzerland Select Dividend 15, par exemple, peut fournir une aide précieuse. La croissance des dividendes est l'un des principaux critères de sélection de cet outil d'évaluation. Outre certains paramètres quantitatifs, tels que la liquidité du marché, les rendements sur dividendes et sur fonds propres jouent également un rôle de premier plan.

Pour une approche internationale, l'indice UBS Global Quality Dividend Payers Index est plus adéquat. Dans le but d'obtenir des rendements supérieurs à la moyenne et surtout stables, la recherche filtre chaque trimestre trente actions dans un univers international de plus de 3300 entreprises.

Outre le produit des dividendes, le rendement des capitaux propres est également inclus dans le processus de sélection. Les experts se concentrent en outre sur la croissance durable du chiffre d'affaires et des bénéfices. Ils s'assurent également d'une saine diversification en termes de répartition par pays et par secteur d'activité.

Ces deux indices de référence se négocient en bourse dans le cadre des SIX Open End PERLES. Grâce à ces produits de participation, les investisseurs peuvent intégrer, de manière simple et économique, une stratégie de dividendes à leur portefeuille, qu'elle soit nationale ou internationale.

En revanche, les investisseurs devront bien évidemment prendre en compte le fait que les Open End PERLES ne sont pas à capital protégé. Ils doivent également intégrer le risque lié à l'émetteur qui est généralement associé aux produits structurés.

JÉRÔME ALLET
RESPONSABLE DE LA DISTRIBUTION PUBLIQUE DE PRODUITS STRUCTURÉS, UBS

Glossaire des produits structurés

DÉFINITIONS Le produit structuré est une combinaison de placements sur titres classiques (actions et obligations) et de produits dérivés pour en faire un produit distinct titrisé et émis par un émetteur

- **Produit structuré:** combinaison de placements sur titres classiques (actions et obligations) et de produits dérivés pour en faire un produit distinct titrisé et émis par un émetteur. Flexible, il permet de trouver des solutions adaptées à tous les profils de risques.
- **Caté gorisation de produits de l'ASPS:** elle comprend trois niveaux hiérarchiques. On distingue d'abord les produits de placement et les produits à levier. Ces deux types principaux comprennent à leur tour cinq catégories de produits, en commençant par les produits de protection du capital à risque modéré jusqu'aux produits plus risqués à levier avec knock-out. A chacune de ces cinq catégories de produits est attribué ensuite un nombre variable de types de produits.
- **Produits d'optimisation de la performance:** les produits d'optimisation de la performance sont adaptés aux marchés en stagnation, car l'investisseur renonce à participer inconditionnellement à l'évolution positive du cours du sous-jacent.
- **La limite jusqu'à laquelle il participe à l'évolution** du cours du sous-jacent est appelée «cap». A partir de ce seuil, les bénéfices potentiels sont «cappés». En guise de contrepartie à sa renonciation à la totalité du potentiel de croissance, l'investisseur reçoit un coupon («reverse convertible») ou un escompte sur le sous-jacent.
- **Les produits à levier** sont adaptés à la spéculation à court terme ou à la couverture des risques des investissements.
- **Les produits à levier** les plus répandus sont les warrants (put et call), les mini-futures et les knock-out.
- **Produits avec protection du capital:** ils permettent de se protéger efficacement contre la chute des cours. Généralement, le capital est protégé entre 90 et 100% de la valeur nominale du produit, et ce, à l'échéance. Pendant la durée du contrat, il peut se produire des fluctuations de cours.
- **Franchissement de barrière:** lorsque la barrière définie au début est atteinte, le profil de paiement du produit change. La protection du capital conditionnelle ou la possibilité de participer même à la baisse des cours sont perdues.
- **Value at risk (VaR):** indicateur du risque de marché d'un produit. La VaR décrit la perte maximale pendant une période donnée (dix jours, p. ex.) avec une probabilité donnée (95%, p. ex.).

Voir: www.svsp-verband.chet. «Les produits structurés en 12 leçons» sur www.letemps.ch/produits_structures

PUBLICITÉ

NOUS NOUS ENGAGEONS, ABONNEZ-VOUS !

En vous abonnant au Temps, vous ne nous apportez pas seulement un soutien essentiel, vous protégez aussi les fondements de vos libertés individuelles.

Toutes nos offres d'abonnement sont à découvrir sous www.letemps.ch/abos ou au 0848 48 48 05

www.letemps.ch

LE TEMPS