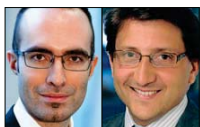


Les structurés ou comment trouver du rendement face à des taux négatifs

Les solutions traditionnelles ne sont plus adaptées quand les taux de dépôt sont à -0,75%. Le recours aux produits structurés peut alors se révéler judicieux.



PHILIPPE DUMONT, Responsable de l'Ingénierie Retail & Banques Privées Europe, BENJAMIN RACCAT, Responsable des Activités de Marchés en Suisse, Société Générale

Les taux de dépôt à court terme en francs suisses sont autour de -0,75% depuis le début de l'année. Dans le même temps, la rémunération du risque de crédit atteint des niveaux historiquement bas, en décroissance continue depuis la crise de 2008. La gestion de portefeuilles d'investissements dans ce contexte soulève des problématiques à présent bien connues mais qui prennent une ampleur inédite. En effet, en dépit des niveaux de marché, les attentes des investisseurs en termes de rendement sont restées très élevées. La clientèle internationale des gérants de fortune exige encore parfois des performances à deux chiffres. Les investisseurs institutionnels, soumis à une compétition très rude, doivent eux faire face à des engagements de passif difficiles à couvrir, hérités de périodes où les taux étaient bien plus élevés.

LE PROFIL TRÈS ASYMÉTRIQUE DES OBLIGATIONS AUTOCALL CONNAÎT UN SUCCÈS CERTAIN AUPRÈS DE CEUX QUI CHERCHENT D'IMPORTANTES COUPONS.

La solution historique à la recherche de rendement était simple. Il suffisait d'acheter des obligations, avec une maturité d'autant plus longue que le besoin de rendement était élevé. Mais aujourd'hui, les rendements obligataires sont historiquement bas, et les investisseurs ont plutôt tendance à réduire la durée de leurs portefeuilles pour éviter toute déconvenue en cas de hausse des taux. Le risque intrinsèque aux obligations est devenu difficile à supporter, et les rares émissions intéressantes sont sursouscrites.

L'investissement en action a offert des performances tout à fait décentes depuis la crise, mais personne n'est dupe. Il ne s'agit pas de «rendement» et les marchés, qui ont parfois atteint des niveaux élevés, peuvent se retourner en peu de temps. Lorsque le risque associé aux investissements traditionnels devient aussi élevé, il faut changer de stratégie. Car des solutions existent, notamment dans le monde des produits structurés.

Ces dernières années, deux types de solutions structurées ont permis de répondre à ce besoin de rendement avec beaucoup de succès: les obligations synthétiques et les obligations avec clauses de rappel (autocall).

Les obligations synthétiques sont émises par les banques à la demande de leurs clients. Elles reconstituent le profil d'une obligation classique: des coupons et une protection du capital tant qu'il n'y a pas d'évènement de défaut, la valeur de recouvrement sinon. Ces obligations construites sur-mesure permettent d'apporter beaucoup de flexibilité. En effet, avec les obligations classiques on ne dispose jamais de la maturité adéquate ou encore de la devise ou entité de référence. Les obligations synthétiques au contraire permettent à l'investisseur de sélectionner et choisir toutes les caractéristiques. En outre, la liquidité des obligations synthétiques est souvent bien meilleure, car l'émetteur peut les couvrir via le marché des déri-

vés qui s'avère plus profond que le marché cash. Il est également possible d'ajouter des mécanismes de protection supplémentaire, par exemple contre les premiers défauts d'un portefeuille. Typiquement, il existe des produits qui permettent de toucher des coupons élevés, en prenant le risque de crédit d'un univers high yield européen, avec une protection totale contre les 12 premiers défauts et une perte totale du capital à partir du 32^e seulement (empiriquement les indices high yield européens n'ont jamais vu plus de 9 défauts pour une même série).

Les obligations autocall permettent d'extraire du rendement des marchés actions. Ainsi la per-

LE RISQUE INTRINSÈQUE AUX OBLIGATIONS EST DEVENU DIFFICILE À SUPPORTER. LES RARES ÉMISSIONS INTÉRESSANTES SONT SURSOUSCRITES.

formance du sous-jacent est constatée à une fréquence régulière. Si celle-ci est positive, le capital est remboursé par anticipation avec un coupon important. Si le produit n'a jamais été remboursé par anticipation et va jusqu'à maturité, le capital est protégé jusqu'à une certaine baisse (par exemple -30% ou -50%). En deçà, le produit rembourse la performance du sous-jacent. Ce profil très asymétrique connaît un succès certain auprès des investisseurs qui cherchent à obtenir d'importants coupons.

Au final, on peut dire que les produits structurés élargissent la palette des solutions d'investissements, ce qui dans un monde de taux négatifs, offre des options pertinentes aux différents types d'investisseurs. ■