

## La détente générale

**OBLIGATAIRE.** Le taux à 10 ans de la France a fini à 1,208% contre 1,238% mercredi. Le Bund allemand a pour sa part fini stable à 0,808%.

Les taux d'emprunt sur le marché de la dette souveraine en zone euro ont majoritairement reflué jeudi au lendemain d'une réunion de la Réserve fédérale américaine (Fed).

Le taux d'emprunt à 10 ans de la France a fini à 1,208% contre 1,238% mercredi sur le marché secondaire, où s'échange la dette déjà émise par les Etats.

Les pays du sud de la zone euro ont eux aussi bénéficié de ce mouvement de détente à l'image de l'Espagne qui a vu son taux à 10 ans achever la séance à 2,282% contre 2,329%, celui de l'Italie finissant à 2,293% contre 2,313%. L'Allemagne a pour sa part fini à 0,808% comme mercredi.

Le marché a «une réaction plutôt acheteuse à la suite de la réunion du FOMC», le Comité de politique monétaire de la banque centrale américaine (Fed), relate Cyril Regnat, un stratège obligataire de Natixis.

Sur le marché obligataire, les taux d'emprunt évoluent en sens inverse de la demande et des prix. La Fed a opté pour le statu quo en décidant de maintenir ses taux directeurs proches de zéro face à une économie américaine encore en expansion «modérée».

Elle s'est en outre gardée de toute précision sur le moment où elle procéderait au premier relèvement de ses taux en près de dix

# La performance et les coûts démystifiés

**PRODUITS STRUCTURÉS.** Le Livre blanc du SFI analyse ces facteurs en détail depuis 2008 avec une rigueur académique. Pour chaque catégorie d'instruments.

PIOTR KACZOR

«Les coûts, la performance et l'efficacité des produits structurés font l'objet de tant de présomptions qu'une réponse fondée s'imposait. Nous avons besoin d'une étude scientifique et académique de ce marché» a déclaré aux médias spécialisés jeudi à Zurich Georg von Wattenwyl, le président de l'Association Suisse Produits Structurés (ASPS), et responsable de ce secteur à la Banque Vontobel, pour expliquer les motivations qui ont incité l'association à mandater le Swiss Finance Institute (SFI) et trois professeurs de renom, indépendants, pour mener la première étude détaillée du marché suisse des produits financiers structurés. Sur la période comprise entre 2008, avec les débuts de la dernière crise financière mondiale, et 2014, en passant par la crise de la dette en Europe en 2011.

Publié en anglais, ce Livre blanc du SFI «Structured Products, Costs and Investments», apporte la confirmation, selon le président, que les produits structurés procurent des solutions d'investissement performantes. Ainsi que le résume le tableau ci-contre. Au cours des années 2012 à 2014, soit dans des conditions normales de marchés, plus des quatre cinquièmes des produits ont secrété des rendements positifs. Selon les catégories, la valeur médiane de

### RENDEMENTS MÉDIANS ANNUELS

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Barrier Reverse Convertibles</b>	<b>-42%</b>	<b>31%</b>	<b>9%</b>	<b>-6%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>
Certificats Bonus	-43%	19%	4%	-8%	15%	16%	9%
<b>Certificats de protection du capital (avec participation)</b>	<b>-7%</b>	<b>5%</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>
Certificats Discount	-31%	23%	9%	-1%	12%	10%	5%
<b>Certificats Tracker</b>	<b>-43%</b>	<b>24%</b>	<b>9%</b>	<b>-16%</b>	<b>10%</b>	<b>15%</b>	<b>6%</b>
Indice SMI	-34%	+18%	-2%	-8%	+15%	+20%	+10%
ASPS/SFI							

ces rendements s'est établie entre 5% et 15% par an. En clair: la moitié des produits ont atteint ces rendements ou fait mieux.

Pourtant cette étude relève d'un véritable tour de force au niveau de l'exploitation des données selon Paolo Vanini, en charge du Knowledge Transfer au SFI et responsable de ce secteur à la Banque Cantonale de Zurich. L'analyse porte en effet sur un échantillon de 20'000 et de plus de 7200 produits pour les analyses respectives de la performance et celle des coûts. Pour les cinq catégories de produits structurés illustrés dans le tableau. Les warrants n'en font pas partie, parce que ceux-ci sont rarement critiqués dans le débat sur les coûts a expliqué Paolo Vanini. Le problème majeur, c'est que les coûts de ces produits (coûts de production, de distribution et la marge nette) ne sont connus qu'à l'échéance et ne sont pas publics (sauf les coûts de distribution). Pour faciliter la comparaison, les

auteurs de l'étude introduisent un taux de frais total TER (Total Expense Ratio) inspiré de cet indicateur dans les fonds de placement, soit la différence entre le prix d'émission et un juste prix des composants, ou, en l'occurrence, le total des trois facteurs de coûts précités. Alors que le facteur gestion du risque est à la charge de l'émetteur. Une mesure des coûts d'autant plus difficile que «les produits structurés impliquent une promesse de paiement, contrairement à l'asset management qui ne proclame qu'une promesse de prestation» souligne encore le spécialiste zurichois. L'étude aboutit ainsi à un niveau de coûts TER (valeur médiane) de 0,3% par an pour les Certificats Tracker, de 0,6% pour les Certificats Protection du Capital, de 1% pour les Certificats Bonus, de 1,4% pour les Certificats Discount et de 1,7% pour les produits les plus complexes et les plus prisés des investisseurs suisses, les Reverse Convertibles

à barrières (avec le plus souvent des actions comme sous-jacents). Coté performance, les produits structurés n'ont pas pu se soustraire à la chute des marchés d'actions en 2008 (-33% pour l'indice SMI) et en 2011 (-8%) enregistrant alors des valeurs médianes négatives. Les produits à protection du capital de leur côté ont suivi une évolution assez similaire à celle des obligations. Lorsque les marchés deviennent turbulents, les Reverse Convertibles à barrières offrent aux investisseurs des coupons plus élevés ou sont assortis d'une barrière d'invalidation fixée à un niveau plus bas qu'en temps normal. Ainsi que l'a souligné Paolo Vanini, une barrière tend psychologiquement à être perçue comme agressive à 80% et commence à être conservatrice à 70%. Reste que les faits montrent que pour traverser un cycle boursier complet, cette barrière devrait être fixée en dessous de 60%. Le Livre blanc du SFI est ponctué

enfin d'études de cas intéressantes qui soulignent combien la perspective de l'investisseur, sa vision du marché, peut s'avérer essentielle pour la prise de décision. Ainsi la décision de la Banque Nationale Suisse (BNS) d'abandonner le cours plancher de l'euro et le programme de quantitative easing de la zone euro, annoncés début 2015, ont-ils par exemple ouvert de nouvelles opportunités d'investissements. Par exemple des actions en euros de qualité ou à dividendes élevés avec un rabais de 15%, ou des Reverse Convertibles à barrières basses assortis de coupons de 1% à 2%. Car tous les titres avaient d'abord chuté de manière indifférenciée à la suite de la décision de la BNS. Il suffisait ensuite de sélectionner un panier de titres peu exposés en réalité à ce risque de change, lesquels devaient rebondir. Le temps de quelques jours d'analyses que la rapidité de conception et d'émission des produits structurés permet d'exploiter beaucoup plus facilement. Et pour des montants bien moindres que pour les fonds de placement. ■

LES PRODUITS STRUCTURÉS IMPLIQUENT UNE PROMESSE DE PAIEMENT, L'ASSET MANAGEMENT UNE PROMESSE DE PRESTATION SELON PAOLO VANINI.