

Taux d'intérêts négatifs, nouvelles poches de diversification, recherche de rendements et « loans »

■ Graziano LUSENTI, Dr sc. polit., expert en assurances de pension, conseiller pour investisseurs institutionnels, managing partner, Lusenti Partners, Nyon

Après que ses collègues japonais aient fait de même il y a quelques mois, la Banque Centrale Européenne (BCE) a annoncé il y a peu un nouveau « round » de mesures activistes agressives: abaissement de tous ses taux d'intérêt de référence, augmentation des injections de liquidités dans les marchés, élargissement de la palette des titres susceptibles d'être mis en pension auprès de la Banque aux obligations « corporates » de qualité. Ainsi, les taux d'intérêt négatifs se généralisent et s'affermissent dans la durée, tandis que la perplexité des investisseurs croît encore: que faire? où investir? et surtout, quels placements éviter?



Graziano Lusenti

Taux d'intérêts négatifs, « quantitative easing » et traque des investisseurs

C'est bien de « traque » qu'il s'agit ici: d'une part, la traque au rendement de la part des investisseurs, désespérés de dénicher des sources de rendement à peu près satisfaisant et de nouvelles poches de diversification; mais aussi, d'autre part, la traque des investisseurs eux-mêmes, immense horde harcelée sans cesse par les mesures déstabilisatrices, parfois vexatoires, des banques centrales - notamment en matière de liquidités et de taux négatifs - déterminées à décourager l'épargne traditionnelle et à promouvoir l'endettement sous toutes ses formes, en particulier public.

Alors que l'activité économique réelle et les mesures monétaires suggèrent qu'il sera difficile, voire impossible, de réaliser à l'avenir des performances comparables à celle des dernières décennies et années (cf. notre tableau à la fin de l'article), nous

examinons dans la suite du texte les avantages - malgré tout réels - de la diversification des placements et examinons le profil d'une classe d'actifs relativement nouvelle et encore peu connue des investisseurs: les prêts titrisés (« loans »).

Rendement, diversification et corrélations des placements

La « théorie moderne des placements » - qui peine parfois à avouer son âge plus qu'avancé, puisqu'elle a été mise en forme et conceptualisée à la fin des années cinquante¹ - s'est largement répandue dans le monde de la gestion des actifs et dans celui de « l'asset management » principalement depuis la fin des années quatre-vingts du siècle passé. Depuis lors, les notions de « diversification des placements », de « corrélations » et d'identification du « risque de placements » à la volatilité et à l'écart-type de la performance d'une valeur mobilière, d'un portefeuille ou d'une classe d'actifs se sont largement généralisés dans le monde de la gestion - et servent encore de base à nombre de modèles, d'applications théoriques et de mises en œuvre empiriques.

Les praticiens, de leur côté, distinguent le plus souvent les phases « normales » et calmes d'évolution des marchés - marquées par des tendances plus ou moins prononcées - des périodes de rupture ou de crises, le plus souvent des baisses ou des

« crashes »; ils savent donc qu'une analyse fine des marchés, surtout dans une vision prospective, requiert des instruments sophistiqués pour appréhender - et si possible anticiper - les points de rupture.

Dans ce contexte, l'analyse de l'évolution des principales classes d'actifs durant les deux dernières décennies suggère que les corrélations entre les actifs ont eu tendance à augmenter - ce qui a pour effet de réduire les effets favorables de la diversification entre les différents types de placements. C'est là une évolution très fâcheuse, qui rend plus complexe la gestion de portefeuilles diversifiés et atténue grandement la diversification: en périodes de crises, les principales classes d'actifs évoluent - à la baisse - de manière synchrone et très accentuée. Par ailleurs, les politiques monétaires ultra-accommodantes des banques centrales ont eu pour effet d'imposer des taux d'intérêt nuls ou négatifs - en Suisse, au Japon et dans plusieurs pays européens - rendant ainsi plus complexe la gestion des portefeuilles obligataires.

Taux d'intérêt, obligations et « loans »

Confrontés à une situation sans précédent de corrélations élevées des classes d'actifs, de taux d'intérêt nuls ou négatifs, de « compression » des performances des actifs, d'impératifs de liquidités et de limitation des coûts de gestion, les gérants d'avoires -

« wealth managers » et « asset managers » - sont immanquablement tentés d'explorer de nouvelles pistes de diversification, de sonder des « niches » encore peu connues; parmi celles-ci, celle des « loans » (les prêts titrisés) est souvent examinée. Les placements en « prêts titrisés », « loans » ou « structured credit » peuvent ainsi proposer une alternative dans le contexte actuel, difficile: en effet, ce type de placements est censé n'être que peu affecté par une hausse des taux d'intérêt - contrairement aux obligations.

Retrait des banques, désintermédiation financière, nouveaux intermédiaires

L'émergence du secteur des « loans » est liée aussi à une autre évolution majeure, lourde de conséquences: confrontées à des coûts croissants de leurs fonds propres en raison des contraintes prudentielles et de l'évolution de la législation bancaire, de nombreuses banques désertent les marchés traditionnels du financement par des prêts bancaires, ou s'y montrent plus frileuses. Cette évolution ouvre ainsi la voie à de nouveaux intervenants, tels que des gérants de fonds spécialisés.

Les « loans », un univers d'investissement foisonnant

En qualité de classe d'actifs en voie d'émergence et d'af-

Performances et volatilités historiques annualisées, au 31.12.2015

	3 ans		5 ans		10 ans		20 ans	
	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité	Performance	Volatilité
Liquidités	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.7%	0.3%	1.1%	0.3%
Actions CH	13.0%	11.9%	9.7%	11.6%	5.5%	13.4%	8.5%	15.4%
Actions monde IMI	13.1%	12.5%	9.5%	12.0%	3.6%	15.8%	6.9%	17.3%
Actions marchés émergents	-3.1%	13.5%	-2.5%	14.2%	3.0%	20.8%		
Obligations en CHF	2.4%	2.7%	3.2%	2.4%	3.0%	2.8%	3.6%	2.7%
Obligations en monnaies étrangères	2.0%	2.7%	3.2%	2.5%	3.1%	2.7%		
Convertibles	6.6%	5.5%	5.1%	6.4%	4.2%	9.1%	4.4%	9.0%
Immobilier direct CH	5.4%	0.5%	5.8%	0.7%	5.3%	0.5%		
Immobilier indirect CH	5.4%	8.2%	5.9%	7.2%	5.4%	6.8%	5.5%	7.1%
Immobilier étranger indirect	9.3%	12.2%	9.1%	12.0%	3.8%	19.5%	8.9%	18.4%
Private Equity	15.2%	12.1%	9.9%	15.7%	2.4%	21.4%	8.7%	23.4%
Hedge Funds	-0.2%	3.8%	-1.6%	4.1%	-1.2%	6.1%		
Matières premières	-15.2%	11.8%	-12.3%	12.0%	-8.1%	15.4%	1.6%	16.1%
Infrastructure	7.4%	10.7%	6.1%	10.9%	3.3%	14.7%		
LLP-25 plus index	5.0%	3.7%	4.8%	3.4%	3.5%	4.6%	4.8%	4.6%
LPP-40 plus index	6.4%	5.1%	5.6%	4.9%	3.5%	6.9%	5.4%	6.9%

Indices: cf ci-dessous

fermissement, les prêts titrisés représentent un univers d'investissement extrêmement diversifié, varié, mais également passablement éclaté et relativement peu transparent, où la liquidité est souvent restreinte. En effet, les portefeuilles de prêts recèlent des difficultés particulières et des risques importants: grande diversité des débiteurs et des types de prêts, nature et qualité des garanties, liquidité et transparence variable des placements, produits d'investissements divers, etc.

De façon schématique, on peut distinguer 5 grands secteurs de prêts titrisés et les financements y relatifs, sous la forme de marchés primaires ou secondaires:

- Les prêts à la consommation des particuliers (« consumer finance »)
- Les équipements lourds (« equipment leasing »)
- Le secteur immobilier (« real estate »)
- Les infrastructures publiques (« infrastructures »)
- Les prêts aux entreprises (« corporate credit »)

Les marchés des prêts titrisés sont historiquement plus développés aux Etats-Unis, où les banques jouent un rôle moindre dans le financement des entreprises et où les marchés financiers, plus performants, assument cette fonction à plus grande échelle, qu'en Europe, où les banques ont des activités de prêts traditionnellement multiples et polymorphes.

Performances, liquidité, risques, transparence, coûts

Quels sont les principaux paramètres techniques des placements de ce type? Pour ce qui est de la performance, les objectifs visés sont souvent très ambitieux – en USD jusqu'à 8%, 12%, voire plus. Toutefois, des rendements de ce type ont pour corollaire des primes d'illiquidité considérables: les délais de remboursement varient le plus souvent entre quelques mois – 3 à 18 mois sont des valeurs fréquentes – jusqu'à plusieurs années.

Quant aux garanties (« collaterals »), elles sont également multiples et varient beaucoup en fonction de la nature des crédits; ils sont constitués, par exemple, de portefeuilles de crédits à la consommation (cartes de crédit) ou de prêts à des étudiants, de gages immobiliers, d'équipements lourds en machines ou d'infrastructures publiques tels que des aéroports, des réseaux électriques, des réseaux de télécommunications, des hôpitaux, etc.

Les risques auxquels l'investisseur est confronté dans le cadre de ces investissements sont bien réels, mais ils peuvent être cernés et évalués de manière assez fiable; parmi ceux-ci, on citera les suivants:

- Risque de liquidité
- Risque de valorisation du gage
- Risque de contrepartie
- Risque légal
- Risque de taux d'intérêt
- Risque de défaut
- Risque réglementaire

L'historique récent des paramètres de cette classe d'actifs suggère que l'investisseur devrait veiller surtout aux risques de liquidité, de taux d'intérêt et de défaut. Concernant ce dernier point, le taux de défaut de portefeuilles de prêts titrisés constitués avec soin est très faible et le plus souvent inférieur à celui de portefeuilles obligataires à risques élevés (« high yields »).

Enfin, on soulignera que le choix du véhicule d'investissement s'avère important pour l'investisseur sous l'angle de la transparence et des coûts – le plus souvent élevés en comparaison d'autres classes d'actifs plus liquides. En effet, les véhicules de placements privilégiés par les promoteurs de produits présentent rarement une liquidité élevée – c'est-à-dire mensuelle – et presque jamais le statut de véhicule UCITS.

Classes d'actifs	Indice de référence
Liquidités	LIBOR 3M - CHF
Actions CH	Swiss Performance Index SPI - TR, CHF
Actions monde IMI	MSCI World Investable Market Index, ex. Switzerland (Large+Mid+Small Cap) - TR Net, CHF
Actions marchés émergents	MSCI Emerging Markets Index, Std. (Large+Mid Cap) - TR Net, CHF
Obligations en CHF	Swiss Bond Index SBI AAA-BBB - TR, CHF
Obligations en monnaies étrangères	Barclays Global Aggregate index, ex. Switzerland - TR, Hdg. CHF
Convertibles	Thomson Reuters Convertible Global Focus Index (old UBS) - TR, Hdg. CHF
Immobilier direct CH	KGAST Immo-Index - CHF
Immobilier indirect CH	SWX Immobilienfonds Index - TR, CHF
Immobilier étranger indirect	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index - TR Net, CHF
Private Equity	LPX50® - TR, CHF
Hedge Funds	HFRX Global Hedge Fund Index - Hdg. CHF
Matières premières	Bloomberg Commodity Index (old DJ-UBS) - TR, CHF
Infrastructure (CHF)	S&P Global Infrastructure Index - TR Net, CHF
LLP-25 plus index	Indice Pictet LPP 25 plus
LPP-40 plus index	Indice Pictet LPP 40 plus

Les prêts titrisés, des placements spécialisés pour des investisseurs avisés uniquement

En résumé, la classe d'actifs des prêts titrisés (« loans »), vaste, diversifiée et en croissance rapide du fait de développements structurels et fondamentaux dans les marchés financiers, offre des opportunités réelles sous l'angle de la diversification des placements, surtout en période de taux d'intérêt négatifs – ainsi que des rendements attractifs dans le segment des placements dans les marchés de taux.

Toutefois, ses caractéristiques intrinsèques, la liquidité réduite des placements (de quelques mois à quelques années), le fractionnement et le manque de transparence des marchés, les coûts de gestion relativement élevés imposent, dans les faits, de considérer les placements de ce type comme une forme de « placement alternatif », au même titre que les hedge funds et le private equity. Enfin, la nécessité d'investir des montants relativement importants dans des portefeuilles largement diversifiés limite, dans les faits, ces placements aux seuls investisseurs avisés – des institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pensions) ou des particuliers qualifiés.

Note

¹ L'article, fondateur et révolutionnaire, de la théorie, est: Markowitz H.M., 1952, « Portfolio Selection », Journal of Finance, 7 (1), 77-91