

Taux négatifs : de nouvelles stratégies pour un nouveau monde

Par Nicolas GAUSSEL, Directeur des Gestions, Lyxor Asset Management

En Europe, les taux négatifs sont devenus une réalité structurelle potentiellement durable. Les grandes institutions financières, qui voient ainsi leur modèle profondément impacté, sont confrontées à un nouveau défi: comment générer du rendement sans prendre de risques exacerbés? Innovation et solutions sur-mesure semblent la meilleure réponse à cet environnement contraint.

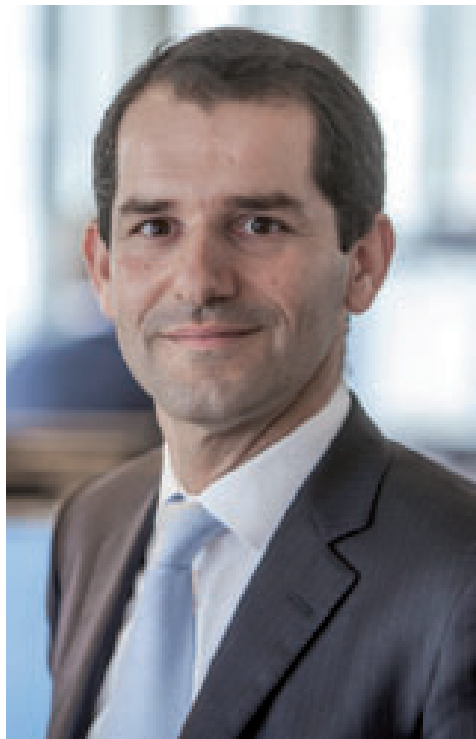
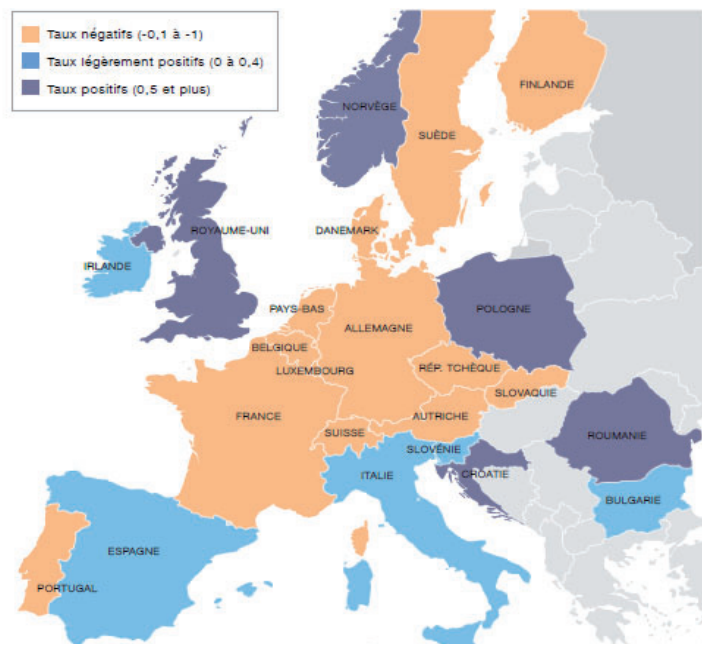
Les amateurs d'énigmes apprécient Maurits Escher. Cet artiste hollandais du siècle dernier est passé maître dans la représentation de situations étranges ou paradoxales. Dans le monde d'Escher, les oiseaux blancs se transforment en paysage de jour alors que les oiseaux noirs deviennent paysage de nuit, les rubans n'ont qu'une seule face, le mouvement est perpétuel...

Jusqu'à récemment, l'existence de taux d'intérêt nominaux négatifs n'avait jamais été considérée comme une hypothèse sérieuse. À part à imaginer une finance «à la Escher», la préférence des agents pour le présent, le fait que l'argent «travaille» semblaient constituer des socles solides sur lesquels construire pratique et théorie financière. De ce point de vue, l'établissement durable et généralisé des taux d'intérêts négatifs en Europe nous projette dans un monde nouveau dans lequel nos schémas de pensée sont pris à revers.

En Europe, les taux négatifs sont devenus une réalité structurelle potentiellement durable

Comment expliquer en effet que les banques continuent à se prêter entre elles quand les taux interbancaires sont négatifs? Mi-avril 2015, les taux souverains à cinq ans sont négatifs dans neuf pays européens: l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Allemagne, la Finlande, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse et la Slovaquie. Sur des maturités plus courtes (deux ans), douze pays traitent à taux négatifs (s'ajoutent aux précédents la République Tchèque, la France et le Portugal, voir graphique 1).

DOUZE PAYS D'EUROPE DE L'OUEST CONNAISSENT DES TAUX DEUX ANS NÉGATIFS À MI-AVRIL 2015



Nous estimons que 25% des obligations contenues dans l'iBoxx euro sovereign all maturities délivrent aujourd'hui des rendements négatifs (voir graphique 2). Début février 2015, certaines obligations d'entreprises ont aussi connu des taux négatifs. Or, les données historiques les plus lointaines remontent au début du 19^e siècle et, de mémoire d'historien, jamais les taux n'avaient été aussi bas.

Malgré ces rendements négatifs, les flux d'investissement vers les obligations européennes atteignent des records. Selon Morningstar, les OPCVM obligataires européens (souverain et entreprises) ont collecté 6 milliards d'euros en février 2015, un plus haut en matière de collecte mensuelle depuis les cinq dernières années. La ruée obligataire s'accélère alors que les rendements obligataires ne semblent pas compenser les risques de crédit et de durée que prennent les investisseurs.

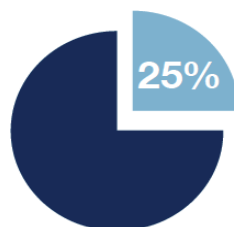
La baisse des taux de rendements n'est certes pas un phénomène nouveau. Depuis le milieu des années 80, les taux d'intérêts réels ont en effet connu un déclin marqué. Les causes de cette baisse sont multiples: abondance de l'épargne dans les pays émergents et en Chine en particulier, déclin structurel de l'investissement dans les pays développés et hausse de la demande pour les actifs sans risque de la part des pays émergents dans le sillage des crises financières de la fin des années 90.

Mais cette baisse des taux d'intérêts, qui s'est accélérée depuis la crise financière de 2007-2008, connaît aujourd'hui son paroxysme. En 2015, les principales banques centrales mondiales mènent une politique de taux zéro. Pour contrer

la déflation qui commence à se matérialiser dans de nombreux pays européens, certaines d'entre elles ont même mis en place des taux négatifs (BCE, Banque Nationale Suisse, Banque Nationale du Danemark, Banque de Suède).

Ce phénomène de taux négatifs risque de durer. Il catalyse en effet les problèmes de croissance potentielle de la zone euro. Les dernières prévisions de la Commission Européenne signalent que le potentiel de croissance de la zone euro est passé de 2% au début de la décennie passée à 0,7% aujourd'hui. La zone euro est entrée en déflation depuis quelques mois, et même si ce phénomène devrait être temporaire, les anticipations d'inflation de long terme ont baissé. L'enquête de la BCE de début 2015 auprès des prévisionnistes professionnels signale également des anticipations d'inflation de long terme largement en deçà de la cible de la BCE: il va falloir s'habituer à vivre avec des taux négatifs.

25% DE L'INDICE IBOXX EURO SOVEREIGN ALL MATURITIES TRAITÉ À TAUX NÉGATIFS



Source: Markit à début avril.

Les acteurs financiers devront s'adapter à ce nouvel environnement

Il est trop tôt aujourd'hui pour mesurer les implications d'une telle situation, si elle devait perdurer. Dans une situation de taux négatifs, la valeur future des actifs financiers est inférieure à leur valeur présente. Cela avantage les débiteurs et pénalise les crédeurs qui doivent désormais payer l'équivalent d'une prime d'assurance pour placer leur argent en lieu sûr.

Au-delà des agents individuels, les grandes institutions financières que sont les banques, les compagnies d'assurance et les fonds de pension voient elles aussi leur modèle profondément impacté. Pour les banques par exemple, les conséquences politiques de dépôts à vue payants sont difficiles à évaluer. Pour les assureurs vie ou les fonds de pension, leur mode de fonctionnement est structurellement remis en cause: à quoi bon investir sur les marchés si ceux-ci font moins bien qu'un coffre-fort?

Ces questions semblent encore du domaine de la politique fiction si l'on se convainc que même si cette situation de taux négatifs peut durer, elle ne saurait durer trop longtemps... Dans l'intervalle pourtant, restent des questions très pragmatiques posées aux investisseurs: comment générer un rendement minimal sans prendre de risques exacerbés?

Des solutions innovantes pour répondre aux nouveaux besoins des investisseurs

Les rendements négatifs sont-ils une fatalité lorsque l'on ne souhaite ni dégrader la qualité de crédit d'un portefeuille, ni prendre trop de durée de peur d'être pris à revers par une remontée inattendue des taux? Des solutions innovantes et sur-mesure apportent une réponse à ces nouvelles contraintes d'investissement. Des

stratégies de gestion active peuvent ainsi adresser le sujet des rendements négatifs et de la gestion des risques sur les marchés.

Une stratégie dynamique à risque équilibré représente ainsi une solution pour les investisseurs souhaitant maintenir leur exposition aux obligations souveraines européennes. Conçue à l'origine pour les banques cherchant à investir leur portefeuille lié au ratio de liquidité Bâle III dans des actifs liquides de bonne qualité (HQLA⁽¹⁾), cette solution intéresse aussi les investisseurs devant gérer des portefeuilles obligataires pour des raisons réglementaires, de gestion des engagements ou de synchronisation de la durée. La solution déployée dans cette stratégie consiste à investir en obligations gouvernementales ou supra-nationales «asset swaps»⁽²⁾. Un portefeuille d'«asset swaps» gouvernementaux ne génère aucun risque de crédit supplémentaire, et réduit le risque de durée standard. Pour autant, il permet de maintenir des rendements positifs en combinant le carry payé par les asset swap aux gains en mark-to-market réalisés grâce au positionnement de la stratégie.

Cette stratégie permet ainsi d'apporter une réponse à un défi de taille pour les investisseurs: comment maintenir une exposition optimale aux obligations souveraines européennes dont les rendements sont si bas, et ce en surveillant attentivement les risques? Même type de défi pour les gestionnaires de liquidités confrontés eux à la faiblesse historique des taux monétaires. Ici encore, une solution clé en main sur des placements sécurisés court terme peut offrir de véritables opportunités de rendement pour la trésorerie.

Ainsi une stratégie qui investit dans des placements court terme bancaires, collatéralisés par des actions peut s'avérer performante. Les nouvelles contraintes réglementaires, en pénalisant le coût de portage des actions au bilan des banques, incitent celles-ci à les céder, tout en s'engageant à les reprendre à terme, via des opérations repo⁽³⁾. Ce nouveau paradigme provoque une tension sur les taux de repo actions qui deviennent structurellement négatifs. Combiné à un Eonia négatif, cela donne lieu à une situation dans laquelle les titres de dette bancaire court terme collatéralisés par des actions offrent des rendements supérieurs aux titres non collatéralisés, alors même qu'ils sont objectivement moins risqués.

La solution d'investissement envisagée plus haut offre ainsi la possibilité d'obtenir un rendement supérieur à celui des actifs monétaires traditionnels non-sécurisés, tout en limitant les risques de contrepartie, de liquidité et de taux. Outre ses avantages en matière de rendement et de contrôle des risques, elle permet également aux investisseurs d'obtenir cette exposition sans avoir à gérer les complexités administratives et financières associées aux investissements directs sur le marché du repo. Ces deux stratégies de gestion active peuvent être considérées comme une nouvelle source de performance sur des univers d'investissement associés à de faibles rendements. Une réponse efficace à la situation actuelle.

(1) High Quality Liquid Assets. (2) Ce sont des obligations combinées avec un swap bancaire échangeant le coupon fixe contre un paiement variable de type EUR + spread. (3) Les repos (pensions livrées) sont des opérations de financement court terme qui consistent en un échange de titres (garantie correspondant à des obligations, actions, ou autres titres financiers) de la part de l'emprunteur contre de la trésorerie court terme de la part du prêteur.

Le Fund Platform Group réuni au siège d'UBS à Zürich

Le Fund Platform Group (FPG), première association Européenne de plateformes de distribution de fonds, s'est réuni le 11 juin au siège de UBS SA à Zürich pour traiter de l'impact des modifications réglementaires à la suite de MIFID II et anticiper les potentielles nouvelles règles régissant le secteur de la distribution de fonds en Europe. Après Londres en 2013 et 2014, c'est la plus grande ville suisse qui a été choisie pour son rôle capital dans l'activité transfrontalière de la distribution de fonds.

«Après avoir fait deux réunions à Londres, je suis extrêmement satisfait de cette première rencontre en Suisse, explique Edouard Bokuetenge, Président de FPG. Je tiens à remercier chaleureusement UBS d'avoir été l'hôte de cette journée. Nous avons pu progresser et prendre des déci-

sions importantes.» Comptant pour 30% (5000 milliards d'euros) de l'activité transfrontalière européennes et gérant 15% (1200 milliards d'euros) des actifs de fonds en Europe, les membres du FPG ont longuement échangé, lors de deux panels, avec des experts du secteur et des grands acteurs locaux comme Swiss Canto, UBS ou Crédit Suisse.

Ces tables rondes, intitulées respectivement «Regards croisés sur les plateformes de distributions suisses» et «Évolution du marché des rétrocessions dans les Banques Privées Suisses» ont permis aux membres de mieux appréhender la législation et les bonnes pratiques du fort marché que représente la Suisse.

Le marché local est historiquement très important pour l'industrie de la distribution de fonds. De nombreuses banques privées font appel à des plateformes de distribution, dont plusieurs membres du FPG, pour leurs activités de fonds de tiers. Les membres du FPG pourront ainsi échanger avec les principaux acteurs de

ce marché spécifique sur leurs méthodes d'approche d'un marché dont l'activité réglementaire suit parallèlement celle de l'Union européenne.

À l'issue de cette réunion, le FPG a annoncé que le cabinet Innortibe, entité de SWIFT, est mandaté pour le rapport 2015 sur le secteur de la distribution de fonds en Europe. Très prisée par les acteurs du secteur, l'enquête annuelle du FPG est un document de référence à destination de ses membres pour les préparer de manière optimale aux potentiels changements réglementaires et les avertir des nouvelles tendances du secteur.

Enfin, FPG a dévoilé que la seconde cérémonie des FPG awards aura lieu à Paris le jeudi 19 novembre. Lancée en 2014 à Londres, cette remise de prix des meilleures plateformes de distribution de fonds est un moment attendu de ce secteur d'activité. Sur invitation unique, cette soirée sera le point de rendez-vous de 160 personnalités en lien avec cette industrie.

HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT 16, Boulevard d'Avranches, L-1160, Luxembourg

HSBC GLOBAL INVESTMENT FUNDS				
Date: 08/06/15	CURRENCY	BID	OFFER	BASE CURRENCY TOTAL NAV
Asia ex Japan Equity	EUR*	44,846	47,331	134 117 641,70 USD
Asia ex Japan Equity	EUR*	17,955	18,950	12 617 258,12 EUR
Asia ex Japan Equity Smaller Companies	EUR*	50,455	53,250	146 612 699,10 USD
Asia Pac ex Jap Eq High Dividend Cap	USD*	21,516	22,708	20 872 381,44 USD
Asia Pac ex Jap Eq High Dividend Dist	USD*	17,102	18,049	39 293 826,53 USD
Brazil Equity Cap	USD*	18,340	19,356	114 921 643,00 USD
Brazil Equity Dist	USD*	17,556	18,529	197 206 424,60 USD
Chinese Equity	USD*	103,199	108,916	1 690 806 045,00 USD
European Equity	EUR*	42,337	44,682	65 291 791,43 EUR
Global Emerging Markets Equity	EUR*	12,809	13,519	29 847 368,90 USD
Global Equity	EUR*	29,063	30,673	22 084 973,40 USD
Hong Kong Equity	USD*	137,988	145,633	194 784 088,50 USD
Indian Equity	EUR*	137,401	145,013	1 317 415 265,00 USD
Japanese Equity	EUR*	9,249	9,762	2 336 332 597,00 JPY
Singapore Equity	USD*	34,931	36,866	10 630 235,30 USD
UK Equity	GBP*	31,252	32,983	17 621 320,23 GBP
US Equity	EUR*	34,716	36,640	55 836 670,11 USD
BOND FUNDS				
Global Bond	EUR*	11,993	12,657	14 342 661,67 USD
Global Emerging Markets Bond	USD*	19,313	20,383	85 334 954,94 USD
US Dollar Bond	USD*	10,700	11,293	15 446 007,58 USD
CLASS "E" SHARE				
Asia ex Japan Equity	EUR*	43,909	46,342	100 113,85 USD
European Equity	EUR*	42,024	44,352	27 191 988,07 EUR
Global Emerging Markets Equity	EUR*	12,260	12,939	161 817,01 USD
Japanese Equity	EUR*	8,598	9,075	203 830,99 JPY
HSBC AMANAH FUNDS				
HSBC Amanah Global Equity	USD*	9,135	9,641	53 140 443,41 USD

* Please note that the prices in these sub-funds are available in additional currencies. For further information please contact Dealing Department Tel: + 352 26 05 95 53 Fax: + 352 24 60 95 00