



La gestion «à cliquets» à l'épreuve de la baisse

Une interview de René Sieber*, associé de Dynagest SA, Genève

Comme pour n'importe quel placement, la performance des fonds «à cliquets» dépend, au début, du moment où l'investissement commence.

OLIVIER SCHÄRRER

«L'AGEFI»: Dynagest est le conseiller en investissements de plusieurs fonds de placement publics de gestion «à cliquets» sur indices boursiers commercialisés en Suisse. Comment ces produits, qui offrent la protection d'un plancher d'investissement ajustable à la hausse, ont-ils réagi à la forte correction des marchés boursiers enregistrée depuis cet été?

René Sieber: D'une manière générale, les fonds que nous conseillons ont répondu aux attentes que l'application de la gestion «à cliquets» laissait entrevoir, notamment les fonds offrant ce type de gestion sur des marchés boursiers.

Comme le met en évidence le Tableau I (page 2), le recul enregistré par la valeur nette d'inventaire des différents véhicules de placement concernés se montait, du mois de juillet 1998 à la

mi-octobre, à moins de 10% (entre 5,3% et 9,9%). Cela est particulièrement réjouissant pour les fonds investis sur les marchés boursiers allemand et suisse. En effet, sur la même période, ces marchés ont enregistré une baisse de plus de 30%.

Tous les fonds au-dessus du plancher

Ainsi, tous ces fonds, qui visent à protéger un pourcentage donné de leur valeur initiale, mais aussi de leur valeur nette d'inventaire la plus élevée atteinte, ont respecté le dernier niveau atteint par leur plancher d'investissement. A l'image du Graphique I (en bas de page), qui retrace la progression du Clariden Dynafloor-German Market Fund, le plancher d'investissement n'a pas seu-

lement été préservé lors de la correction boursière que nous venons de connaître, mais également lors du recul enregistré par les marchés, en octobre 1997.

Si l'on s'intéresse maintenant aux performances des différents fonds depuis leurs lancements respectifs, il s'avère – avec l'évolution des marchés boursiers depuis l'été – que celles-ci se comparent de manière tout à fait avantageuse avec la performance des marchés sous-jacents. Cela est d'autant plus le cas si l'on tient compte des niveaux de protection que ces fonds procuraient à mi-octobre.

Comme le souligne le Tableau I, les sept fonds analysés offraient à mi-octobre des planchers d'investissement qui se situaient au-dessus de la valeur de la part lors de leurs lancements respectifs.

Graphique I

LE CLARIDEN DYNAFLOOR-GERMAN MARKET FUND ET SON PLANCHER

au 14.10.1998



fonds à capital protégé

Tableau I

PERFORMANCE DE DIVERS FONDS «À CLIQUETS»

à mi-octobre 1998¹⁾

	Date de lancement	Performance depuis le lancement		Niveau du plancher en % de l'investissement initial		Performance depuis juillet 98 ²⁾	
		Fonds	Indice de référence	lors du lancement	à mi-oct. 98	fonds	indice de référence
FONDS SUR LE SMI (en CHF)							
Clariden Dynafloor-Swiss Market Fund	5.7.96	46,2%	58,2%	90%	142,7%	-6,6%	-31,7%
Lloyds Bank Government Bonds-Domestic SMI	19.11.96	41,4%	51,0%	90%	139,5%	-7,3%	-31,7%
Sarasin Swissmix-composante «actions» ³⁾	3.2.97	37,5%	37,7%	90%	136,3%	-9,9%	-31,7%
FONDS SUR LE DAX 30 (en DM)							
Clariden Dynafloor-German Market Fund	3.6.97	25,0%	20,3%	90%	121,6%	-6,2%	-31,3%
Lloyds Bank Government Bonds-DAX 30	21.10.97	14,0%	2,4%	90%	113,1%	-8,2%	-31,3%
FONDS SUR LE S&P 500 (en USD)							
Clariden Dynafloor-US Market Fund	16.9.97	3,4%	9,5%	90%	100,1%	-5,3%	-14,3%
Lloyds Bank Government Bonds-S&P 500	21.10.97	4,3%	4,7%	90%	102,1%	-6,3%	-14,3%

1) au 13.10.98 pour les fonds SMI, au 14.10.98 pour les fonds DAX 30 et S&P 500.

2) depuis le 21.07.98. pour les fonds SMI, depuis le 22.07.98 pour les fonds DAX 30 et S&P 500.

3) Le fonds Sarasin Swissmix est investi pour moitié en actions suisses et pour moitié en obligations suisses. La gestion «à cliquets» est appliquée pour la moitié investie en actions.

Source: Dynagest SA, Genève, 1998.

Pour les fonds investis sur les indices DAX et SMI, l'ajustement des planchers à la hausse permettait même de préserver pour les détenteurs de parts depuis le lancement des performances appréciables en cas de baisse supplémentaire des marchés sous-jacents. Ainsi, le fonds DAX de Lloyds Bank offrait à mi-octobre un plancher d'investissement situé 13,1% au-dessus de la valeur initiale de la part, alors que la performance de l'indice DAX depuis le lancement du fonds ne s'élevait plus qu'à 2,4%.

Pouvez-vous préciser quelle technique d'assurance portefeuille est appliquée dans les produits dont Dynagest est le conseiller en investissement?

La gestion «à cliquets» appliquée dans ces produits est basée sur une variante de l'assurance de portefeuille nommée l'assurance de portefeuille à proportion constante. Cette approche développée notamment par Fischer

Black vise la protection d'un pourcentage donné de l'investissement initial, de 90% par exemple. Par rapport à l'investissement initial, ce plancher définit la tolérance de risque maximale, nommée le coussin, soit 10% pour un plancher de 90%.

La gestion de l'exposition – l'investissement dans l'actif risqué sous-jacent – est alors réalisée en fonction du niveau du coussin. Si l'actif sous-jacent baisse, la valeur du portefeuille et du coussin diminue, et l'exposition doit être réduite au profit de l'actif hors risque. La protection du plancher passe ainsi par une réduction de l'exposition.

Quant au principe mécanique du cliquet, il consiste à relever le plancher en cas d'accroissement de la valeur de l'investissement. En d'autres termes, il s'agit d'appliquer progressivement le degré de protection aux profits accumulés en cas de hausse de l'actif sous-jacent. Il est ainsi possible de protéger

un pourcentage donné non seulement de l'investissement initial, mais aussi de la valeur la plus élevée du portefeuille qui sera atteinte.

Comment expliquez-vous les différences de performance entre différents fonds appliquant une technique de gestion similaire sur le même actif sous-jacent? Les performances sont-elles comparables?

La comparaison de performances entre différents produits de gestion «à cliquets» est délicate et doit être menée avec prudence, même pour des produits investissant dans le même actif sous-jacent.

Outre les différences de paramétrage propre à chaque fonds, la date de lancement est un élément déterminant lorsque l'on entreprend de comparer deux véhicules de placement sur une même période. Un produit qui aurait été lancé à fin octobre 1997, juste après le mini-krach, aurait clairement affiché

fonds à capital protégé

une performance supérieure en juillet 1998 à celle d'un produit lancé deux mois auparavant et dont l'exposition aurait été fortement réduite afin de protéger son plancher.

Enfin, les structures de frais sont aussi de nature à introduire des différences dans les performances. Les frais affectent en effet directement le coussin évoqué précédemment et par conséquent la capacité à prendre de l'exposition dans l'actif sous-jacent.

Pas d'assurances gratuites

La protection d'un plancher d'investissement, qui n'est ajustable qu'à la hausse, ne pénalise-t-elle pas fortement la performance après une forte correction du marché sous-jacent telle que celle que nous venons de connaître? Pouvez-vous à ce sujet préciser la réaction que les produits que vous conseillez ont eue après le mini-krach d'octobre 1997?

Il n'y a pas d'assurance gratuite. En effet, il est difficile d'imaginer pouvoir protéger un plancher d'investissement lors d'une forte baisse du marché sous-jacent et de pouvoir participer pleinement à la reprise haussière consécutive. En cas de baisse marquée de l'actif sous-jacent, le respect du plancher d'investissement passe par une réduction importante de l'exposition. Or, si l'actif sous-jacent repart à la hausse, le produit «à cliquets» ne participera à celle-ci que graduellement. Il tirera parti de la hausse progressivement, au fur et à mesure de la reconstitution du coussin et de l'accroissement de l'exposition dans le marché. L'ampleur de la participation dépendra notamment de la hausse du marché, mais aussi du coussin qui aura pu être préservé lors de la baisse.

La participation dépend de l'exposition

Le Tableau II illustre la réaction des différents fonds considérés après la correction des marchés d'actions d'octobre 1997. Il met en évidence leur performance entre les plus bas atteints par les marchés à fin octobre et les plus

hauts atteints dans le courant du mois de juillet de cette année. La performance des fonds représente sur cette période entre 15% et 54% de la performance des marchés sous-jacents. Comme cela ressort du tableau, cette performance dépend clairement du niveau de risque à fin octobre 97, en d'autres termes du niveau de coussin préservé, et donc de l'exposition que celui-ci permettait d'avoir.

Ainsi, le fonds qui a enregistré la performance la plus faible sur la période considérée est également celui qui présentait, par rapport au plancher d'investissement, le risque le plus faible. Il faut néanmoins souligner que ce fonds – le Lloyds Bank Government Bond Domestic SMI – a généré sur cette période une performance de 9,2 % avec une exposition initiale proche de zéro. Il a surtout généré une telle performance pour un risque de baisse initial limité à 0,2%.

Quant à la composante «actions» du Sarasin Swissmix – un fonds investi pour une moitié en actions suisses et pour l'autre moitié en obligations

suisses –, elle réalisait la meilleure performance des produits sur le marché suisse sur cette période, ayant pu maintenir une exposition plus élevée dans le marché à fin octobre 97.

Au vu de l'expérience acquise au cours de ces dernières années, quelle évolution entrevoyez-vous dans l'application de la gestion «à cliquets»?

Une des possibilités d'évolution réside certainement dans l'amélioration de la capacité de rebond initiale après une forte correction.

Avec ses clients, Dynagest a déjà introduit une amélioration de cet aspect de la gestion – inhérent à la protection d'un plancher d'investissement ajustable uniquement à la hausse – par la mise en place de planchers opérationnels supérieurs aux planchers que les fonds proposent de protéger. Les fonds disposent ainsi d'une réserve de coussin permettant, après une baisse importante, de reprendre davantage d'exposition sans toucher au plancher effectif.

Tableau II

PERFORMANCE DE DIVERS FONDS «À CLIQUETS»

de fin octobre 1997 à juillet 1998¹⁾

	Perfor- mance	Risque de baisse à fin octobre 97 ²⁾	Exposition à fin octobre 97 ³⁾
FONDS SUR LE SMI (en CHF)			
Clariden Dynafloor-SwissMarket Fund	12,8%	-1,3%	8%
Lloyds Bank Government Bonds-Domestic SMI	9,2%	-0,2%	2%
Sarasin Swissmix-composante «actions»	19,8%	-1,1%	11%
Indice SMI	61,3%		
FONDS SUR LE DAX 30 (en DM)			
Clariden Dynafloor-German Market Fund	20,9%	-1,2%	10%
Lloyds Bank Government Bonds-DAX 30	31,8%	-3,5%	17%
Indice DAX 30	64,0%		
FONDS SUR LE S&P 500 (en USD)			
Clariden Dynafloor-US Market Fund	16.9.97	3,4%	9,5%
Lloyds Bank Government Bonds-DAX 30	21.10.97	4,3%	4,7%
Indice DAX 30	64,0%		

1) du 28.10.97 au 21.07.98 pour les fonds SMI, du 29.10.97 au 22.07.98 pour les fonds DAX 30 et S&P 500.

2) risque de baisse par rapport au plancher.

3) exposition autorisée au 13.10.98 pour les fonds SMI, au 14.10.98 pour les fonds DAX 30 et S&P 500.

Source: Dynagest SA, Genève, 1998.

fonds à capital protégé

Certains autres fonds à plancher protégé ont en revanche directement prévu la possibilité d'abaisser périodiquement le plancher. De tels abaissments permettent à intervalles fixes de reconstituer du coussin et ainsi de reprendre de l'exposition. Cette solution s'avère évidemment intéressante après un recul marqué. Elle est gênante si le marché sous-jacent poursuit sa baisse au lieu de repartir à la hausse. En d'autres termes, elle implique de reprendre des risques au bon moment.

Cette deuxième approche mérite d'être approfondie. Par rapport à la pratique actuelle, Dynagest considère qu'il faudrait procéder notamment à des reconstitutions de coussins moins importantes, mais à une fréquence plus grande, tous les trimestres par exemple. Ces reconstitutions devraient en outre être explicitement soumises à des conditions, comme la baisse enregistrée par le marché durant le trimestre ou/et le niveau atteint par le coussin existant en fin de trimestre.

Le développement de cette approche impliquera aussi une modification du message commercial. Celui-ci ne pourra évidemment plus se concentrer sur la protection d'un plancher d'investissement, mais sur la capacité à limiter le risque de baisse tout en prônant le mois possible la participation au potentiel de hausse: une évolution probablement plus institutionnelle que privée.

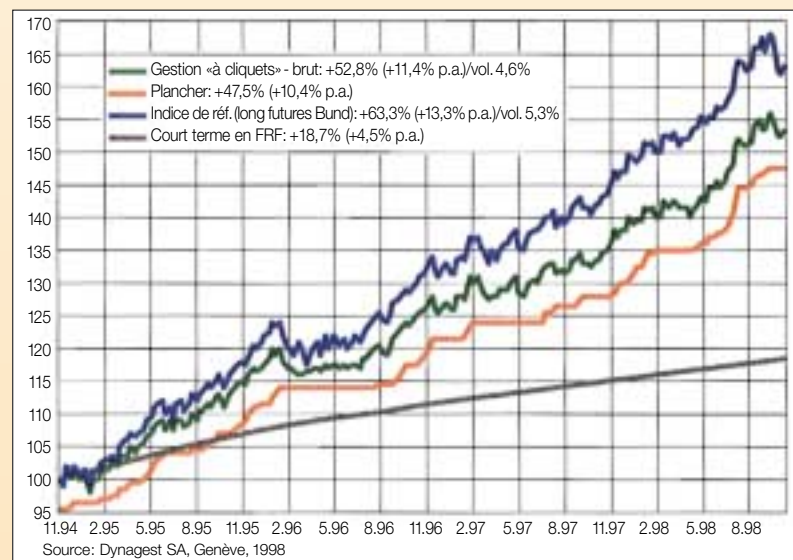
Concernant encore l'évolution dans les applications de la gestion «à cliquets», il faut relever que les fonds que vous conseillez proposent principalement une application de la gestion des principaux marchés d'actions. Quels sont les autres domaines dans lesquels vous pensez que l'utilisation de cette approche particulière de l'assurance de portefeuille présente de l'intérêt?

Pour Dynagest, trois autres domaines d'application présentent aujourd'hui

Graphique II

GESTION «À CLIQUETS» D'UNE POSITION LONG BUND POUR UNE BASE FRF

au 14.10.1998



de l'intérêt: la gestion des risques de taux longs, des fonds d'allocation et des risques de change.

La gestion «à cliquets» permet en effet d'envisager les risques liés à une exposition permanente sur des obligations à long terme. Même si la période couverte s'avère exceptionnelle quant à l'évolution des taux, les résultats obtenus sur les quatre dernières années méritent d'être soulignés. Le Graphique II (voir ci-dessus) présente l'évolution d'une gestion «à cliquets» d'une position longue sur les obligations à long terme du gouvernement allemand pour une base en francs français, de mi-novembre 1994 à mi-octobre 1998. La performance hors frais s'élève à 11,4% p.a. contre une progression de 13,3% pour l'indice de référence (la position longue sans protection de futures Bund). Quant au plancher, de 95% de l'investissement initial, il se situait 47,5% au-dessus de ce dernier. Il assurait ainsi à lui seul une performance de 10,4% p.a., plus du double de la rémunération de l'actif hors risque.

La gestion «à cliquets» donne aussi des résultats intéressants dans des fonds d'allocation reflétant la politique d'investissement du promoteur. Plusieurs banques offrent d'ailleurs aujourd'hui en Suisse des véhicules de placement collectifs de ce type. Il importe toutefois de souligner que la performance de tels produits dépend certainement autant, si ce n'est davantage, de la politique d'allocation que de l'application de la gestion «à cliquets».

Enfin la méthodologie propre à la gestion «à cliquets» offre également des perspectives intéressantes dans le cadre de la gestion du risque de change, notamment pour la clientèle institutionnelle.

***Dr René Sieber,**
Associé de Dynagest SA, Genève,
Chargé de cours HEC,
Université de Genève.

Interview réalisée à fin octobre 1998.

DYNAGEST SA

RUE DU RHONE 7 CASE POSTALE 5262 1211 GENÈVE 11. TÉL. 022 311 37 37 FAX 022 307 33 71