

Aujourd'hui, en Suisse, des fonds de placement recourent à la gestion à cliquets obligatoire. Les performances qu'ils enregistrent ne craignent pas la comparaison.

La pertinence du cliquet appliqué aux obligations

L'application de la gestion à cliquets aux marchés d'actions est relativement connue du grand public; son utilisation dans le domaine obligataire l'est moins. Or des fonds proposant cette approche sont aujourd'hui commercialisés en Suisse.

RENÉ SIEBER



RENÉ SIEBER

Associé, Dynagest S.A.
Chargé de cours HEC,
Université de Genève.

LE RECOURS à des techniques d'assurance de portefeuille dans la gestion obligataire a clairement du sens lorsque l'on cherche à se prémunir contre le risque de baisse. L'objet de cet article est d'apprécier concrètement la validité de l'utilisation du cliquet dans des marchés obligataires orientés à la hausse, comme ce fut le cas au cours des deux dernières années. On vérifiera, en l'occurrence, que la technique dite du cliquet a généré des performances qui, sans même tenir compte du niveau de protection offert en permanence aux investisseurs, n'ont pas à craindre la comparaison avec d'autres approches de la gestion obligataire.

L'application des principes de la gestion à cliquets (voir encadré en page 3) à la gestion des titres à revenu fixe permet d'envisager un investissement dans des obligations à long terme, en principe de première qualité, avec une approche systématique de couverture du risque de prix asso-

cié à ces dernières. En d'autres termes, il est possible de se positionner sur le segment long de la courbe des taux tout en bénéficiant de la protection offerte par un plancher d'investissement ajustable à la hausse.

Cette approche présente évidemment de l'intérêt lorsque, d'une part, l'incertitude quant à l'évolution des taux est élevée et que, d'autre part, la courbe des taux offre une pente positive marquée. Pour autant que le coût associé à la protection ne s'avère pas prohibitif, elle devrait permettre de bénéficier du supplément de rémunération procuré par les obligations à plus long terme, du moins en partie.

Dynamic Flooring Fund - Expo Bonds Europe «DF»

Dans cette optique, l'analyse de la performance de deux fonds de placement de droit luxembourgeois distribués en Suisse, et dont Dynagest est le conseiller en investissement, s'avère instructive.

Le Dynamic Flooring Fund - Expo Bonds Europe «DF»¹

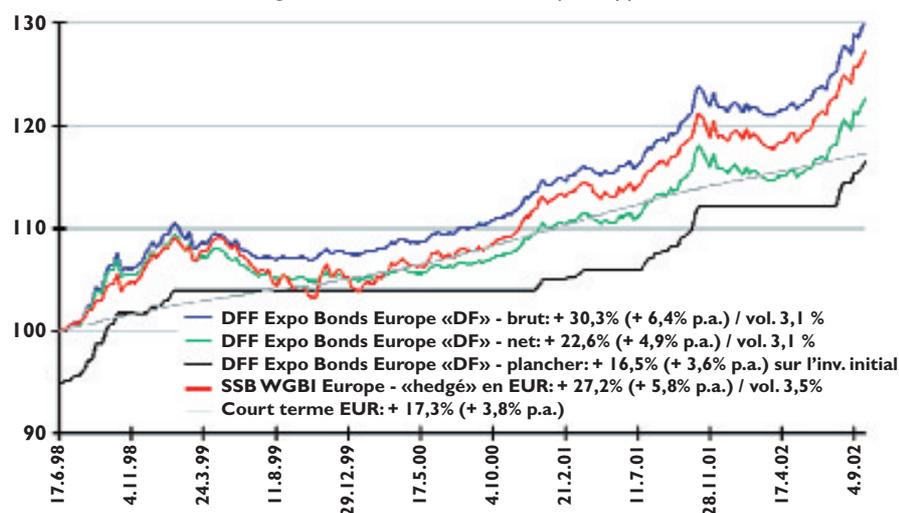
propose un accès aux obligations européennes à long terme de première qualité libellées en euros ou «hedgées» en euros. Bien que ce fonds puisse procéder à une allocation entre différents marchés européens, ses investissements dans l'actif risqué portent depuis août 1999 exclusivement sur des obligations libellées en euros. Par ailleurs, selon sa perception de l'évolution de l'actif risqué sous-jacent, la direction du fonds peut modifier de manière limitée le multiple qui détermine le niveau d'exposition dans l'actif risqué.

Lancé le 17 juin 1998, ce fonds affichait à fin septembre 2002, un résultat net de 4,9% p.a. Si celui-ci s'inscrivait en retrait par rapport à la performance de 5,8% p.a. du «benchmark», l'indice Salomon Smith Barney Europe des obligations gouvernementales «hedgées» en euros, il faut relever que la progression du fonds, hors frais, atteignait 6,4% p.a. Ce supplément de performance avant frais, obtenu par rapport à l'indice de référence, est double-

(1) pour lequel Dynagest est non seulement conseiller en investissement, mais aussi co-promoteur.

Dynamic Flooring Fund - Expo Bonds Europe «DF» du 17.06.98 au 25.09.02

Près de 40% des frais annuels encourus par le fonds sont couverts par le supplément de performance obtenu – avant frais de gestion et d'administration – par rapport à l'indice de référence.



Source: Dynagest SA, Genève

ment intéressant. Premièrement, il a contribué à «financer» près de 40% des frais de gestion et d'administration. Deuxièmement, il a mis en évidence le fait que l'accès aux obligations à long terme avec une systématique de couverture permettait de bénéficier du supplément de performance que les échéances longues offraient par rapport aux échéances plus courtes, à l'image des 6,1% p.a. affichés par le segment 7-10 ans du «benchmark».

L'analyse des performances générées par le DFF – Expo Bonds Europe «DF» souligne aussi que celui-ci a clairement

rempli son objectif de protection lors de la sévère correction subie par les obligations en 1999, en particulier par les titres à long terme. En effet, de fin janvier à fin octobre 1999, ceux-ci ont enregistré hors risque de change un résultat négatif de 8%, alors même qu'ils représentaient 95% de l'exposition à fin janvier. Or l'application du principe d'assurance de portefeuille à proportion constante a permis de limiter le recul du fonds, avant frais, à 3,2% sur la même période.

Surtout, malgré une faible exposition au risque de taux longs consécutive au recul

évoqué ci-dessus (à fin octobre 1999, elle avait été réduite à 10%), le fonds a largement participé au marché haussier qui a caractérisé les deux dernières années. Le tableau ci-dessous met en évidence un résultat net cumulé de 14,7% (17,8% avant frais) sur deux ans, à comparer aux 17,5% du «benchmark» et aux 19,4% de son segment 7-10 ans. Sur un an, la comparaison s'avère encore meilleure, avec un résultat net de 7,8% (9,2% avant frais), à comparer respectivement à 8,6% et 9,5%. Enfin, dans l'évaluation de ces performances, il ne faut pas négliger la protection de la per-

Dynamic Flooring Fund - Expo Bonds Europe «DF»: performance à fin septembre 2002

	1 AN (DÈS LE 26.09.01)			2 ANS (DÈS LE 27.09.00)			DEPUIS LE LANCEMENT (DÈS LE 17.06.98)		
	PERF.	VOLAT.	SHARPE	PERF.	VOLAT.	SHARPE	PERF.	VOLAT.	SHARPE
DFF EXPO BONDS EUROPE «DF» - NET	+7,8%	4,0%	1,10	+14,7%	3,2%	0,93	+22,6%	3,1%	0,35
DFF EXPO BONDS EUROPE «DF» - BRUT	+9,2%	4,0%	1,47	+17,8%	3,2%	1,39	+30,3%	3,1%	0,83
SSB WGBI EUROPE - «HEDGÉ» EN EUR	+8,6%	4,1%	1,28	+17,5%	3,4%	1,28	+27,2%	3,5%	0,57
SSB WGBI EUROPE 7-10 ANS - «HEDGÉ» EN EUR	+9,5%	5,1%	1,21	+19,4%	4,2%	1,23	+29,1%	4,6%	0,51
DFF EXPO BONDS EUROPE «DF» - PERF. «ASSURÉE» PAR LE PLANCHER	+2,4%			+8,9%			+16,5%		
COURT TERME EN EUR	+3,4%			+8,4%			+17,3%		

NB: Performance du court terme en EUR basée sur le LIBID à une semaine avec réinvestissement hebdomadaire.

Source: Dynagest S.A., Genève

Appliquée à un marché spécifique ou à un portefeuille global diversifié, la technique de la gestion à cliquets offre un accès sécurisé à la performance des obligations à long terme.

formance dont bénéficie l'investisseur. Dans le cas du DFF – Expo Bonds Europe «DF», le relèvement du plancher depuis juin 1998, de 95% à 116,5% de l'investissement initial, «assurait» à lui seul une performance de 16,5% (3,6% p.a. à fin septembre 2002), soit une performance comparable aux 17,3% (3,8% p.a.) produits par l'actif hors risque sur la même période.

BCV Dynamic Floor Fund-World ExpoBond

Alors que le DFF – Expo Bonds Europe «DF» permet un accès au segment long d'un

marché obligataire spécifique, le fonds luxembourgeois de la Banque Cantonale Vaudoise, le BCV Dynamic Floor Fund – World ExpoBond, est un produit pour lequel est pratiquée une allocation active entre marchés internationaux. Il propose ainsi une gestion de l'exposition sur les différents marchés d'obligations à long terme retenus dans le cadre de la politique d'investissement définie par la banque. La performance réalisée dépend alors non seulement de la bonne application des principes d'assurance de portefeuille, mais aussi de l'allocation retenue.

Depuis son lancement, le 21 juin 2000, BCV DFF – World ExpoBond fonds affichait à la fin du mois de septembre 2002 une performance nette de frais de 7,6% p.a. Celle-ci s'inscrivait également en retrait par rapport à la performance de 8,5% p.a. du «benchmark», l'indice Salomon Smith Barney Monde des obligations gouvernementales «hedgé» en euros. Néanmoins, le fonds a généré un résultat hors frais de 9,0% p.a. Comme pour le fonds à cliquets sur les obligations européennes, ce supplément de rendement hors frais,

La gestion à cliquets et le CPPI

L'assurance de portefeuille à proportion constante (CPPI) permet de protéger un plancher d'investissement.

CETTE APPROCHE de l'assurance de portefeuille consiste à gérer de manière systématique l'exposition – l'investissement dans un actif risqué sous-jacent – de manière à protéger un plancher d'investissement. L'exposition est prise sur la base de la règle ci-dessous.

Avec un portefeuille de 100 millions de francs dont on cherche à protéger un plancher de 90%, soit 90 millions

de francs, le coussin initial s'élève à 10%, soit 10 millions. Si l'investisseur souhaite une exposition initiale de 100%, son portefeuille sera composé d'un investissement de 100 millions de francs dans l'actif risqué et de zéro franc dans l'actif hors risque. L'exposition initiale de 100% détermine par ailleurs un multiple de 10 (= 100/10).

Le principe d'assurance de portefeuille à proportion

constante consiste à maintenir l'exposition effective en ligne avec l'exposition définie par la règle d'allocation $E = M \times C$. En cas de baisse de l'actif risqué, le coussin diminue et il faut réduire l'allocation dévolue à l'actif risqué au profit de l'actif hors risque.

Quant au principe du cliquet, il consiste à relever le plancher en cas d'accroissement de la valeur initiale de l'investissement. En d'autres termes, il s'agit d'appliquer le taux de protection (90% dans l'exemple) aux profits accumulés en cas de hausse de l'actif risqué. Il est alors possible de protéger un pourcentage donné non seulement de l'investissement initial, mais aussi de la valeur la plus élevée atteinte par le portefeuille. ■

$$E = M \times C$$

où E = l'exposition, soit le montant investi dans l'actif risqué

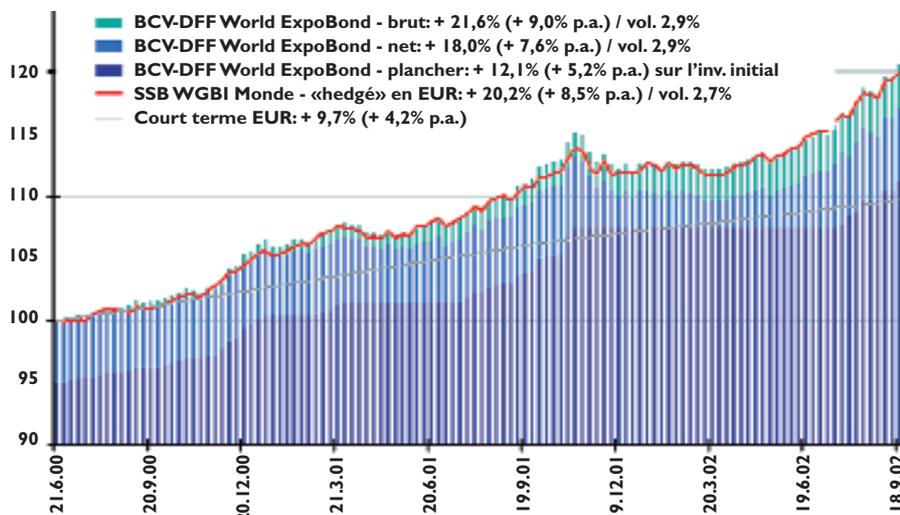
C = le coussin, soit la différence entre la valeur totale du portefeuille et le plancher à protéger.

Le coussin mesure la tolérance de risque de l'investisseur.

M = le multiple, soit une constante correspondant au ratio de l'exposition initiale souhaitée et du coussin initial.

BCV Dynamic Floor Fund - World ExpoBond du 21.06.00 au 25.09.02

Grâce aux nombreux relèvements dont il a été l'objet, le plancher d'investissement «assuré» à lui seul, depuis le lancement du fonds, une performance supérieure à celle du court terme en euros.



Source: Dynagest SA, Genève

obtenu par rapport à l'indice de référence, a contribué à «financer» une part significative des frais encourus, ici également près de 40%. Si, dans l'environnement diversifié considéré, ce résultat provient en partie de l'allocation, la performance du segment 7-10 ans, hors obligations en yens, de l'indice de référence suggère qu'il peut aussi être attribué à la performance supérieure procurée par les titres à plus long terme. En effet, le fonds n'a, à aucun moment, détenu des obligations en yens. Or ce segment de l'indice affichait sur la même période une progression de 9,6% p.a.

Contrairement au DFF - Expo Bonds Europe «DF», le fonds de la Banque Cantonale Vaudoise n'a pas eu à faire face à une correction majeure des marchés obligataires. Ses résultats sur un et deux ans s'avèrent par conséquent encore plus probants. Le tableau ci-dessous met en évidence un résultat net cumulé de 16,6% (19,7% avant frais) sur deux ans, à comparer aux 18,3% du «benchmark» et aux 21,5% du segment 7-10 ans hors obligations en yens. Quant au résultat net sur un an, il s'est élevé à 7,9% (9,3% avant frais), contre respectivement 7,5% et 10,5%. Dans

des marchés obligataires caractérisés par une claire surperformance des titres à plus long terme, il faut encore souligner que le fonds n'a utilisé en moyenne que les trois quarts de l'exposition sur les obligations à long terme qu'il était autorisé à prendre.

Enfin, il importe de noter que l'absence de correction majeure a non seulement contribué à une progression plus importante de la valeur de la part, mais a aussi permis une hausse substantielle du plancher d'investissement. Depuis juin 2000, ce dernier a en effet été relevé de 95% à 112,1% de l'investissement initial; il offrait

BCV Dynamic Floor Fund - World ExpoBond: performance à fin septembre 2002

	1 AN (DÈS LE 26.09.01)			2 ANS (DÈS LE 27.09.00)			DEPUIS LE LANCEMENT (DÈS LE 21.06.00)		
	PERF.	VOLAT.	SHARPE	PERF.	VOLAT.	SHARPE	PERF.	VOLAT.	SHARPE
BCV-DFF WORLD EXPOBOND - NET	+7,9%	3,7%	1,20	+16,6%	3,1%	1,26	+18,0%	2,9%	1,17
BCV-DFF WORLD EXPOBOND - BRUT	+9,3%	3,7%	1,60	+19,7%	3,1%	1,72	+21,6%	2,9%	1,65
SSB WGBI MONDE - «HEDGÉ» EN EUR	+7,5%	3,2%	1,27	+18,3%	2,8%	1,65	+19,9%	2,7%	1,51
SSB WGBI MONDE EX JAPON 7-10 ANS - «HEDGÉ» EN EUR	+10,5%	5,3%	1,33	+21,5%	4,4%	1,38	+23,0%	4,3%	1,26
BCV-DFF WORLD EXPOBOND -									
PERF. «ASSURÉE» PAR LE PLANCHER	+2,5%			+10,7%			+12,1%		
COURT TERME EN EUR	+3,4%			+8,4%			+9,7%		

NB: Performance du court terme en EUR basée sur le LIBID à une semaine avec réinvestissement hebdomadaire.

Source: Dynagest S.A., Genève

Le fonds sur les obligations européennes a fait face avec succès à la correction de 1999 qui a vu les prix des obligations gouvernementales à long terme en euros perdre plus de 10%.

ainsi une protection de la performance au travers d'un résultat «assuré» de 12,1% (5,2% p.a. à fin septembre 2002), soit un résultat supérieur aux 9,7% (4,2% p.a.) procurés par l'actif hors risque sur la même période.

Les avantages de la systématique

Les résultats des deux fonds analysés mettent en évidence l'intérêt que présente le recours à une technique d'assurance de portefeuille telle que la gestion à cliquets dans le contexte de la gestion obligataire. Ils démontrent par ailleurs que le caractère systé-

matique de l'approche offre une réponse pertinente pour une gestion pratiquée sur des marchés de taux orientés à la hausse, confirmant en cela les performances obtenues sur des périodes plus longues dans un cadre de gestion institutionnelle.

La comparaison avec d'autres approches de la gestion obligataire, qu'elles soient passives ou actives, s'avère elle aussi avantageuse, d'autant plus avantageuse si l'on tient compte de la protection offerte en permanence aux investisseurs. A cet égard, il faut rappeler que le fonds sur les obligations européennes a fait

face avec succès à la correction de 1999 qui a vu les prix des obligations gouvernementales à long terme en euros perdre plus de 10%.

Dans la période actuelle d'incertitude en matière de taux d'intérêt, période caractérisée notamment par le retour à une corrélation négative entre obligations et actions, le recours à la technique du cliquet est un choix qui a clairement tout son sens. En la retenant, alors même que les courbes de taux offrent des pentes positives marquées, il est possible de s'exposer, de manière sécurisée, au segment long des courbes de taux. ■