

Cliquet obligataire: près de 15 ans de performance

> **Gestion** Les applications «pures» de l'assurance de portefeuille aux marchés obligataires ont permis de battre avantageusement le marché monétaire. Les applications plus dynamiques ne craignent pas la comparaison avec les meilleurs fonds obligataires



René Sieber*

Au cours des dernières années, les techniques de gestion du risque ont connu un regain d'intérêt majeur. Ce succès, directement lié aux turbulences de fond enregistrées sur les marchés financiers, s'est vérifié pour différentes techniques, notamment, pour la gestion à cliquets.

Considérée comme une approche simplifiée de l'assurance de portefeuille, cette technique de gestion a, en effet, gagné une solide reconnaissance et ce dans différents domaines. Appliquée au «currency overlay» ou encore à l'«equity overlay», elle a aussi été déclinée dans la gestion des obligations à long terme de première qualité. Une réalité moins connue des investisseurs.

Depuis près de quinze ans, les applications du cliquet au domaine des taux d'intérêt ont permis de générer des performances qui n'ont pas à craindre la comparaison avec d'autres approches de la gestion obligataire, d'autant moins si l'on tient compte du niveau de protection offert.

Les performances obtenues par deux produits obligataires illustrent ce qui précède. Offrant un accès aux obligations à long terme de première qualité libellées en euros ou en monnaies européennes «hedgées» en euros, l'Expo Bonds Europe «DF» affichait à mi-septembre, depuis juin 1998, une performance nette en EUR de 3,9% p.a. A la même date, le World Expo Bonds atteignait une performance nette en EUR, depuis son lancement en juin 2000, de 3,8% p.a. Ce fonds de la

Banque Cantonale Vaudoise propose une gestion de l'exposition sur différents marchés d'obligations à long terme avec une allocation active entre marchés.

Ces deux fonds sont de vrais produits d'assurance. Le processus appliqué dans les deux cas vise la protection «absolue» d'un plancher d'investissement, exclusivement ajustable à la hausse. Cette protection¹ permet d'assurer sur le plus long terme une performance minimale tout à fait appréciable. Pour les deux fonds considérés, depuis leurs lancements, les relèvements de plancher ont «assuré» à eux seuls une performance nette en EUR, de 3,8% p.a. pour le premier et de 3,6% p.a. pour le second. Ces résultats sont à comparer à une rémunération du marché monétaire de respectivement 2,8% p.a. et 2,7% p.a.

L'inconvénient de ces produits

Une gestion basée sur une approche simplifiée de l'assurance de portefeuille

est directement le corollaire de l'un de leurs avantages: la protection offerte lors d'une forte baisse des obligations à long terme peut se traduire par une participation modeste lorsque ces mêmes obligations reprennent une vraie tendance haussière. Lancés en 2005, deux fonds obligataires, toujours investis dans des obligations à long terme de première qualité, permettent de palier cet état de fait: l'Expo Bonds Euro «MAS» qui porte sur des obligations libellées en EUR et l'Expo Bonds USD «MAS» investi dans des obligations libellées en USD.

Les mêmes principes d'assurance de portefeuille restent appliqués. En revanche, ces véhi-

Les approches plus dynamiques: une gestion obligataire systématique

	Depuis le lancement (au 14 septembre 2011)					3 ans (au 14 septembre 2011)				2011 (au 14 septembre)			
	date de lancement	performance annuelle	sur/sous-performance* nette	brute	volatilité	performance annuelle	sur/sous-performance* nette	brute	volatilité	performance annuelle	sur/sous-performance* nette	brute	volatilité
Expo Bonds Euro «MAS» (EUR) - part R	13 avril 2005	4,1%	0,6%	2,0%	0,4%	7,1%	2,3%	3,7%	0,7%	9,9%	6,6%	7,6%	0,6%
Expo Bonds Euro «MAS» (EUR) - part I	15 nov. 2006	5,4%	1,6%	2,6%	0,5%	7,6%	2,7%	3,8%	0,7%	10,1%	6,9%	7,6%	0,6%
Expo Bonds USD «MAS» (USD) - part R	13 avril 2005	5,9%	0,0%	1,4%	1,3%	6,6%	0,5%	2,0%	1,3%	11,8%	2,8%	3,9%	1,9%
Expo Bonds USD «MAS» (USD) - part I	23 déc. 2008	3,9%	0,5%	1,6%	1,3%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	12,1%	3,1%	3,8%	1,9%

*par rapport aux indices de référence gouvernementaux «toutes maturités» propres à chacun des deux fonds

SOURCE: DYNAGEST

cules de placements collectifs ne visent plus la protection «absolue» d'un plancher d'investissement, mais une meilleure préservation de la participation au potentiel de hausse des marchés. A cet effet, ils maintiennent, quoiqu'il arrive, un niveau minimum d'exposition aux obligations à long terme de 30%, et intègrent un mécanisme de reprise d'exposition. Ce mécanisme est basé sur un modèle statistique identifiant des mouvements de baisses extrêmes. Les reprises d'exposition interviennent ainsi non pas de manière «judgmentale», en fonction de l'appréciation du gestionnaire, mais de manière systématique, en fonction du modèle appliqué.

Ces deux fonds affichaient, à mi-septembre 2011, depuis leur lancement en avril 2005, des performances se comparant avantageusement avec leurs indices de référence. Ainsi, la part R («retail») du fonds consacré aux obligations en EUR, part qui affichait une performance nette de 4,1% p.a., réalisait une surperformance nette de frais de 0,6% p.a. et, avant frais, de 2% p.a. Une partie de cette performance était toutefois aussi due au positionnement principal du fonds sur des emprunts de pays réputés solides de la zone euro. De la même manière, le fonds consacré aux obligations en USD, qui affichait une performance nette de 5.9%

p.a., identique à celle de l'indice, voyait sa part R enregistrer une surperformance avant frais de 1,4% p.a.

Il est ici intéressant de relever que le repositionnement systématique de ces fonds sur des emprunts à long terme, repositionnement qu'implique le mécanisme de reprise d'exposition, n'entraîne pas un risque significativement supérieur à celui de leurs indices de référence «toutes maturités». Dans le cas de l'Expo Bonds Euro «MAS», la différence de volatilités sur la période allant d'avril 2005 à mi-septembre 2011 n'était que de 0,4%. Avec 1,3%, cette différence s'avérait un peu plus importante pour l'Expo Bonds USD «MAS», en raison de l'allocation substantielle de ce fonds à des emprunts à très long terme. Ce qui précède montre que le risque plus élevé qui accompagne les phases de hausse est largement compensé pour les investisseurs par le risque plus faible que les principes d'assurance de portefeuille appliqués procurent dans les phases de baisse.

L'analyse de l'historique des reprises d'exposition, dans le cas de l'Expo Bonds Euro «MAS», met en évidence des résultats qui plaident en faveur de cette approche systématique de nature quantitative. Ainsi, depuis le lancement de ce fonds, douze reprises d'exposition ont été mises en

œuvre. Dans sept des douze cas, le fonds enregistrerait une performance positive trois mois après la reprise. Six mois après celle-ci, la performance était positive dans onze des cas. En outre, cette même performance (toujours six mois après la reprise) s'avérait en moyenne supérieure à celle de l'indice de référence sur les périodes correspondantes, même en tenant compte de la priorité accordée aux emprunts de pays réputés solides de la zone euro.

Le fonctionnement avéré du mécanisme de reprise d'exposition, largement imputable à la nature «mean reverting» ou de

Le mécanisme de reprise d'exposition est lié à la nature «mean reverting» des taux d'intérêt

«retour à la moyenne» des taux d'intérêt, couplé aux principes éprouvés d'assurance de portefeuille fait de ces véhicules de placements des produits qui présentent un intérêt non seulement pour la clientèle privée, mais aussi pour les investisseurs institutionnels.

Ils offrent la possibilité d'investir de manière permanente sur le segment long des structures de

taux d'intérêt en EUR et en USD, des segments qui affichent historiquement des pentes positives. L'investisseur peut ainsi bénéficier du supplément de rendement procuré par les titres à long terme, tout en bénéficiant d'une systématique de protection en cas de baisse.

Quant au mécanisme de reprise d'exposition, il permet d'être déjà positionné de manière significative sur ces mêmes titres à long terme lorsque la tendance est à nouveau à la hausse. A cet égard, il est intéressant de relever que la plupart des reprises majeures d'exposition sont intervenues alors que l'on recommandait généralement d'éviter les placements obligataires à long terme de première qualité, notamment gouvernementaux.

Ce fut le cas l'hiver dernier et au début de ce printemps, soit à la veille de l'une de leurs phases de hausse les plus importantes.

*Directeur, Dynagest S.A. Chargé de cours en finance, HEC Genève.

1. Pour ces deux fonds, le plancher est de 95% de la valeur initiale de l'investissement, mais aussi, en raison du principe du cliquet, de la valeur la plus élevée atteinte par l'investissement.