

Asset management

Tendance

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

La hausse des taux d'intérêt a permis aux banques d'investissement de concevoir une nouvelle génération de produits structurés. Ces derniers offrent des garanties en capital et des coupons relativement attractifs. Ils intéressent à ce titre la clientèle des investisseurs institutionnels, en particulier pour la gestion de leur trésorerie. La clientèle privée profite aussi du renouveau de ces produits.

Les produits structurés s'invitent dans la gestion de trésorerie

Malgré un contexte de marché difficile, les produits structurés ne connaissent pas la crise ! « Le volume d'émissions a été multiplié par trois en France ces dernières années, passant de 10 milliards d'euros à 30 milliards d'euros, et la croissance se poursuit en 2023 », relève Thais Castang, associée du cabinet de gestion de patrimoine L&A Finance. La plupart des courtiers et des distributeurs affichent ainsi des encours et/ou une production en forte croissance. « Nous avons multiplié par plus de quatre la distribution

de produits structurés entre 2021 et 2022, notre production a été de plus de 900 millions d'euros en 2022 et les perspectives sont très positives pour 2023 », indique par exemple David Guyot, co-fondateur de Pandat, un courtier spécialisé en gestion de trésorerie. Même son de cloche en gestion privée : « nous avons multiplié par deux nos encours en produits structurés en France cette année », relève Franck Birchenall, responsable équipe produits structurés chez Indosuez Wealth Management. Un produit structuré résulte schématiquement de la combinaison d'une obligation à coupon zéro et de



produits dérivés. Il en existe de plusieurs types : les produits structurés à capital garanti, à capital protégé, les produits investis intégralement sur un sous-jacent, ceux qui utilisent des effets de levier... Au sein de ces différentes familles, on dénombre encore des sous-segments. Ainsi parmi les premiers figurent les « autocall » qui peuvent être remboursés avant l'échéance et qui peuvent prendre deux formes : Athéna (coupons versés à l'échéance) et Phénix (coupons versés à chaque période de constatation).

L'une des conditions pour que ceux-ci délivrent des rendements attractifs réside dans l'existence de taux d'intérêt positifs sur la partie obligataire. La hausse des taux d'intérêt engagée ces derniers mois se révèle ainsi très favorable. « Lorsque les taux d'intérêt étaient à zéro voire négatifs, il était quasi impossible de construire des produits structurés assortis de garanties totales et avec des rendements cohérents », rappelle Guillaume Sereaud, président et associé d'Aliquis Conseil. Mais actuellement, les produits types offrent un rendement annuel autour de 5 % avec un capital garanti. Une promesse qui se révèle être bien meilleure que celle offerte par le fonds en euro et par certains produits de trésorerie qui sont pourtant les plus performants du moment.

Des usages multiples

Les spécialistes notent ainsi un retour marqué de l'appétit des investisseurs institutionnels pour ce type de produits car ce sont aussi de véritables « couteaux suisses ». « Ils permettent d'améliorer le rendement d'un portefeuille et sont utilisés en alternative aux classes d'actifs traditionnelles », précise Pierre Gimenes, co-responsable mondial structuration chez Société Générale CIB. Il en existe ainsi de plusieurs types : les produits avec comme sous-jacents des taux d'intérêt, du crédit ou des actions. Ils peuvent également remplir un objectif de gestion actif/passif. « Il s'agit alors de construire des produits à taux d'intérêt variables indexés sur la hausse des taux d'intérêt ou encore sur l'inflation afin de compenser les risques du passif », poursuit Pierre Gimenes.

Compte tenu de la diversité des solutions offertes, la clientèle d'institutionnels et de corporates qui utilisent ces produits est très diversifiée et en forte croissance. « Les fondations peuvent investir jusqu'à 30 % de leurs actifs dans des produits structurés, les grandes familles également, les compagnies d'assurances disposent toujours d'une poche dédiée qui a augmenté dernièrement et vient compléter la poche obligataire et de trésorerie », énumère David Armstrong, président de Longchamp Asset Management (AM). Toutes les grandes banques d'investissement présentes en France proposent maintenant ce type de solutions : Société Générale CIB, BNP Paribas, Crédit Agricole CIB, Natixis CIB, etc., ainsi que les filiales de groupes anglo-saxons comme Goldman



Pierre Gimenes, co-responsable mondial structuration, Société Générale CIB

« Nous entretenons un dialogue permanent avec nos clients ; notre rôle est de proposer les solutions les plus performantes en fonction des conditions de marché. »

Sachs ou JP Morgan. « L'offre en matière de produits structurés ne cesse de se développer, toutes les grandes banques s'y mettent, multiplient les émissions, commercialisent ces produits via leurs réseaux et attirent ainsi de nouveaux clients », commente David Guyot.

Un intérêt marqué pour les produits garantis

Si les banques d'investissement peuvent proposer des produits avec des profils très différents, elles sont actuellement très sollicitées par les institutionnels sur des produits de gestion de la trésorerie. « Depuis 18 mois, l'industrie financière a retrouvé une capacité à construire des produits structurés répondant aux besoins de garantie en capital des investisseurs institutionnels et sur des durées de vie d'un ou deux ans, répondant ainsi à une gestion de trésorerie longue », confirme Guillaume Sereaud. Les rendements offerts sur ces produits peuvent être relativement élevés, ils sont compris actuellement dans une fourchette entre 3,5 % et 5,5 %. « Il existe une forte demande pour des notes à taux fixe assorties d'une garantie en capital et qui offrent un rendement supérieur à 4 % », poursuit Guillaume Sereaud. Nous avons vu aussi apparaître ces derniers mois des produits apportant une rémunération à taux variable indexée sur l'inflation avec des durées de vie allant d'un à cinq ans. L'ensemble de ces produits affiche un risque très faible car équivalent à une gradation SRI 1 ou 2. Ils ne sont exposés qu'à un risque de contrepartie. « Le rendement proposé peut légèrement varier en fonction de la notation de l'émetteur, mais la plupart des investisseurs institutionnels privilégient les émetteurs notés investment grade (IG) », relève Guillaume Sereaud. Rappelons tout de même que ces produits ne s'adressent qu'à des acteurs qui n'ont pas besoin d'une liquidité immé-

L'offre en matière de produits structurés ne cesse de se développer sous l'effet de la multiplication des émissions de la part des grandes banques.

diate. « Par définition, la gestion de la trésorerie relève de produits à capital garanti et avec une liquidité inférieure à trois mois, cela n'est pas le cas des produits structurés, ils ne peuvent s'inscrire que dans la gestion de la trésorerie longue », commente David Guyot. Par ailleurs, pour obtenir plus de rendement, il existe des produits sans garantie en capital et/ou avec des garanties partielles, c'est-à-dire assorties à un scénario (le produit sera garanti par exemple si les marchés actions ne corrigent pas de plus de 40 %, de 50 % ou de 60 %). « Les produits à capital garanti affichent des rendements qui dépassaient en 2022 ceux des comptes à terme, mais s'en rapprochent actuellement, compte de la hausse des rendements servis sur ces dépôts, précise David Guyot. Les investisseurs peuvent aussi accéder à des produits avec des sous-jacents actions ou du crédit qui délivrent des rendements bien supérieurs, parfois à deux chiffres. »

Emir 3.0, une réforme qui pourrait peser sur la compétitivité des produits utilisant des dérivés

● Un produit structuré se compose d'une obligation et de produits dérivés (options, swaps...). Ces produits sont donc généralement conçus par des banques d'investissement. Ces dernières peuvent collaborer avec des sociétés de gestion qui disposent alors d'un agrément pour la gestion de produits complexes. C'est notamment le cas des produits structurés qui sont intégrés dans des fonds. Le marché français se caractérise plus généralement par l'usage relativement extensif de produits dérivés dans le cadre de la constitution de produits structurés qui bénéficient d'une forte dynamique de croissance, pour mettre en place des couvertures dans les portefeuilles ou encore pour dynamiser la performance à travers par exemple une exposition supérieure à 100 % de l'actif d'un fonds.

● L'usage des produits dérivés s'inscrit dans plusieurs réglementations dont EMIR qui fait actuellement l'objet d'une revue qui s'attache plus particulièrement à la compensation. La majorité de la compensation sur les produits dérivés standards en euro (comme 95 % des swaps de taux en euro) est réalisée à Londres. La Commission européenne

souhaite de ce fait rapatrier une partie des flux sur le continent, mais face aux avantages procurés par les chambres britanniques qui bénéficient d'un quasi-monopole, cet objectif est compliqué à atteindre. Les institutions de la zone ont ainsi repoussé à plusieurs reprises cet objectif, la dernière échéance retenue étant 2025 afin de laisser le temps aux acteurs européens de s'organiser.

La majorité de la compensation sur les produits dérivés standards en euro est réalisée à Londres. La Commission européenne souhaite de ce fait rapatrier une partie des flux sur le continent.

L'ESMA (régulateur européen) est actuellement en train d'élaborer un projet de normes techniques qui précisera le seuil de compensation minimal à maintenir dans l'Union européenne afin d'éviter un risque systémique. Ce seuil prendra la forme d'un compte actif à détenir par les intervenants de ce marché dans une chambre de compensation de l'Union européenne, en l'occurrence

Des banques d'investissement qui misent sur leur agilité

Pour arbitrer entre ces différentes solutions, les investisseurs institutionnels peuvent faire appel à des conseils. « Nous définissons un cahier des charges en collaboration avec les investisseurs institutionnels qui prend en compte l'objectif de rendement, l'horizon d'investissement et l'existence ou non d'une garantie, et nous passons un appel d'offres auprès de banques d'investissement », détaille Guillaume Sereaud. Les banques d'investissement jouent aussi un rôle d'accompagnement. « Nous entretenons un dialogue permanent avec nos clients ; qu'il s'agisse des investisseurs institutionnels ou des distributeurs notre rôle est de proposer des solutions les plus performantes en fonction des conditions de marché », affirme Pierre Gimenes. En parallèle, quelques sociétés de gestion ont pris l'initiative de lancer des OPCVM spécialisés. Ces derniers offrent une liqui-

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Eurex (en Allemagne) qui est la plus grande d'entre elles. Ces comptes actifs hébergeront une partie des flux de compensation tels que définis par la réforme. Pour faciliter ce transfert d'activité et améliorer la compétitivité des chambres européennes, la Commission européenne envisage notamment des simplifications administratives. L'un des points d'achoppement de cette réforme réside en effet dans le coût pour les acteurs européens. Londres dispose de chambres de compensation qui offrent des conditions très avantageuses notamment car elles interviennent sur de nombreux produits, ce qui permet une mutualisation. En forçant les acteurs européens à rapatrier une partie de leurs flux alors que les autres intervenants en Europe ne seraient pas soumis à la même obligation, le risque est bel et bien celui d'une perte de compétitivité. Et ce risque est plus important pour la France qui dispose d'un vrai savoir-faire dans ce domaine...



dité quotidienne qui permet aux souscripteurs d'entrer et de sortir à tout moment, mais ils sont soumis à une certaine volatilité puisque la valorisation des émissions évolue durant toute leur durée de vie, avant que ne s'applique au moment du remboursement la garantie partielle ou totale. Parmi les solutions proposées sur le marché figure notamment celle de Longchamp Asset Management. « Nous considérons les produits structurés comme une classe d'actifs et avons lancé il y a cinq ans, un fonds flexible qui sélectionne des autocalls Athéna et Phénix », précise David Armstrong. La composition du fonds a évolué avec le temps selon les caractéristiques de marché. « En 2020, les entreprises et en particulier les banques qui avaient bénéficié de l'aide de l'Etat pour faire face à la crise sanitaire ont supprimé les dividendes, nous avons alors à l'époque sélectionné des produits indexés sur les dividendes, relate David Armstrong. Actuellement, nous nous intéressons toujours à ce type de stratégies ainsi qu'aux produits à capital garanti, détachant régulièrement des coupons et exposés à un risque de crédit. »

Des rendements pouvant atteindre deux chiffres

Du côté des produits à destination des particuliers et de la clientèle privée, les offres proposées ont aussi retrouvé de l'attractivité. « Il y a encore quelques années, les produits structurés avaient mauvaise presse auprès de la clientèle privée, ils étaient associés à la crise des subprimes de 2008 et surtout offraient une association rendement/risque moins attractive que d'autres classes d'actifs, mais aujourd'hui la conjoncture n'est plus la même », relate Thaïs Castang. La situation a en effet radicalement changé ces dernières années. « Les produits structurés sont maintenant très utilisés par la clientèle privée, ils offrent des rendements en hausse d'une année sur l'autre, l'an dernier la moyenne était à 7,25 %, elle est maintenant de 8,5 % », poursuit Thaïs Castang.

De la même façon que les institutionnels, les particuliers ont accès à des produits garantis ainsi qu'à des produits non garantis dont les rendements peuvent être à deux chiffres. Et là encore, les cabinets de conseillers en gestion de patrimoine et les distributeurs témoignent d'une certaine prudence des investisseurs. « Nous assistons à des arbitrages des fonds en euro vers des produits structurés garantis, relate Franck Birchenall. Nous avons en effet beaucoup collecté sur des produits avec des taux fixes ou des taux flottants sur lesquels se dirigent maintenant 40 % de nos souscriptions. » La part des produits garantis est parfois même bien supérieure. « La clientèle privée privilégie les produits qui répondent à un besoin de sécurité, 90 % des produits sélectionnés s'inscrivent actuellement dans un profil prudent et seulement 10 % dans un profil dynamique », souligne Jonathan Levy, président et co-fondateur de Bienprévoir.fr et de

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Guillaume Sereaud,
président et associé, Aliquis
Conseil

« Lorsque les taux d'intérêt étaient à zéro, voire négatifs, il était quasi impossible de construire des produits structurés assortis de garanties totales. »

Les conseillers en gestion de patrimoine et les distributeurs témoignent d'une certaine prudence des investisseurs particuliers.

Primaliance. Il n'est en effet plus nécessaire de prendre du risque pour obtenir un rendement attractif. « Jusqu'à début 2022, les rendements offerts sur les produits non garantis étaient de l'ordre de 5 %, ces rendements sont maintenant atteints par les produits garantis, ce qui explique les nombreux arbitrages en leur faveur », explique Franck Birchenall. Même lorsqu'il s'agit de prendre des paris, ceux-ci restent relativement mesurés. « Les investisseurs apprécient les produits dits "reverse" qui offrent un coupon garanti tous les ans et peuvent être rappelés chaque année par l'émetteur, précise Guillaume Sereaud. Actuellement, nous proposons par exemple à nos clients privés des produits qui offrent un rendement de 5,5 % par an, sont investis sur l'Eurostoxx et garantissent le capital jusqu'à des baisses de - 65 % de l'indice à l'échéance. »

Les paris peuvent aussi porter sur une valeur. « Nous avons récemment proposé un produit structuré indexé sur le titre LVMH d'une durée de quatre ans maximum, précise Simon Elbaz, directeur Wealth Management chez Swiss Life Banque Privée. Ce produit permet un remboursement anticipé annuel offrant un rendement de 6,25 % par an si LVMH affiche une performance positive ou nulle sur l'année. A l'échéance, si la performance du titre a été négative sur les quatre ans, le capital est remboursé intégralement. » Une approche également mise en œuvre chez Indosuez Wealth Management. « Nous lançons des produits sur des valeurs dont nous avons la conviction qu'elles pourraient rebondir en Bourse, nous proposons également un produit sur le secteur de la pharmacie et un autre sur les banques, détaille Franck Birchenall. Nous profitons de la volatilité pour créer des produits qui puissent distribuer de meilleurs coupons. » Une façon aussi de convaincre les investisseurs. ■

Sandra Sebag
X @sebagsandra1

