

L'intérêt des primes de risque alternatives

Des solutions existent pour trouver de nouvelles sources de rendement à prix maîtrisés. Elles sont favorisées par l'environnement économique et l'évolution de la recherche.



FABIO ALESSANDRINI
Responsable des investissements alternatifs et quantitatifs, BCV

Des placements offrant du rendement tout en étant décorrélés du reste d'un portefeuille? Une solution d'investissement répondant à ces critères existe, elle exige cependant de sortir des stratégies de primes de risque traditionnelles, que sont celle de croissance pour les actions et celle d'inflation pour les obligations. Pour être exploitables, ces sources de rendement alternatives doivent répondre à un certain nombre de critères. Elles doivent bénéficier de l'intuition qu'il existe un mécanisme économique ou comportemental pouvant être expliqué de manière simple; elles doivent être persistantes avec une évidence de performance sur le long terme; elles doivent être exhaustives et pouvoir s'appliquer sur plusieurs marchés et classes d'actifs; enfin, elles doivent être reproductibles, c'est-à-dire qu'il est possible d'extraire la prime de manière systématique et à travers des instruments liquides. Plus

ieurs primes de risque répondent à ces critères. Dont celles «value», «momentum», «carry», «défensif» ou «volatilité». Voire d'autres sur certains marchés spécifiques, comme celles liées à la taille des entreprises sur le marché des actions. Si ces techniques ne sont pas nouvelles, elles peuvent être regroupées sous un concept global d'exploitation systématique de primes de risque alternatives. Une approche facilitée par la conjonction de plusieurs facteurs: un environnement économique marqué par des taux bas, la quête d'approches décorrélées des investissements traditionnels, les progrès de la recherche académique, ainsi que la disponibilité et le faible coût d'instruments financiers, comme les swaps ou les ETF. Ce dernier point est particulièrement important, car il permet de réaliser de substantielles économies sur une part des coûts. En effet, comme l'ont montré de récentes recherches, une fraction de la surperformance auparavant imputable au talent du gérant est en fait due uniquement au type de stratégie qu'il applique. Par exemple, le fonds qui investit systématiquement dans des petites entreprises exploite une prime de risque par rapport au choix d'investir dans les titres de grandes sociétés. Le fonds bénéficiera du bêta du marché sous-jacent, mais en dégageant une performance supérieure sur le long terme, car les petites capitalisations battent les grandes valeurs sur la durée. Cette surperformance ne peut donc être attribuée aux qualités exceptionnelles du gérant, mais bel et bien à cette prime de risque spécifique. Une composante qui peut être captée avec des instruments dérivés, comme des swaps, ou encore des ETF, dont les coûts sont bas. Dès lors, il n'y a aucune raison de la payer au prix de l'alpha dû au talent du gérant qui est une denrée rare, donc chère. Pour tirer pleinement profit de ce nouvel environne-

UNE FRACTION DE LA SURPERFORMANCE AUPARAVANT IMPUTABLE AU TALENT DU GÉRANT EST EN FAIT DUE UNIQUEMENT AU TYPE DE STRATÉGIE QU'IL APPLIQUE.

ment, il s'agit d'appliquer de manière consciente et systématique, c'est-à-dire sans intervention humaine, ces différentes stratégies – value, momentum, carry, défensif et volatilité – sur différentes classes d'actifs – actions, obligations, devises et matières premières. C'est donc la diversification qui est à la base de ce concept, puisqu'il s'agit de capter des sources de rendement qui sont différentes les unes des autres sur des marchés distincts. Cette approche offre la possibilité de personnaliser la solution selon les besoins et le profil du client, qui peut faire son choix entre les différents types de prime de risque et sur chacune des classes d'actifs. En raison de son très fort effet de diversification, un portefeuille de primes de risque affiche peu de volatilité. Pour obtenir un profil risque-rendement supérieur, il peut être nécessaire d'appliquer du levier, comme c'est souvent le cas pour des produits implémentés de manière neutre par rapport au marché. Néanmoins, il doit être utilisé de manière raisonnable et appropriée. Ainsi, si l'approche peut répondre à bon nombre de besoins, elle peut aussi, de par sa nature quantitative, s'avérer complexe et nécessite une certaine maîtrise de la technologie et une dose d'expérience préalable. Et même si sa jeunesse peut engendrer quelques biais positifs, cette approche affiche des rendements intéressants ajustés au risque. ■

TYPOLOGIE DES PRIMES DE RISQUE

Value	Privilégier les actifs bon marché par rapport aux actifs chers
Momentum	Privilégier les actifs ayant une tendance récente favorable
Carry	Privilégier les actifs dont les rendements attendus sont les plus élevés
Défensif	Privilégier les actifs qui ont un risque plus faible ou qui sont de meilleure qualité
Volatilité	Profiter de l'aversion au risque des investisseurs et de la tendance des brokers à vendre de la volatilité
Autres	Facteurs idiosyncratiques (taille, segmentation des marchés, contraintes spécifiques, etc.)

Source: BCV

La microfinance: concilier rendement et impact social

Les fonds de microfinance ont quintuplé leurs encours en l'espace de dix ans, offrant un rendement stable tout en participant à l'inclusion financière dans les pays en développement



ALEXANDRE CAVÉ
Responsable audience Suisse romande Citywire

Alors que 2 milliards de personnes dans le monde n'ont pas accès aux services financiers classiques, la microfinance permet aux entrepreneurs des pays en voie de développement d'obtenir des prêts de petit montant, en particulier pour les femmes, qui représentent 65% des emprunteurs de microcrédits. Les investisseurs peuvent accéder à ce marché grâce aux fonds spécialisés en microfinance, qui apportent des financements ou prennent des participations dans des institutions de microfinance (IMF), qui elles-mêmes accordent des prêts et d'autres services à des microentreprises et des particuliers dans les pays émergents. Le prêt sous-jacent moyen était de 1500 dollars en 2015 selon une étude du gérant d'actifs Symbiotics.

Ces fonds offrent des rendements avec une faible volatilité et sont peu corrélés avec les classes d'actifs traditionnelles. Ainsi, l'indice SMX-MIV Debt de Symbiotics, qui suit les fonds obligataires spécialisés en microfinance, affichait une corrélation de 0.03 avec l'indice JPM Hedged USD GBI Global et une corrélation négative de 0.11 avec le MSCI World Index de 2003 à 2015. De plus, bien que cela puisse paraître contre-intuitif, les abandons de créance parmi les emprunteurs de microcrédits et les IMF sont généralement rares, avec des pertes de moins d'1 % en moyenne dans les portefeuilles des principaux fonds. En contrepartie, en raison des coûts importants pour les gérants afin d'analyser les opportunités d'investissements, le total des frais sur encours (TER) est plus élevé que pour les fonds classiques, avec des frais compris en moyenne entre 2 % et 2,5 %. Mais preuve de l'engouement des investisseurs, les encours des fonds de microfinance ont quintuplé, passant de 2 milliards de dollars en 2006 à plus de 11 milliards en 2015. Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus présents dans le secteur et représentent maintenant 47 % des avoirs des fonds de microfinance. Un tiers des encours mondiaux sont actuellement gérés depuis la Suisse. Pionnier dans le domaine, le fonds BlueOrchard Microfinance Fund créé en 1998 a offert une performance annualisée de 4,25 % en dollars depuis son lancement (part institutionnelle). Avec plus d'1 milliard d'encours, le fonds permet une exposition à 124 IMF dans 45 pays, avec une liquidité mensuelle ou trimestrielle, pour un TER allant de 1,20 % à 1,85 %. Un autre acteur helvétique de poids dans le secteur, responsAbility propose une gamme de fonds ouverts aux investisseurs privés, dont le

UN TIERS DES ENCOURS MONDIAUX DE LA MICROFINANCE SONT ACTUELLEMENT GÉRÉS DEPUIS LA SUISSE.

Micro and SME Finance Fund, lancé en 2003 et qui culmine maintenant à plus d'1 milliard de dollars d'encours investit dans 273 institutions réparties sur 80 pays. Au niveau des portefeuilles, une nette diversification géographique s'est opérée sur les dix dernières années parmi les fonds. Les régions d'Asie centrale/Caucase, ainsi que l'Amérique latine, deux bastions de la microfinance, ont vu leurs parts moyennes dans les fonds passer de 39% à 31% et 41% à 30% respectivement, notamment au profit de de l'Asie du Sud et du Sud-Est. Le développement croissant de la microfinance dans les autres régions représente de nouvelles opportunités d'investissement, permettant aux gérants d'absorber les volumes entrants mais aussi de diversifier leurs portefeuilles en diminuant l'exposition, par exemple, aux pays particulièrement affectés par les baisses des prix des matières premières, la dévaluation des monnaies locales ainsi que par des problèmes d'instabilité politique. Car l'industrie de la microfinance a connu plusieurs chocs économiques et sociaux, amplifiés dans certains cas par de mauvaises pratiques: mauvaise évaluation des projets et de la solvabilité des clients, taux d'usures élevés, recouvrements «musclés» de dettes. Le Nicaragua par exemple fut secoué en 2008 par un mouvement de contestation violent visant la microfinance suite au ralentissement économique du pays et une baisse du prix des produits agricoles. En Inde, les suicides se sont multipliés parmi des emprunteurs surendettés dans l'État de l'Andhra Pradesh en 2010. En réponse à ces crises, des réglementations spécifiques à la microfinance ont été développées et renforcées dans de nombreux pays tandis que la généralisation des «credit bureau» devrait permettre de limiter les cas de surendettement. ■