

Point de marché : la « réouverture » du marché obligataire

La page 2011 est définitivement tournée au grand soulagement de chacun. Même si les problèmes de dette demeurent et que la santé des économies européennes reste fragile, un parfum de (léger) optimisme commence à se faire ressentir. Les scénarios les plus noirs semblent écartés, les dégradations de notation des Etats européens affectent moins les marchés, et on parle plus volontiers de faible croissance en Europe pour 2012 que de récession ou d'implosion généralisée de la zone euro. Certains se risquent même à pronostiquer une accélération de la croissance en Europe à compter du 2^{ème} semestre.

Fin janvier 2012, BPCE a lancé via sa filiale Natixis la première émission obligataire bancaire non sécurisée de l'année sur une maturité supérieure à 5 ans. Cette opération de 750 millions d'euros à 10 ans avec un rendement de 225 points de base au dessus des swaps aurait été totalement inenvisageable au dernier trimestre 2011 et témoigne d'un retournement spectaculaire du sentiment des investisseurs institutionnels sur le risque bancaire. Cette amélioration s'est confirmée début février avec de nouvelles émissions obligataires privées largement sursouscrites.

Même si le regain d'optimisme soulage les opérateurs, la volatilité reste élevée sur les marchés et les indices de volatilité ne sont pas encore tout à fait revenus à des niveaux « traditionnels » : le VStoxx (indice de volatilité sur l'Eurostoxx 50) est revenu à 25% mais seule sa stabilité autour d'un niveau de 20% à 22% indiquera vraiment un apaisement de ce sentiment de peur qui a monopolisé la fin de l'année 2011.

Le Trésor va-t-il rendre la TEC tonique?

En ce début d'année, il y a un segment de marché assez spécialisé sur lequel les intérêts se manifestent : le TEC10. Depuis l'élargissement du spread TEC-CMS, les assureurs vie cherchent à faire évoluer leur exposition au CMS (traditionnellement liée à des caps CMS ou à des actifs à taux flottants indexés sur CMS) vers une exposition au TEC10 qui capture l'élargissement de l'écart entre les taux de swaps et le rendement des OAT's. De leur côté, les émetteurs, corporates ou bancaires, réfléchissent au lancement de souches TEC10 pour satisfaire cette demande. Début décembre, France Telecom a été le premier à ouvrir le bal avec un placement privé à TEC10 + 50bp. L'Agence France Trésor a annoncé de son côté qu'elle envisageait en 2012 d'émettre une souche liée au TEC10. Ces intérêts convergents devraient permettre de faire revivre le marché du TEC10, qui s'était doucement étioilé. Mais en attendant qu'un benchmark OAT TEC permette à tous les émetteurs de se calibrer au niveau de pricing, y-a-t-il un "juste prix" sur le TEC10?

Historiquement, deux méthodes de valorisations ont co-existé pour les produits financiers indexés sur le TEC10 :

- Une méthode consistant à projeter la valeur future du TEC10 sur la base d'une courbe construite à partir du rendement secondaire des souches liquides des OATs à taux fixe
- Une méthode consistant à prévoir la valeur future du TEC10 sur la base de la courbe de swaps et d'une courbe de spread TEC-CMS.

Aujourd'hui, dans le marché, les deux méthodes coexistent, et définissent ainsi la fourchette bid-ask. Pour un swap receveur TEC10, le prix observé dans le marché est en général proche de celui obtenu par la méthode 1, et peu de banques acceptent de le coter en réalité.

Pour un swap payeur TEC10, il y a beaucoup plus de demande, et on reçoit aujourd'hui des prix plus cohérent avec une méthodologie de type 2. Entre les deux, à 10 ans, on observe des écarts de l'ordre de 50 points de base par an.

Cette fourchette pourrait se resserrer fortement si le Trésor émet en effet une ligne TEC10. Toute la question est de savoir sur quel côté de la fourchette...

Allez au fond du fonds!

Que ce soit pour des calculs de VaR ou de capital règlementaire, qu'il s'agisse de calculs basés sur des données historiques ou des simulations, il est relativement aisé d'analyser des portefeuilles de titres. La question est plus délicate dans le cadre d'un investissement au sein d'un fonds : composition précise inaccessible, données historiques insuffisantes, difficulté à suivre régulièrement les changements éventuels de stratégie du fonds. Les gérants de fonds, s'ils communiquaient sur la composition exacte de leur fonds, devraient le faire de façon publique pour respecter l'équité des porteurs. Ils se contentent donc en général d'indiquer les principales positions détenues et leur poids respectif.

Lorsqu'un investisseur institutionnel choisit d'investir dans un fonds diversifié, il est confronté à la difficulté que les reportings envoyés par les sociétés de gestion ne sont pas uniformisés, et exiger un reporting standard de tous ses fournisseurs n'est possible que pour les très gros institutionnels ... d'où la tentation d'abandonner l'achat de parts de fonds pour se concentrer sur de la gestion sous mandat, où la transparence est totale.

Lorsque le fonds a un univers d'investissement très restreint, il reste possible d'effectuer des calculs de risque sans connaître la composition exacte du fonds. Mais qu'en est-il de fonds diversifiés ou flexibles, ou, plus complexe encore, de fonds de fonds pour lesquels l'allocation aux actifs sous-jacents peut varier dans des proportions importantes? Faut-il réellement prendre en compte l'allocation la plus risquée possible du fonds ou du fonds de fonds plutôt que son allocation réelle?

Ces considérations sont importantes du point de vue des calculs réglementaires. Mais elles sont importantes également pour les gérants qui investissent sur des supports non transparents. En cas de coup dur, il faut pouvoir démontrer que la « *due diligence* » a été réalisée de manière approfondie, et que le risque du support était adapté au mandat donné par l'investisseur final. Et pour cela, une seule solution : approfondir l'analyse de risque et prendre en compte les scénarios défavorables lorsque l'univers des possibles est très ouvert et peu transparent.

Rédigée le 14 février 2012 à Paris

Contacts:

Elsa Sitruk	01 70 60 72 33
Stéphane Kourganoff	01 70 60 72 32
Julien Martin	01 70 60 73 02
Olivier Kachkach	01 70 60 73 03

Email : ester@esterfinance.com

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers enregistré sous le numéro D 009309, membre de la CNCIF, association agréée par l'AMF