

# Il n'y a plus de taux d'intérêt hors risque...

► **Stratégie** ... ou, s'il existe pour un épargnant en francs suisses, son niveau est proche de zéro. Quelle attitude adopter dans cette situation, qui risque fort de se transformer en «new normal»?



**Andreas Blümke\***

Le taux hors risque est communément défini comme le taux auquel il est possible de placer son argent sans risque de crédit, le risque de crédit étant l'éventualité de défaut du débiteur. Un rapide coup d'œil aux niveaux de rendement des obligations de la Confédération – seul débiteur pouvant être considéré comme purement hors risque pour un investisseur en francs suisses – donne un résultat désillusionnant: 0% à deux ans et 0,8% à dix ans pour ne citer que deux maturités, et ce avant frais et impôts. Autant dire que le rendement est quasi nul et ne couvre pas les risques d'inflation future ou de remontée des taux d'intérêt.

Il y a quelques années, peu d'épargnants se souciaient du risque de crédit pour autant qu'une institution financière était cotée A-/A3 ou mieux par les principales agences de notation (S&P et Moody's). Depuis la faillite de Lehman Brothers, le vent a tourné et le scepticisme règne: la confiance c'est bien, la méfiance c'est mieux. Le risque de contrepartie est devenu omniprésent. Lorsqu'un produit financier quelconque est présenté, la première question se réfère à l'émetteur. Pour certains, s'il n'est pas de la meilleure qualité ou considéré comme tel, le produit devient une perte de temps, peu importe la structure.

Nombre de sociétés ou de pays ont perdu non seulement leur notation Aaa ou Aa1 mais combattent une dégradation se rapprochant dangereusement de la barre dite «Investment Grade» (A3 pour les prudents, Baa3 pour les puristes). En avril 2007, UBS était encore cotée Aaa par l'agence Moody's alors qu'aujourd'hui, elle peine à garder son rating Aa3. Néanmoins, la psychologie des investisseurs a dramatiquement changé; une banque étrangère détenant un rating qualifié de bon n'est plus forcément digne de la confiance d'un investisseur de notre nation alpine. Ainsi, un Suisse préférera un produit de la banque Vontobel ou d'UBS au même produit émis par une banque française, quand bien même cette dernière détiendrait une notation supérieure.

**Un Suisse préférera un produit Vontobel ou UBS au même produit émis par une banque française**

Il en va de même pour certains pays, dont beaucoup d'euro-péens. En Suisse, peu d'investisseurs font encore confiance aux obligations des pays dits «périphériques» (Italie, Espagne, Portugal, etc.), mais il n'en est pas de même pour les investisseurs et épargnants dans lesdits pays, exception faite de la Grèce, en qui plus personne n'a confiance. Il n'empêche qu'un épargnant italien ne jouit plus d'un taux hors risque, les obligations de son propre pays étant soumises à un risque de défaut non négligeable. Même les Etats-Unis n'ont plus, pour les puristes, de taux hors risque, la dette gouvernementale ayant été déclassée de la ligue des AAA par l'agence Standard & Poor's (ce qui ne s'est

pas reflété dans les marchés, soit dit en passant).

Revenons en Suisse, où placer son argent au taux hors risque revient à le placer sous son matelas. Rappelons toutefois la possibilité de vol lors d'un éventuel cambriolage. D'un autre côté, laisser l'argent sur son compte revient à se soumettre au risque de crédit de sa banque. Cas extrême, certains envisagent de louer un coffre et d'y placer leurs économies. Mais ce faisant, l'argent ne rapportera jamais rien. La notion de placer et de faire fructifier son argent est étroitement attachée au renoncement immédiat de la jouissance d'un bien (une nouvelle voiture maintenant) pour la jouissance déferée d'un bien meilleur (une plus grande voiture dans trois ans). Si le taux hors risque devait rester à zéro pour une période prolongée, alors autant dépenser son argent immédiatement, puisque, à moins d'une déflation prolongée, on n'est pas rémunéré pour attendre de consommer.

L'alternative est d'investir en respectant sa propre propension au risque. Et pour une fois que l'on se fait payer convenablement pour des risques somme toute historiquement faibles (faillite d'une grande banque ou d'un grand pays), autant les prendre!

**Les obligations à court terme offrent un bon rapport risque rendement**

Les investisseurs les plus averses aux risques resteront dans les obligations à court terme. Prenons l'exemple d'une obligation de la banque UBS offrant un rendement de 2,30% en francs suisses pour une maturité de deux ans. Ce taux – infiniment plus élevé que le taux hors risque – reflète l'incertitude régnant sur les places financières, mais l'investisseur est rémunéré en conséquence. C'est d'ailleurs le cas pour tout investissement en produits structurés: les risques de contrepartie sont bien rémunérés, contrairement aux années pré-Lehman. Tous les produits de type Floored Floater (produits garantis incluant un coupon minimum, avec la possibilité que ce dernier augmente si le taux hors risque remonte au-dessus d'une certaine limite) dérivent leur valeur du risque de crédit de l'émetteur.

La politisation des marchés rend les prévisions économétriques des analystes plus difficiles mais offre également des opportunités. De la sorte, un investisseur orienté à plus court terme et capable d'accepter un risque de change minime pourrait opter pour un «Double Currency Unit», en francs suisses contre euro d'une maturité de trois mois avec un prix d'exercice placé à 1,1980. Ce type de produit normalement qualifié de risqué sur le cours de change EUR/CHF (le remboursement se fait en EUR si le cours de change à maturité finit en dessous du prix d'exercice), l'est beaucoup moins depuis que la BNS a fixé un plancher EURCHF à 1,20. L'investisseur devra être persuadé que la BNS, malgré le départ regrettable de M. Hildebrand, tiendra le plancher à 1,20 pendant encore au moins trois mois. Le rendement d'un tel produit se situe aux alentours de 3,2% par année.

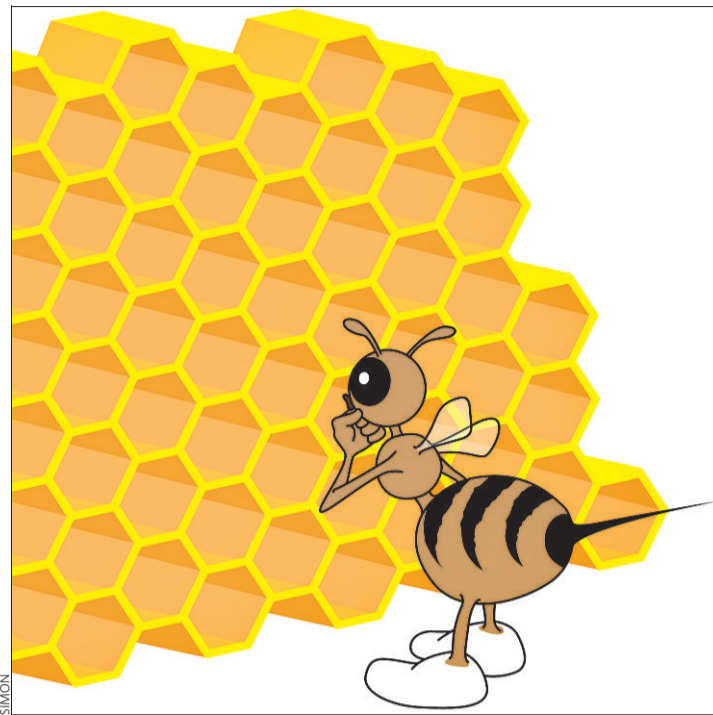
Les actions constituant le talon d'Achille des actifs financiers depuis quelques années, mieux vaut garder le contrôle sur leur risque si l'on veut éviter

les mauvaises surprises. D'aucuns prétendent que l'environnement est défavorable aux produits à capital garanti, mais le domaine des produits structurés est tellement vaste qu'il existe toujours une variante adéquate pour une constellation de marché donnée. En ce moment, et tant que les incertitudes des marchés resteront élevées, le type de produit à capital garanti optimal est la «Shark Note». Ce produit à capital garanti inclut une participation au marché des actions (par exemple au SMI) qui peut disparaître («Knock-out») si le marché remonte trop fortement. Le fait est qu'en période de grande incertitude, le niveau du Knock-out peut-être placé beaucoup plus haut qu'en période de calme plat, c'est donc en pleine crise qu'il faut offrir ce type de produit. Il vaut mieux les structurer à court terme (18 mois, permettant un niveau de Knock-out entre 125% et 130%), car ils sont peu réactifs aux mouvements du marché durant la presque-totalité de leur vie. Il n'empêche que,

vu le taux d'intérêt presque nul, même en prenant le risque de contrepartie en compte, l'investisseur devra prendre un risque sur 3 ou 4% de son capital (soit un capital garanti à hauteur de 96% – 97%) pour que la Shark Note soit réalisable.

D'autres investisseurs auront choisi l'or comme valeur refuge. Il convient toutefois de remarquer que tant que le métal jaune ne sera pas utilisé comme monnaie d'échange (résurrection du vreneli?) ou que son cours soit fixé contre la devise de référence de l'épargnant (réinstauration de Bretton Woods?), l'investisseur encourt un risque de change. Le prix de l'or en francs suisses ayant doublé en cinq ans, il est parfaitement envisageable qu'il baisse à nouveau. Il n'empêche que ce métal précieux, plus que tous les autres, conserve le pouvoir d'achat à long terme.

En reprenant les quelques points énumérés ci-dessus, on constatera l'ébauche d'un portefeuille comprenant pas moins de quatre classes d'actifs: obliga-



tions, devises, actions et matières premières. A terme et en gardant le contrôle sur les risques, un portefeuille ainsi diversifié sera plus à même de satisfaire l'investisseur que de placer son argent sous son oreiller.

\*Head Advisory & Distribution chez VP Bank, [www.vpbank.com](http://www.vpbank.com) et auteur du livre «How to Invest in Structured Products»

Blog: [www.my-structured-products.com/blog](http://www.my-structured-products.com/blog)

PUBLICITE

Edmond de Rothschild Private Fund est un véhicule de placement à domicile en Suisse de l'Edmond de Rothschild S.A., et est autorisé par la FINMA en tant que représentant en Suisse de l'Edmond de Rothschild, et assure également le service de placement. Les sabots de l'Edmond de Rothschild Private Fund ne sont pas destinés à constituer une recommandation de placement. Banque Privée Edmond de Rothschild S.A. a été autorisée par la FINMA en tant que représentant en Suisse de l'Edmond de Rothschild, et assure également le service de placement. Les sabots de l'Edmond de Rothschild Private Fund ne sont pas destinés à constituer une recommandation de placement. 18, rue de Hesse, 1204 Genève, ou à l'attention des sabots, télécopie depuis le site internet [www.edr-pfund.ch](http://www.edr-pfund.ch).



**Notre GESTION ALTERNATIVE à nouveau récompensée en 2011.**

Le Groupe Edmond de Rothschild a été primé à New York, Londres, Milan et Genève pour la qualité de ses fonds de hedge funds et son expérience dans la gestion alternative.

**BEST OVERALL GROUP**  
European Fund of Hedge Funds Awards 2011 by Hedge Funds Review, London - Banque Privée Edmond de Rothschild

**GROUP OF THE YEAR**  
InvestHedge Awards 2010, New York - Edmond de Rothschild Group

**EXCELLENCE IN INVESTMENT MANAGEMENT**  
International Alternative Investment Review Awards 2011, Milan - Banque Privée Edmond de Rothschild

**WINNER OF THE CATEGORY GLOBAL MACRO**  
InvestHedge Awards 2010, New York - Pfrfund Alpha Traders

**CTA FUND OF HEDGE FUNDS**  
Banco Swiss Hedge Funds Awards 2011, Geneva

**MULTI-STRATEGY FUND OF HEDGE FUNDS**  
Banco Swiss Hedge Funds Awards 2011, Geneva - Edmond de Rothschild Pfrfund Alpha Uncorrelated (S)

**EMERGING MARKETS FUND OF HEDGE FUNDS**  
Banco Swiss Hedge Funds Awards 2011, Geneva - Edmond de Rothschild Pfrfund Alpha Emerging Markets

**pri fund**



**BANQUE PRIVÉE  
EDMOND DE ROTHSCHILD**

Banque Privée Edmond de Rothschild S.A. - 18, rue de Hesse - CH 1204 Genève - T+41 58 818 95 68 - [info@pfrfund.ch](mailto:info@pfrfund.ch)  
[www.edr-pfund.ch](http://www.edr-pfund.ch) - [www.edmond-de-rothschild.ch](http://www.edmond-de-rothschild.ch)