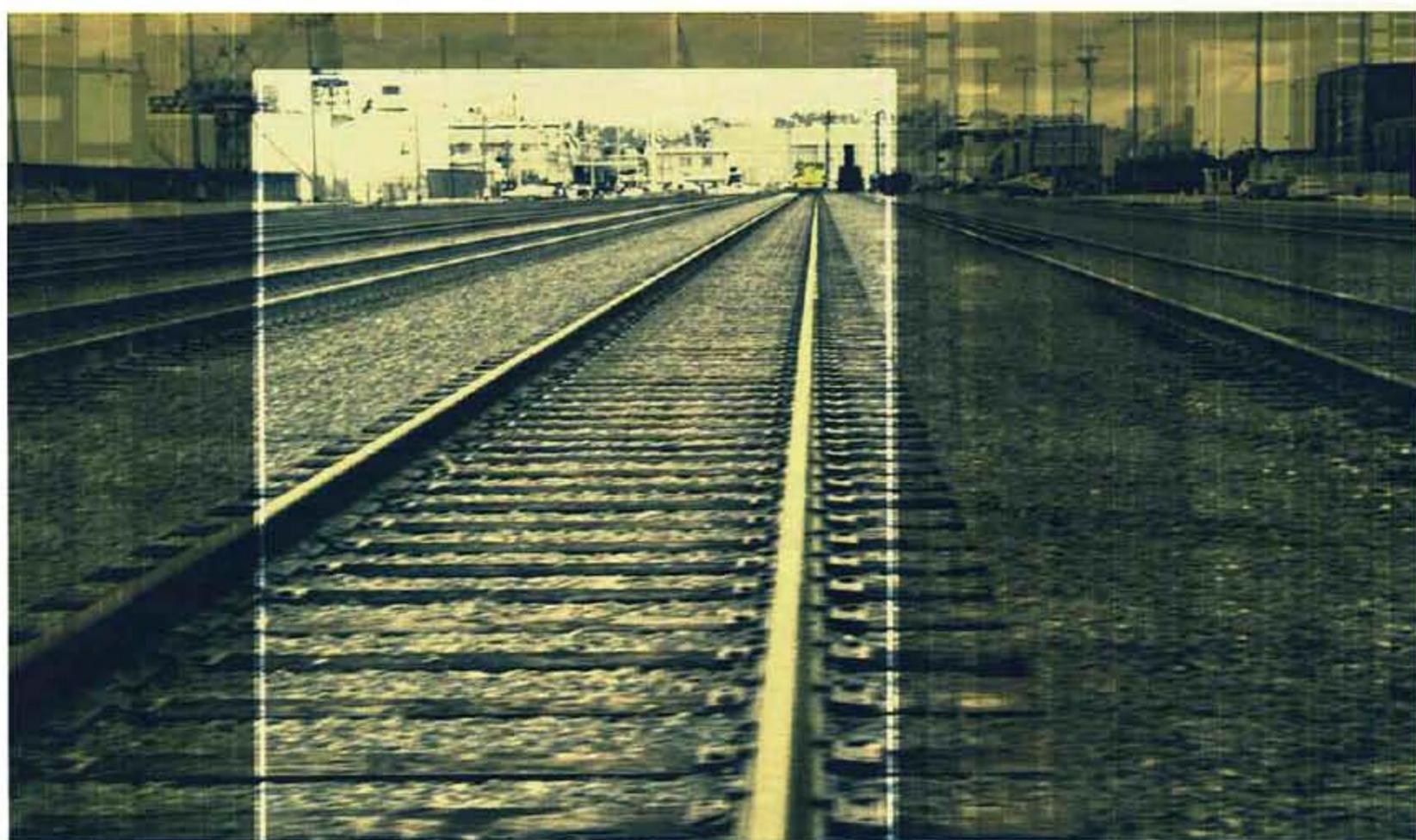


# Hausse des taux longs ? Mais que faire ?

Par Christophe Chouard,  
directeur commercial monde chez HDF Finance



### Vers une hausse des taux longs ?

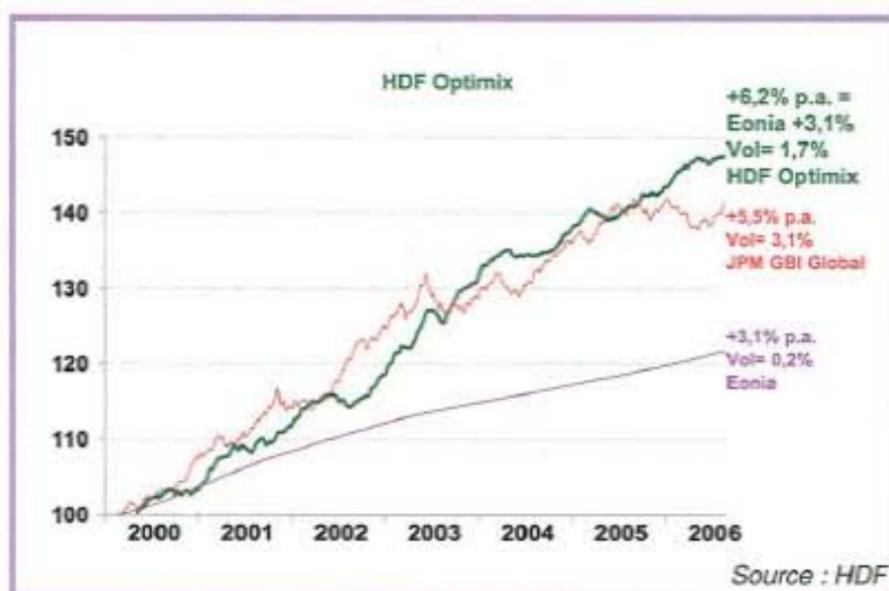
Alors que la Banque centrale européenne semble avoir initié un cycle de hausse de ses taux directeurs, les investisseurs institutionnels se posent des questions légitimes sur l'évolution probable des taux à long terme. Une hausse des taux directeurs de la Banque centrale provoque en principe la hausse de l'ensemble de la courbe des taux, c'est-à-dire également des taux à long terme. Mais le niveau des taux longs reflète également les anticipations inflationnistes des acteurs du marché. Or, une banque centrale qui combat l'inflation avant que celle-ci n'apparaisse, cela pourrait finalement vouloir dire pas d'inflation du tout, et donc pas de hausse des taux longs. Alors, les taux longs vont-ils monter durablement ou non ? Il n'est pas facile de répondre à cette question. Pourtant les investisseurs ne peuvent pas ne pas y répondre. Le sujet est trop important. Et en plus de l'exposition à la hausse des taux longs, un bon nombre d'intervenants sont également exposés au risque de crédit.

### Les assureurs-vie sont également exposés à une détérioration du marché du crédit

Prenez les contrats en euros des assureurs-vie. La baisse régulière des rendements offerts par le marché obligataire ces dernières années les a poussés à investir massivement en obligations émises par des entreprises, plus rémunératrices que les obligations d'État. Mais les surplus de rendement offerts par ces obligations entreprises, les fameux spreads de crédit, se sont considérablement réduits au cours de cette période. Toujours à la recherche de meilleurs rendements, les assureurs sont aujourd'hui contraints d'aller chercher des spreads de crédit plus élevés en descendant toujours plus bas sur l'échelle des notations d'entreprises. Et les risques de crédit associés à ces titres sont omniprésents, comme l'ont révélé les affaires Enron ou General Motors.

### Vers une détérioration du marché du crédit ?

Comme on a pu l'observer par le passé, il est probable qu'une hausse des taux long s'accompagne également d'un écartement des spreads de crédit. En effet, en plus de la détérioration de la solidité financière des entreprises provoquée par une hausse des taux longs, la satisfaction de meilleurs rendements sur les obligations d'État ferait diminuer la demande pour des obligations d'entreprises plus rémunératrices, mais plus risquées.



### Les assureurs-vie investissent leurs primes à des taux bas depuis des années

Cela fait des années maintenant que les compagnies d'assurance-vie investissent les primes d'assurance de leurs clients sur le marché obligataire à des taux fixes historiquement bas. Le rendement fixe généré par ces portefeuilles d'obligations longues, émises par des États et des entreprises, est donc désormais cristallisé à un niveau très bas pour les cinq à dix années à venir. Et si les taux long venaient à remonter et les spreads de crédit à s'écarter, le rendement servi par ces portefeuilles ne varierait que très lentement, car il faudrait attendre des années que les nouvelles primes soient investies aux nouveaux taux élevés, et pour que le rendement servi par les portefeuilles commence enfin à remonter lui aussi. Gérer un portefeuille obligataire d'une compagnie d'assurance-vie, c'est comme conduire un énorme paquebot : un long moment se passe entre l'action sur le gouvernail et le changement effectif du cap.

### Une hausse des taux longs et des spreads de crédit mettrait-elle le métier d'assureur-vie en péril ?

Une hausse des taux longs et des spreads de crédit peut être dramatique pour une compagnie d'assurance-vie : non seulement une telle hausse peut avoir des conséquences financières désastreuses, mais en plus elle peut affecter sensiblement la part de marché de son métier même d'assureur. En effet, si les taux et les spreads de crédit montent, une compagnie d'assurance-vie jeune, ou nouvellement créée, pourra servir des rendements élevés à ses assurés : toutes les primes de ses clients seront investies sur des obligations d'État et d'entreprises à de nouveaux taux élevés. Cette jeune compagnie

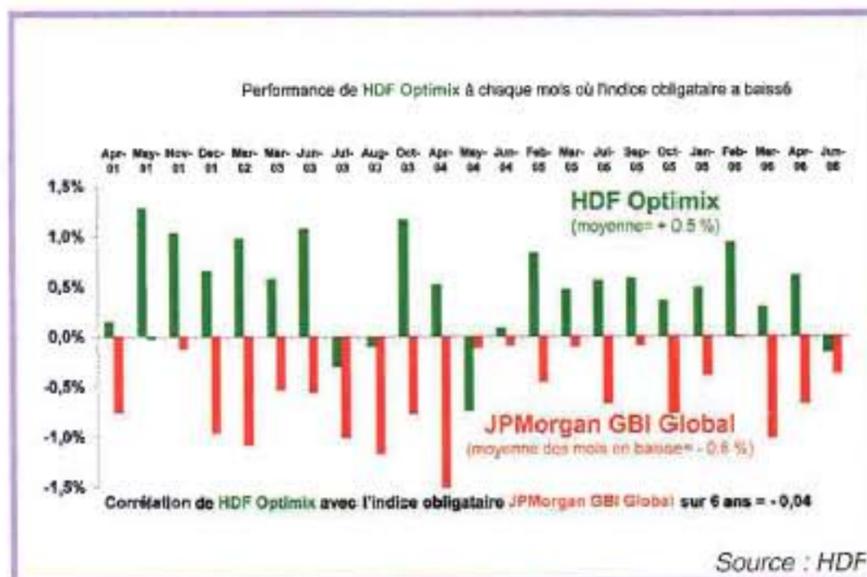
d'assurances, non affectée par quelque poids d'un portefeuille investi à taux historiquement bas, pourra, grâce aux taux élevés servis, grignoter des parts de marché détenues auparavant par les compagnies anciennes, obligées alors de revendre à perte leurs obligations d'État et d'entreprises à bas coupon dans un environnement de taux et de spreads de crédit élevés.

### Les couvertures utilisées par le passé ne sont plus efficaces

Alors, que faire pour se prémunir contre les risques de hausse des taux longs et d'écartement des spreads de crédit ? Les assureurs-vie sont d'abord intervenus, et ce depuis le milieu des années 90, en achetant des caps sur taux long : en échange du paiement d'une prime, ces caps génèrent du revenu en cas de hausse des taux longs au-dessus du « taux d'exercice », ou « strike », choisi. Mais les primes à payer sont élevées, et les bas rendements d'aujourd'hui ainsi que la pression concurrentielle entre assureurs sont tels que les compagnies ne peuvent plus se permettre ce type de dépense. Puis, on a vu les assureurs acheter massivement des obligations à coupons variables indexés sur les taux longs, comme sur le TEC ou sur le CMS, et également des coupons indexés à l'inflation. Mais la demande a été telle que ces obligations sont désormais chères. En effet, le portage est devenu coûteux (le rendement instantané servi est plus faible que les taux fixes), et/ ou les taux réels servis en plus de l'inflation sont devenus très bas. Enfin, les dérivés de crédit, instruments permettant de se couvrir contre le risque de crédit, existent mais sont imparfaits, car ils ne permettent qu'une couverture partielle et coûteuse. De plus, bon nombre d'institutionnels ne peuvent pas les utiliser pour des raisons réglementaires.

### Un nouvelle couverture dynamique des risques de hausse des taux long et d'écartement des spreads de crédit : la multigestion alternative fixed-income

Alors, que faire désormais ? Eh bien, les compagnies d'assurances sont attentives à l'émergence d'une nouvelle classe d'actifs spécialement étudiée et mise au point pour répondre à cette problématique de hausse des taux long et d'élargissement des spreads de crédit. Il s'agit de la multigestion alternative fixed-income. Celle-ci leur permet d'obtenir des rendements similai-



res à ceux d'un portefeuille à taux fixe en cas de stabilité du niveau des taux, tout en ayant des perspectives de rendements soutenus durant une période de hausse des taux longs et d'écartement des spreads de crédit. ■

### HDF Optimix vise une performance décorrélée du niveau des taux

HDF Optimix, géré par HDF Finance, est un fonds de fonds alternatifs permettant de générer de la performance absolue décorrélée du niveau des taux et très faiblement corrélée aux spreads de crédit.

Cette faible corrélation s'observe sur le moyen terme (unité de mesure de l'ordre de l'année plutôt que du mois) grâce à la sélection de styles de gérants particulièrement flexibles, c'est-à-dire de gérants capables d'adapter leurs positions et leurs performances aux conditions de marché qu'ils rencontrent et qui font preuve d'une capacité à générer des rendements dans tout type d'environnement. Les gérants sont également choisis pour les marchés sous-jacents sur lesquels ils interviennent, à savoir principalement les classes d'actifs taux d'intérêt, crédit et taux de change, ainsi que pour les méthodologies de gestion qu'ils utilisent, c'est-à-dire principalement les stratégies de type long/short qui permettent de générer du rendement à la fois à la hausse et à la baisse des marchés. Enfin, la construction du portefeuille de HDF Optimix est un assemblage diversifié de fonds à horizon d'intervention plus ou moins long terme, faisant plus ou moins appel aux stratégies directionnelles, aux stratégies long/short ou aux stratégies d'arbitrage. Cet assemblage diversifié fournit un rendement stable et élevé, et ce même en cas de hausse des taux. ■