

GESTION HQLA

OPTIMISER SES RENDEMENTS DANS UN MARCHÉ COMPLEXE



Alors que la rentabilité des banques est mise sous pression et que la perspective de hausses des taux menace la valeur des portefeuilles obligataires, la gestion active des primes de risque offre un moyen d'optimiser les rendements des portefeuilles HQLA.

Les trésoriers des banques se trouvent dans une impasse. D'un côté, ils sont soumis aux réformes réglementaires issues de Bâle III. De l'autre, la génération de rendement devient plus difficile dans un contexte de niveau des taux historiquement bas. En faisant appel à des techniques avancées de gestion d'actifs pour leurs portefeuilles, ils pourraient selon nous sensiblement améliorer leurs rendements ajustés du risque.

L'un des éléments clés de Bâle III concerne le ratio de liquidité (Liquidity Coverage Ratio, « LCR »), qui impose aux banques de détenir un certain pourcentage de leurs sorties de capitaux potentielles à trente jours dans des actifs liquides de haute qualité (HQLA). Si le LCR garantit aux banques une réserve de liquidités suffisante en cas de tension sur les marchés, il les pousse aussi à détenir des obligations principalement souveraines à rendement faible, voire négatif. Néanmoins, en ayant recours à des techniques sophistiquées de gestion, les trésoriers pourraient, selon nous, améliorer leurs rendements jusqu'à 50 points de base par an.

La clé réside dans la gestion active des primes de risque. La prime de risque désigne le surcroît de rendement réclamé par les investisseurs par rapport au taux sans risque pour détenir un actif risqué. Les investisseurs étant averses au risque, la prime de risque doit théoriquement être supérieure aux pertes pouvant découler du risque en question. Nous identifions quatre primes de risque dont les banques peuvent tirer parti :

LES QUATRE TYPES DE PRIMES DE RISQUE

La prime rémunérant le risque de crédit

« L'allocation par budgétisation du risque », dont la méthodologie se rapproche de celle de l'investissement multi-actifs « à parité des risques », permet d'élargir l'univers d'investissement en y incluant par exemple des obligations non domestiques. Dans le cadre d'une allocation par budgétisation du risque, les allocations s'articulent autour de deux facteurs : 1) des budgets de risque prédéfinis, et 2) les contributions au risque réelles. Les secteurs affichant



Jean Sayegh
Responsable
de la Gestion Obligataire

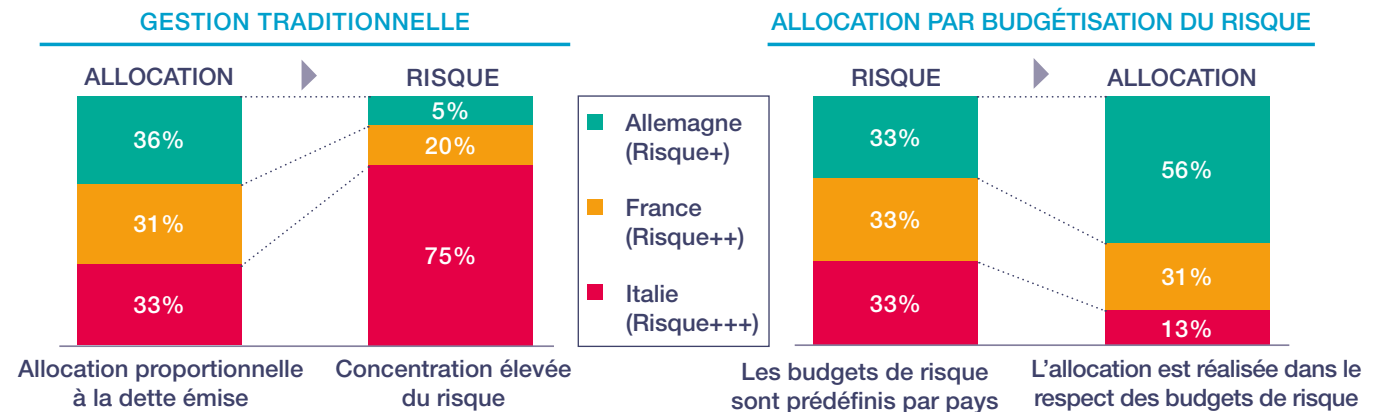
¹ Le taux sans risque se définit comme le taux de rendement théorique d'un investissement sans risque de perte financière. Le rendement des emprunts d'Etat à court terme notés AAA est normalement considéré comme un bon étalon.

une volatilité et une corrélation élevées reçoivent des allocations moins importantes que les secteurs à faible volatilité et peu corrélés. Les allocations sont ajustées de manière dynamique en fonction des conditions du marché. Par exemple, en cas de poussée de la volatilité dans un secteur donné, l'allocation à ce dernier est réduite.

L'allocation par budgétisation du risque présente trois avantages :

- Elle améliore le profil risque/rendement des portefeuilles HQLA tout en réduisant la volatilité et les pertes.
- Elle permet aux investisseurs de diversifier leur univers d'investissement, tout en offrant une protection contre le risque individuel (volatilité des secteurs) et contre le risque collectif (corrélation entre secteurs).
- Elle allège en général les expositions aux obligations avant les rétrogradations de notation de crédit, ce qui rend l'investisseur moins vulnérable à la baisse des prix.

FIGURE 1 : L'ALLOCATION PAR BUDGÉTISATION DU RISQUE POUR UNE RÉPARTITION PLUS ÉQUILIBRÉE DES RISQUES

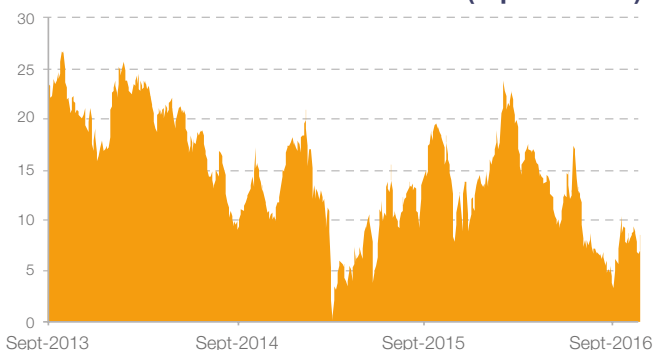


La prime liée au risque de liquidité

La gestion de la prime liée au risque de liquidité constitue pour les trésoriers une opportunité unique. Certains ont tendance à se détourner des obligations plus rémunératrices à cause de leur profil de liquidité dégradé. Les obligations moins liquides peuvent toutefois offrir parfois des primes conséquentes par rapport aux obligations liquides de référence. La figure 2 illustre ce phénomène avec une obligation d'agence allemande (KfW Bank) qui a dégagé jusqu'à 25 pb de rendement supplémentaire par rapport à l'obligation d'Etat

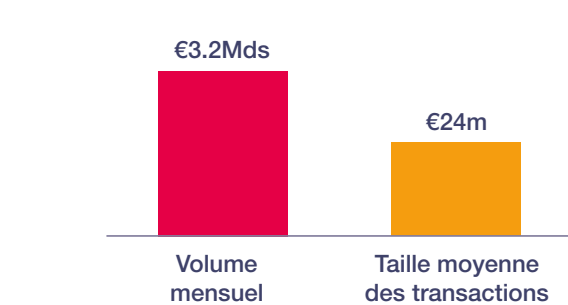
allemand de référence, tout en portant le même risque de crédit. Il arrive par ailleurs que le niveau réel de liquidité d'un titre dit « moyennement voire pas liquide » surprenne les investisseurs. En partenariat avec Euroclear, Lyxor a conçu un outil de mesure de la liquidité des obligations, « e-Data Liquidity », qui permet d'évaluer l'adéquation du rendement d'une obligation par rapport à sa liquidité. Cette évaluation s'appuie sur les transactions transitant via Euroclear, soit environ 60% des opérations européennes sur obligations.

FIGURE 2 : DIFFÉRENCE DE RENDEMENT ENTRE LES OBLIGATIONS KFW À 10 ANS ET LES EMPRUNTS D'ÉTAT ALLEMANDS (en points de base)



Les données de performances passées reflètent uniquement les périodes passées et ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Ceci est valable également pour ce qui est des données historiques de marché. Source : Bloomberg, analyse Lyxor. Données au 3 novembre 2016

FIGURE 3 : INDICATEURS DE LIQUIDITÉ POUR LES OBLIGATIONS KFW À 3 ET 5 ANS POUR JUIN 2016



Les données de performances passées reflètent uniquement les périodes passées et ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Ceci est valable également pour ce qui est des données historiques de marché. Source : Lyxor, Euroclear e-Data liquidity

La prime liée au risque des prêts collatéralisés

Il est également possible d'optimiser les rendements ajustés du risque grâce à la gestion active des prêts collatéralisés. Une opération de prêt collatéralisé consiste à échanger provisoirement un actif tel qu'un emprunt d'Etat ou un fonds commun de placement HQLA moyennant la fourniture d'un collatéral en guise de sûreté. L'une des parties paie généralement une prime. La figure 4 illustre la façon dont une banque affichant un excédent de HQLA

peut dégager un gain de performance en opérant une transaction avec une banque en manque de HQLA. Les primes varient en fonction de la banque et la qualité du collatéral. Afin de choisir la contrepartie la plus adaptée et le collatéral qui fera l'objet de l'échange, il faut garder à l'esprit la probabilité que la contrepartie fasse défaut et que le collatéral soit déficitaire. Pour ce faire, Lyxor a développé un modèle dont les résultats sont présentés en figure 5.

Les plateformes de négociation électroniques telles qu'Elixium ont nettement simplifié l'accès aux opérations de prêts collateralisés. La plateforme permet à deux parties, qui ne sont pas forcément au courant de leur intérêt réciproque, de s'entendre sur les termes d'une transaction commerciale. Lyxor est, à notre connaissance, le premier gestionnaire d'actifs à avoir introduit ses fonds sur ce type de plateformes.

FIGURE 4 : EXPLOITER LA PRIME LIÉE AU RISQUE DES PRÊTS COLLATÉRALISÉS

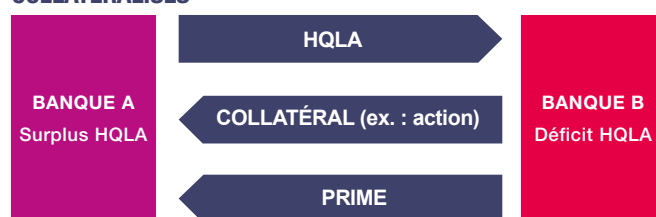
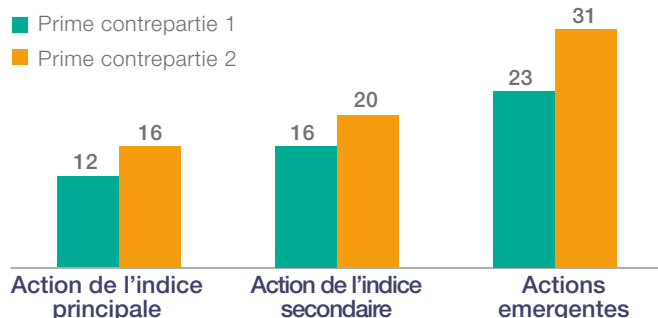


FIGURE 5 : EVALUER LA QUALITÉ DES CONTREPARTIES DANS LE CADRE D'UNE OPÉRATION DE PRÊT COLLATÉRALISÉ



À des fins d'illustration uniquement. Source : Lyxor

	CONTREPARTIE 1	CONTREPARTIE 2
Probabilité de défaut (CDS)	0,20%	0,30%
Collatéral	Actions de l'indice principal	
Bêta du collatéral avec contrepartie	40%	80%
Risque collateralisé	0,04%	0,12%
Collatéral	Actions émergentes	
Bêta du collatéral avec contrepartie	80%	40%
Risque collateralisé	0,08%	0,06%

■ Risque collateralisé le plus faible

La Contrepartie 1 présente le profil risque/rendement le plus intéressant pour les actions de l'indice principal, tandis que la Contrepartie 2 affiche le profil le plus intéressant pour les actions émergentes

La prime associée au risque de taux

Si les taux d'intérêt sont au plus bas, les hausses à venir pourraient avoir un impact négatif sur la valeur des portefeuilles existants. La gestion de la prime de risque de taux, qui rémunère les investisseurs ayant investi à taux d'intérêt fixe pour une durée déterminée, devient donc primordiale. Certaines banques de petite ou moyenne taille choisissent d'assumer le risque de sensibilité aux taux d'intérêts sur des obligations d'une durée non négligeable. D'autres acceptent des rendements faibles, voire négatifs en investissant dans des obligations d'échéance courte. L'utilisation d'asset-swaps permet toutefois aux trésoriers de trouver le juste équilibre entre rendement et risque. Cette technique procure de nombreux avantages :

- Les gérants de portefeuilles HQLA ont la possibilité de diversifier leurs investissements en utilisant une plus grande partie des courbes d'investissement.
- Les investissements dans des obligations à durée longue et plus rémunératrices deviennent possibles, sans accroître significativement le risque de taux d'intérêt.
- N'importe quelle obligation d'échéance longue existante peut être couverte contre la hausse de taux.

Les banques ou gestionnaires d'actifs sont en mesure de fournir les infrastructures nécessaires pour la gestion de portefeuilles HQLA couverts contre le risque de taux d'intérêt.

UNE SOLUTION QUI VIENT À POINT NOMMÉ

La gestion active de ces quatre primes de risque peut, à nos yeux, considérablement augmenter les rendements ajustés du risque des portefeuilles HQLA. Face à de possibles relèvements des taux, les trésoriers des banques doivent pouvoir s'appuyer sur

les outils les plus performants qui existent. Le recours à des techniques de gestion d'actifs sophistiquées et éprouvées permettra de doper les rendements tout en atténuant les risques.

A l'heure où les trésoriers des banques se demandent toujours comment s'adapter au nouvel environnement réglementaire, les outils de gestion d'actifs offrent sans doute une partie de la solution.

EN BREF

La gestion active des primes de risque donne aux banques une opportunité d'optimiser les rendements des portefeuilles HQLA

Ces techniques permettent d'atténuer les risques et d'améliorer les rendements

Il existe des outils permettant d'évaluer l'adéquation de la prime par rapport aux risques sous-jacents

Dans l'environnement actuel de taux bas, la gestion active est plus que jamais indiquée



This material and its content are confidential and may not be reproduced or provided to others without the express written permission of Lyxor Asset Management ("Lyxor AM"). This material has been prepared solely for informational purposes only and it is not intended to be and should not be considered as an offer, or a solicitation of an offer, or an invitation or a personal recommendation to buy or sell participating shares in any Lyxor Fund, or any security or financial instrument, or to participate in any investment strategy, directly or indirectly. It is intended for use only by those recipients to whom it is made directly available by Lyxor AM. Lyxor AM will not treat recipients of this material as its clients by virtue of their receiving this material. This material reflects the views and opinions of the individual authors at this date and in no way the official position or advices of any kind of these authors or of Lyxor AM and thus does not engage the responsibility of Lyxor AM nor of any of its officers or employees. Services and marks appearing herein are the exclusive property of SG and its affiliates, as the case may be. Services and marks appearing herein are the exclusive property of Lyxor AM and its affiliates, as the case may be.

LYXOR
Asset Management

Lyxor Asset Management - Tours Société Générale
17 Cours Valmy - 92987 Paris La Défense Cedex - France
www.lyxor.com - solutions@lyxor.com