N°219 La feuille de SOUS

Lettre d'information de Conseil Absolu - mars 2025



EDITORIAL

Plus un problème est massif et moins il inquiète

Ce qui ressemble à un proverbe Shadok s'appelle le « paradoxe des grands problèmes ».



Des chercheurs en psychologie américains ont réalisés plus d'une douzaine d'études arrivant à la même conclusion :

Quand vous exposez un problème à une population (sur l'éducation, la pollution atmosphérique, la conduite en état d'ivresse…), les personnes se sentent concernées et pensent que ce sont des sujets auxquels il faut s'attaquer. Mais si vous expliquez que ces problèmes touchent une grande partie de la population ou sont beaucoup plus courants qu'on ne pourrait le croire, alors les personnes informées relativisent le problème.

La gravité comporte deux dimensions : l'ampleur, qui indique le nombre de personnes touchées par un problème, et la profondeur, qui désigne le préjudice subi par les personnes concernées.

Les chercheurs proposent donc cette explication : psychologiquement, ces deux dimensions s'influencent mutuellement. Les personnes qui intègrent la fréquence d'un problème en déduisent qu'il cause moins de préjudice individuellement. En outre, il y a le sentiment qu'à partir du moment où un problème est général, il doit nécessairement avoir été pris en compte par les pouvoirs publics. Enfin, psychologiquement, l'ampleur de certains problèmes dépasse ce que l'esprit humain peut pleinement appréhender, et cela tend à diminuer notre capacité émotionnelle à les ressentir.

Comme aurait dit Staline : « un mort c'est une tragédie, un million de morts, une statistique ».

Produits structurés : pourquoi faire compliqué ?

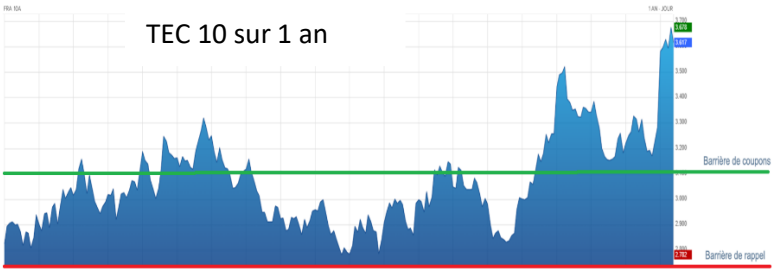
Anciennement dénommé « fonds à formule » ou « fonds à promesse » les produits structurés gagnent du terrain dans l'épargne des français. De 15Mds€ en 2020, leur production est passée à 35 Mds€ en 2023 et 50 Mds en 2024, soit une part de plus en plus significative de la collecte d'épargne notamment au travers de l'assurance-vie.

Et pour cause : ces produits complexes sont présentés comme la synthèse entre la sécurité et la performance. Or il est vrai que ces produits sont faits pour minimiser la probabilité de perte et donc de maximiser la chance d'obtenir un gain même s'ils bident en contrepartie son potentiel. Si on soulève le capot, les structurés sont le plus souvent composés d'une assise obligataire pour garantir à l'échéance le capital, totalement ou partiellement, et le coupon (le rendement) de cette obligation est utilisé pour réaliser un « pari » sur les marchés dérivés. Compte tenu de la diversité de ceux-ci, il est possible de rencontrer des produits structurés dont la performance dépend d'une action (ou d'un panier d'actions), d'un indice, d'une matière première voire d'un produit agricole, des cours de l'or ou d'une devise (voire d'une crypto). C'est ce qu'on appelle le « sous-jacent ».

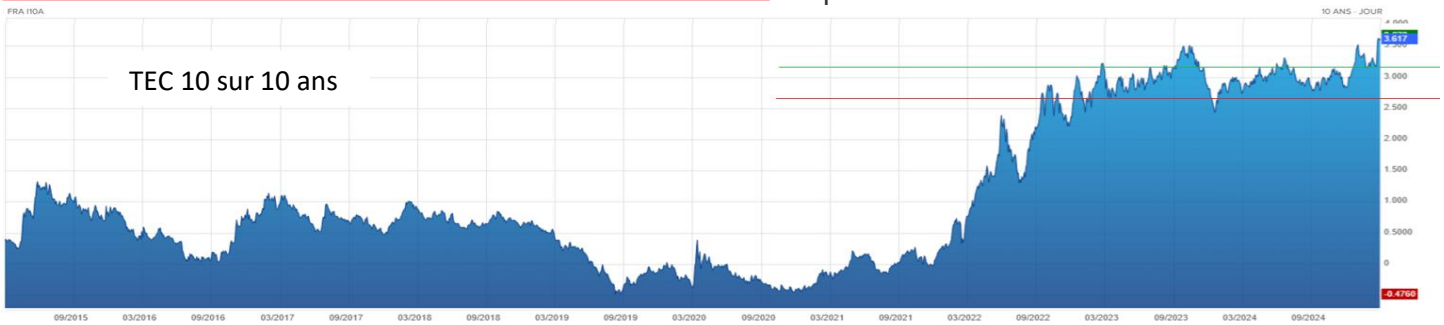
L'avantage de ces produits financiers est que derrière une machinerie plutôt sophistiquée, l'alternative pour l'investisseur est assez simple et les règles du jeu sont connues à l'avance et notamment la perspective de gain et la durée (au moins la durée maximale). A noter toutefois que le niveau du sous-jacent n'est en général pas connu au moment de la souscription. Pourtant c'est cette valeur de référence, appelée "strike", qui conditionne la performance future ou le seuil de protection du capital.

Je vous donne un exemple pour que les choses soient plus concrètes : Vous avez actuellement sur le marché un structuré dont le sous-jacent est la société LVMH. Sa durée est de 5 ans. A cette échéance, le détenteur recevra autant de coupons de 7,45% qu'il y aura eu de date anniversaire où le cours de l'action sera supérieur au niveau initial (le fameux strike) soit au maximum 5 coupons de 7,45%. Mais si en fin de parcours l'action a baissé de plus de 50%, au lieu de retrouver votre capital vous recevez des actions LVMH (en forte perte donc). Si vous souhaitez briller dans les dîners en ville, sachez que ce produit est dit « Athena », car le coupon potentiel est versé à l'échéance, tandis que les « Phoenix » (les plus fréquents) voient leurs coupons versés en cours de vie (trimestriellement, semestriellement…).

La plupart des structurés sont des « auto-calls », c'est-à-dire qu'ils peuvent se rembourser automatiquement quand, par exemple, un indice atteint un certain niveau. Je vous propose un autre exemple pour illustrer ce type de rappel : le Phoenix Bearish France Avril 2025. Le sous-jacent : l'indice TEC 10 (taux des emprunts d'état à 10 ans). L'émetteur obligataire : le Crédit Agricole (l'établissement qui garantit le remboursement). Structureur : Goldman Sachs. Coupon annuel 5,75%. Durée 12 ans. Pour le percevoir il faut que le taux TEC 10 soit inférieur à 3,10%. S'il passe en dessous de 2,65% lors de la constatation annuelle, le coupon est perçu mais le produit est « rappelé » (il s'arrête).



S'il est tentant de « jouer » la baisse des taux européens (bien que la politique douanière de D.Trump laisse planer le risque d'un retour de l'inflation qui pourrait faire remonter les taux) on voit que la marge d'évolution de la stratégie est étroite (45 points de base). Pour un produit prévu pour une durée maximale de 12 ans, il semble que la probabilité de rester entre les bornes soit mince.



Le plus souvent, le coupon d'un produit structuré sera payé par l'encaissement d'une prime sur un marché dérivé. Cette prime qu'a payée un acheteur sert à le protéger contre un risque, plus ou moins probable. Dans le premier exemple, celui qui a payé une prime, s'est « assuré » contre une très forte baisse (> 50%) de l'action LVMH. L'acheteur du structuré, lui, retient surtout que son alternative est d'encaisser un coupon élevé de 7,45% ou de protéger son capital (protection du capital qui n'est valable qu'à l'échéance du produit et jusqu'à 50%). La perspective d'un décrochage de plus de 50% paraît, certes, très improbable, mais on ne peut l'exclure. Au-delà de ce risque extrême, une absence de rémunération de son capital pendant 5 ans, ou même la perception d'1 ou 2 coupons (ce qui représenterait un rendement actuariel de 1,8% à 2,8%) n'est pas non plus une perspective enthousiasmante et nécessite d'approfondir le placement pour comprendre ce qu'on peut en attendre.

Autre écueil des produits structurés, une partie de la prime encaissée par le structureur sert à commercialiser son produit. Sur le structuré TEC 10, les frais d'entrée sont de 8,5% (il n'y a des frais de sortie qu'en cas de revente du produit par l'acquéreur). Rapporté à une durée maximale de 12 ans, c'est tout à fait raisonnable, mais si le produit est remboursé au bout d'un an, c'est très différent. Certes, ces frais ne sont pas « visibles » par l'acquéreur puisque le coupon qu'il doit recevoir tient compte des frais prélevés, mais cela signifie qu'il ne reçoit qu'une partie de la rémunération du risque qu'il prend. En contrepartie, la grande majorité des structurés ne supportent pas de frais de gestion (puisque la stratégie ne nécessite pas l'intervention d'un gérant).



Comme tous produits financiers, certains produits structurés sont plus risqués que d'autres. Logiquement, on peut comprendre qu'il y a moins de risque à retenir un structuré dont le sous-jacent est un indice, qu'un structuré basé sur un seul titre. Mais l'imagination des structureurs est fertile, et on voit fréquemment des structuré basé sur un indice synthétique, dont certains sont qualifiés de « decrement » (décroissants). Je vous donne l'exemple de l'indice « Euronext® Climate Objective 50 Euro Equal Weight Decrement 5 % ». Cet indice est composé de manière équipondérée des 50 entreprises européennes (sur un vivier initial de 300) présentant le meilleur profil environnemental. J'ai du mal à comprendre comment une entreprise comme Bouygues se retrouve dans cet indice mais là n'est pas le sujet. Le structuré adossé à cet indice offrait un gain de 2,35% par semestre tant que l'indice n'était pas en-dessous de 10% de son niveau initial. La première constatation est réalisée la 2ème année. Or, cet indice intègre une baisse automatique de 5% par an (sensée compenser les dividendes futurs) intégrés à l'indice. Si le niveau des dividendes est inférieur à 5%, l'indice va mécaniquement perdre de la valeur et le temps va jouer contre l'investisseur. Dans le cas présent, tout s'est bien passé pour l'investisseur qui a récupéré sa mise et ses 4 coupons au bout de 2 ans, mais cela illustre à mes yeux le danger de certains structurés « complexes ». Pire encore, les structurés "Worst of" qui retiennent le titre le moins performant d'un panier de sous-jacents.

Concernant les performances, une étude de 2021 donnait un rendement moyen pour les 2548 structurés échus cette année-là de 7,65% avec une durée de vie moyenne de 1,6 an. Ces excellents chiffres faisaient suite à une année 2020 tout à fait honorable (pour une année de forte volatilité) avec un rendement légèrement inférieur à 5% après des années 2017, 18 et 19 autour de 6%. En 2023, selon une étude du cabinet britannique SRP, 97% des produits structurés se sont débouclés positivement. Il faut remonter à la crise de 2008 pour avoir des performances largement négatives sur ces supports. Comme toujours, il faut bien comprendre le risque qu'on fait porter à son épargne et se demander jusqu'où on est prêt à accepter une perte, fut-elle très improbable.

CONSEIL ABSOLU 52 rue d'Emerainville 77183 CROISSY-BEAUBOURG
SARL au capital de 3400 € - RCS Meaux 341 232 148 Tél. : 01 82 35 01 25 E-mail : contact@conseil.absolu.fr
Enregistré à l'ORIAS sous le n° 07001113 en qualité de Courtier en Assurances et de CIF (enregistré auprès de l'ANACOFI)
Activité de transactions sur immeubles et fonds de commerce – ne peut recevoir aucun fonds, effet ou valeur
Carte professionnelle n° CPI 7701 2018 000 023 454 délivrée par la CCI de Seine-et-Marne