

Vie et mort des produits structurés

Interview de Ian Lowes pour le podcast IFA Magazine Financial Insight

Par Peter Wilson, le 3 décembre 2021

<https://ifamagazine.com/article/the-fall-and-rise-of-structured-products/>

Dans cet épisode, Ian Lowes, le fondateur de Structured Product Review, nous explique pourquoi cette stratégie de placement est tellement incomprise et comment tant de conseillers et de clients ont raté de superbes rendements. Nous évoquerons également l'effondrement de Lehman Brothers, Investec qui a quitté le marché et les détails techniques de l'opportunité de l'Autocall FTSE.

Les produits structurés ont eu mauvaise presse par le passé. L'exemple le plus récent, et sans doute le plus notable, remonte au crash de 2008. Comme Ian l'explique dans cet épisode, les personnes qui avaient investi dans les produits structurés adossés de Lehman Brothers n'avaient pas été informées de la façon dont elles récupéreraient leur argent, ce qui a fait les choux gras de la presse.

Le fait qu'Investec ait quitté le marché plus tôt cette année constitue, selon certains conseillers, un autre revers pour les produits structurés. Toutefois, comme Ian l'explique, cela a permis à d'autres banques de prendre leur place sur le marché, offrant aux investisseurs du crédit auprès de HSBC et de Barclays, par exemple.

Peter Wilson : Nous nous entretenons aujourd'hui avec Ian Lowes, directeur général de Lowes et fondateur de Structured Products Review. Nous allons parler des produits structurés. Ian, nous pouvons peut-être commencer en parlant de ce que les produits structurés offrent aux conseillers et aux clients.

Ian Lowes : Aucun de nous ne sait ce qui va se passer sur les marchés à court terme. Nous savons tous ce que nous attendons d'eux sur le moyen et le long terme, mais nous ne savons pas dans quelle mesure, et quand.

Bon nombre d'entre nous se fient à des managers actifs pour essayer de tirer un rendement maximal tout en limitant les revers. Certains d'entre nous se fient juste à des trackers passifs et espèrent le meilleur en termes de performances du marché sur le long terme.

Ce que fait un produit structuré - et attention, les produits structurés se déclinent en tellement de variations que je vais juste parler du pilier actuel du marché, l'Autocall FTSE - c'est vous donner un rendement de 7,5 % par an et venant à échéance la première fois que le FTSE est plus élevé qu'au début. Je ne sais pas ce que vous en pensez, mais un rendement de 7,5 %, ce n'est pas mal du tout sur le marché actuel. Nous pouvons essayer et maintenir des rendements supérieurs, et nous avons assurément des portefeuilles qui tentent d'obtenir de meilleurs rendements que 7,5 %, mais pour ce qui est du portefeuille d'investissement, si un gestionnaire de placements vous obtient un rendement stable de 7 %, il fait du bon boulot.

Nous avons donc ici un investissement qui n'arrivera pas à échéance tant que nous n'avons pas passé le premier anniversaire d'un FTSE plus élevé qu'à l'origine. Cela peut prendre deux ans - nous aimons en général avoir deux ans entre le début et la première date d'échéance - et sinon ce sera pour le troisième anniversaire, avec un rendement de 21 %, ou 3 fois 7. Et sinon, au quatrième anniversaire, avec un rendement de 28 %, ou au cinquième anniversaire... Bref, vous avez compris. Disons que votre cinquième anniversaire donne un rendement de 35 %, et que par définition, l'indice FTSE 100 a dérapé, diminué et vient juste de reprendre. Me voilà donc maintenant avec un

rendement de 35 % au terme de cinq ans, parce que le FTSE est plus élevé que ce qu'il était au début.

L'inconvénient de ces contrats, c'est que le marché peut atteindre 80 %, mais vous n'aurez que 35 %. Toutefois, ce ne sera pas la seule chose dans votre portefeuille. Vous allez donc, espérons-le, profiter de cette augmentation substantielle potentielle à l'aide des autres investissements de votre portefeuille.

De même, si vous arrivez au terme et si le marché n'a pas été plus élevé, demandez-vous ce qu'il en est du reste de votre portefeuille, parce qu'il ne s'agit pas de quelque chose de particulier, mais bien de l'indice FTSE 100 ou d'un indice similaire qui a dérapé sur une période 7, 8, voire 10 ans.

En ce qui me concerne, je préfère avoir la durée la plus longue possible, afin d'avoir plus d'opportunités en termes d'échéance, avec 7 % de plus chaque année. Mais disons que nous arrivons à la fin du terme maximal de huit ans et que le FTSE n'a pas été plus élevé. Vous récupérez votre capital si le FTSE n'est pas plus élevé au huitième anniversaire, ou vous subirez une perte si le FTSE est moins élevé, de 35 % par exemple, qu'au début.

Voyons maintenant ce qui s'est passé sur les marchés et ce qu'a donné le reste du portefeuille d'investissement. Cela ne s'est pas très bien passé. Vous pourriez faire mieux que perdre 35 % si le marché a diminué de 35 %, mais disons que vous ne vous attendiez pas à ce que cela se produise au départ. Vous vous attendiez à ce que le marché grimpe. Donc si vous vous attendez à ce que le marché monte, et s'il est plus élevé à l'un des anniversaires, vous aurez 7,5 ou 7 % de rendement simple chaque année. Et c'est très bien.

Maintenant, vous ne mettriez pas tous vos œufs dans le même panier. Vous pouvez échelonner les contrats, parce que vous avez le risque de la contrepartie, et donc en plus d'échelonner vos dates de départ et donc vos dates d'échéance, vous pouvez également diversifier vos banques, et de panacher sur Goldman Sachs, Morgan Stanley, HSBC, Barclay... Donc si l'une de ces banques fait faillite, vous n'êtes pas massivement exposé - il faut une fois encore accepter que si l'une d'elles fait faillite, vous êtes exposé, que vous ayez un produit structuré ou non : si une banque comme Barclays s'écroule, cela aura obligatoirement un impact sur le reste de votre portefeuille. Si elles font toutes faillite, je vous conseille de tailler la route avec une arme. Mais c'est un risque dont vous devez avoir connaissance. Si l'on ajoute cela au reste de votre portefeuille, d'autant plus dans des conditions de marché bénignes, avec le marché qui augmente de quelques pour cents seulement, ces investissements affichent des performances phénoménales.

Maintenant, si vous pensez que le marché ne va pas monter, ou si vous voulez potentiellement réduire le risque d'un défaut de rendement positif, vous pouvez opter pour un contrat dégressif, où le marché peut être moins élevé au terme, avec 20 %, et vous pouvez toujours arriver à l'échéance avec un bénéfice. Ce bénéfice sera bien évidemment moins important que si le marché avait été plus haut. Ces rendements sont donc exceptionnels. Parce que le marché a effectivement dérapé sur une période de quatre ans ou a perdu quelques pour cents sur une période de quatre ans, mais ces investissements arrivent à terme avec un bénéfice de 28 ou 30 %. Je ne peux dire que ça. Ils ont prouvé qu'ils étaient excellents, et ils continuent à afficher des performances phénoménales par opposition aux circonstances extrêmes du marché.

Peter Wilson : Si je comprends bien, vous étiez autrefois un détracteur des produits structurés, et aujourd'hui, vous en êtes un ardent défenseur. Vous pouvez peut-être l'expliquer...

Ian Lowes : Permettez-moi de vous corriger : je n'ai jamais vraiment été un détracteur. Nous avons juste été très critiques envers certaines structures néfastes proposées sur le marché. Elles avaient l'air préjudiciables. Il ne fallait pas être un génie pour comprendre que ces structures n'étaient pas de bons investissements. Ce qui s'est passé, c'est que nous avons établi un avertissement de profil PR sur ces aspects négatifs du secteur en particulier, et que tout a explosé. Nous avons donc eu plein de journalistes qui nous appelaient pour nous dire que nous n'avions pas dit que ces produits structurés étaient le mal incarné. Et non, nous ne l'avions pas fait, nous avons juste dit que certains étaient mauvais. Et le fait que certains de ces produits étaient mauvais s'est avéré, mais les bons n'ont jamais été mis en avant. Nous avons donc eu l'impression qu'il était temps de passer de l'autre côté de la barrière et d'essayer d'équilibrer les choses : tous les produits structurés ne sont pas mauvais, pas plus que toutes les SICAV sont mauvaises parce qu'un manager s'est planté ou parce qu'une a posé problème. Nous voulions aussi défendre notre position. En effet, tout au long de cette période, nous avons recommandé de bons investissements. Je ne voulais pas lire dans un journal que tous les produits structurés étaient mauvais. Parce que c'est faux. Nous sommes donc devenus de vrais passionnés, parce qu'il y avait tellement de commentaires négatifs alors qu'en réalité il s'agit de très bons investissements, et que les gens passaient à côté parce qu'ils étaient induits en erreur par de fausses informations.

Peter Wilson. Ok, merci. Nous allons maintenant voir pourquoi certains conseillers font une association négative avec les produits structurés. Je pense spécifiquement à l'effondrement de Lehman Brothers en 2008.

Ian Lowes : Lehman Brothers étaient la contrepartie de moins d'un pour cent des produits structurés dans l'espace commercial du Royaume-Uni, mais lorsqu'ils se sont écroulés, cela a pris une ampleur énorme... Et certaines personnes ne savaient même pas qu'elles avaient un contrat soutenu par Lehman. C'est sans doute excusable dans une certaine mesure, car une question de réglementation portait sur le fait de nommer la banque ou non. Si vous nommiez la banque, vous étiez confronté à un ensemble de dispositions faisant que le nom de la banque n'était pas très présent dans la littérature, bien qu'il était disponible si vous en faisiez la demande. Et bien sûr, de nombreuses personnes ont souscrit des contrats soutenus par Lehman Brothers sans savoir que leur contrat était soutenu par Lehman Brothers. Dans la plupart des cas, la littérature était claire, stipulant qu'il y avait un risque de contrepartie, et que si la banque contrepartie faisait faillite, la perte encourue serait significative. Toutefois, dans de nombreux cas, la littérature n'était pas claire, et les conseillers n'avaient pas clarifié les choses. En fin de compte, les gens qui avaient perdu de l'argent avec ces contrats l'ont récupéré par le biais du FSCS, parce que le prestataire ou le conseiller n'avait pas exposé clairement le risque, ou par le conseiller. Ou, si vous êtes passé par la procédure de récupération dans le cadre de l'insolvabilité de Meteor, cela aura plusieurs années, mais la plupart des gens ont récupéré entre 70 et 97 % de leur capital.

Mais... Il aura fallu dix ans pour qu'ils récupèrent leur argent. Le problème, c'était qu'en 2008-2009, ce fut un choc pour les gens qui n'avaient pas compris que le risque de contrepartie était le problème des produits structurés. Et il y avait beaucoup de questions quant au fait d'être préparé à prendre le risque ou non.

Selon moi, si vous avez un portefeuille d'investissement diversifié avec un portefeuille de produits structurés, auprès de plusieurs banques telles que HSBC, Goldman Sachs, Morgan Stanley et Barclays, et bien vous avez diversifié ce risque. Si tous vos œufs étaient dans un seul panier et que ce panier était soutenu par Lehman Brothers, posez-vous quelques questions : le bon sens ou les bons conseils ont-ils prévalu ? Je dirais que non.

Ce choc qui a secoué le secteur - il suffit de voir la couverture médiatique en 2009 - a donné l'impression que chaque produit structuré jamais sorti était soutenu par Lehman Brothers. Ce qui était loin d'être le cas, et la grande majorité - en fait le reste des produits structurés - a continué à faire ce qui était annoncé. Tous les contrats soutenus par Barclay et Morgan Stanley affichaient des performances exceptionnelles. Mais personne n'en avait connaissance, cela était étouffé par tous les commentaires négatifs sur les structures en raison du crash de Lehman Brothers. C'est à ce moment que nous avons décidé qu'il était temps de monter au créneau pour le secteur. Nous avons passé quelques années, au cours de la troisième partie de cette décennie, à rejeter les produits structurés ou bon nombre de produits structurés en raison du précipice des émissions obligataires, en prévenant les gens, mais nous avons l'impression que le vent avait définitivement tourné, et que plusieurs investissements exceptionnels nous attendaient, mais les gens et les conseillers n'en voulaient pas, par manque de discernement. C'est à ce moment-là que nous avons fondé Structured Product Review, afin d'essayer de fournir une plus grande transparence sur le secteur et de participer à la formation des conseillers quant à ce que le secteur a à offrir.

Peter Wilson : C'est très intéressant, Ian. Mon but n'est pas de vous mettre la pression avec cet interview, mais je voudrais vous poser une question qui m'a été adressée récemment sur les produits structurés... Si les produits structurés sont tellement géniaux, pourquoi Investec a-t-il quitté le marché ?

Ian Lowes : Je ne m'attendais pas à cela. Investec participait au marché des produits structurés pour lever des capitaux pour la banque. La banque lève des capitaux par divers moyens, et en fin de compte, pour Investec Bank, les produits structurés étaient l'un de ces moyens. Ils avaient la possibilité de le faire parce qu'ils employaient une équipe dérivée d'une autre banque en 2007, je pense, et c'était une excellente opportunité pour eux. Malheureusement, les gens qui étaient à l'origine de l'évolution originelle de cette composante d'Investec ont subitement quitté la banque. La banque était donc gérée par les gens qui restaient, les gens ont été mobilisés.... Je ne peux que spéculer. Je pense qu'en fin de compte, c'est devenu une composante qui, si vous ne la comprenez pas parfaitement, devient douloureuse... La banque avait-elle vraiment besoin de continuer ? Ils se sont juste concentrés sur autre chose. C'était pour moi honteux de les voir quitter le marché. C'était une perte pour les investisseurs particuliers, mais aussi pour les conseillers. Ils étaient juste l'une des nombreuses banques et l'un des nombreux participants dans ce secteur, et cela a été très rapide. Le trou qu'ils ont laissé a été très rapidement comblé, assurément par un autre prestataire utilisant Barclays, absent du marché depuis de nombreuses années. Loin de moi l'idée d'offenser Investec, mais si je devais choisir entre un crédit Investec et un crédit Barclays, j'opterais sans hésiter pour Barclays. Mais j'opterais aussi pour un portefeuille panaché sur plusieurs banques. Leur départ est regrettable, certes, car ils avaient une terrible machine, avec une base de clients très vaste. Quant aux raisons véritables et profondes, que je ne connaîtrai jamais... C'est une question qu'il faut poser à la banque.

Peter Wilson : Merci beaucoup Ian d'avoir pris le temps de discuter avec moi aujourd'hui. Vous trouverez au bas de ce podcast sur le site de l'IFA Magazine un lien vers le Structured Product Review. Je recommanderais à n'importe quel conseiller intéressé par les produits structurés de le consulter. Ian, merci encore pour cet agréable moment.

Clause de non-responsabilité importante : IFA Magazine a soigneusement contrôlé la précision de toutes les informations, mais ne peut être tenu pour responsable d'imprécisions éventuelles. Si cela est approprié, des recherches indépendantes, voire des conseils juridiques indépendants sont recommandés avant toute action dans le cadre des informations proposées par ce podcast. La valeur

des investissements peut augmenter comme diminuer. Il est possible que vous ne récupériez pas la somme investie.

Le podcast Financial Insight est exclusivement réservé aux professionnels de l'investissement.