

Face à une conjoncture de marché plus difficile, les investisseurs de microfinance réajustent leur stratégie

En 2010, les véhicules d'investissement en microfinance (VIM) sont confrontés à la conjoncture d'investissement la plus hostile observée depuis les années 1990. Au cours des deux dernières années, les investisseurs de microfinance ont été confrontés à plusieurs cas de défaut de paiement et à un ralentissement considérable de la demande de capital de la part des institutions de microfinance (IMF), ce qui représente un virage brutal depuis la croissance exubérante du marché lors des années précédentes. Les VIM continuent toutefois à croître et à générer des bénéfices.

En 2009, la création de 11 nouveaux fonds a fait progresser de 25 % le total des actifs administrés par les VIM. Les fonds à revenu fixe restent rentables mais, à 3,9 %, leur rendement accuse un recul depuis 2008. Les investisseurs restent très fidèles au secteur. Les investisseurs institutionnels non publics constituent la principale source de financement des VIM (dont ils fournissent 46 % des capitaux). Ils sont suivis des investisseurs de détail et des particuliers à gros patrimoine (33 %) et des investisseurs publics (21 %).

La présente Note du CGAP décrit les tendances majeures du secteur des VIM d'après l'enquête effectuée (avec l'aide de Symbiotics) cette année par le CGAP auprès des VIM. Elle confirme aussi la volonté accrue des VIM d'adopter des pratiques déontologiques concernant l'environnement, la gouvernance et la performance sociale (pratiques EGS). La dernière section présente les défis et perspectives de ces véhicules d'investissement.

Une forte progression des apports de fonds en devise locale

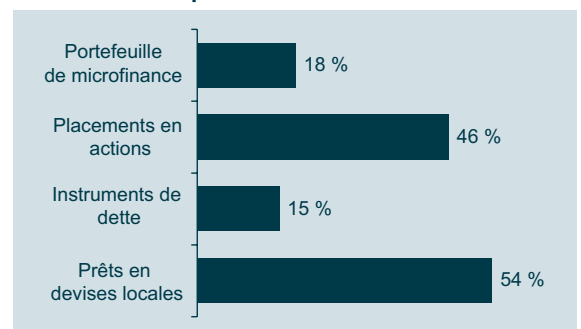
Les VIM gèrent plus de 50 % des investissements étrangers au sein de la microfinance, soit un montant estimé à 12 milliards. En décembre 2009, 91 VIM administraient un montant d'actifs de 6,2 milliards d'USD. Pour la troisième année consécutive en 2009, la croissance des VIM a marqué un ralentissement : elle n'était plus que de 25 %, contre 34 % en 2008 et 86 % en 2007. Cette décélération rapide reproduisait le ralentissement de la croissance des IMF révélé depuis deux ans par les données du MIX. Selon l'indice SYM 50¹,

la croissance des IMF a chuté de 51 % en 2007 à 28 % à la fin de 2009.

Les VIM sont investis principalement en titres à revenu fixe (84 % de leur portefeuille). On note toutefois que les placements en actions progressent beaucoup plus rapidement : 46 % en 2009, alors que les instruments de dette ne progressaient que de 15 %. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour le secteur dans la mesure où ces investissements sont nécessaires pour consolider les fonds propres des IMF en difficulté, aussi bien que pour soutenir les IMF sur les marchés à forte croissance tels que celui de l'Inde.

Les instruments de dette en devises locales par les VIM ont également augmenté de 54 % et représentent désormais 31 % de tous les investissements directs en produits de dette. La progression rapide des financements libellés

Figure n° 1 : Taux de croissance en glissement annuel pour 2009 : une forte progression des investissements en devises locales et des placements en actions



¹ Sym50 est une base de référence publiant une compilation des indicateurs clés de 50 IMF. Sym50 donne une assez bonne représentation des types d'IMF qui bénéficient normalement d'investissements provenant de sources commerciales. Pour un complément d'informations, voir www.syminvest.com.

en devises locales est une évolution favorable pour le secteur de la microfinance car elle contribue à réduire le risque de change pour les IMF. L'augmentation de plus en plus marquée des apports de capitaux étrangers libellés en devises locales reflète la préférence des IMF pour les prêts en monnaie locale, tout comme l'offre de nouveaux services de couverture par les banques internationales et des prestataires spécialisés tels que TCX ou MFX². À 35 mois, la durée moyenne des prêts provenant de l'étranger reste stable en dépit du risque accru qui les caractérise. Dans plusieurs pays, les VIM offrent aux IMF des prêts à plus long terme que les prêts disponibles sur le marché local.

Les VIM restent concentrés dans deux régions : L'Europe de l'Est (43 %) et l'Amérique latine (36 %). Alors que la part des investissements en Asie continue d'augmenter et constitue maintenant 15 % de tous les investissements directs des VIM, l'Afrique reste très en arrière et ne parvient à attirer que 6 % du total des investissements directs des VIM. Les investissements des VIM sont également concentrés au sein de quelques grosses IMF. En moyenne, 25 % de chaque portefeuille de VIM est réparti entre cinq IMF seulement, ce qui expose chaque VIM à un fort risque de contrepartie (ou risque de crédit).

Le recul des rendements et l'explosion de la trésorerie

En raison des conditions très défavorables du marché les rendements des placements à revenu fixe des VIM avaient chuté à 3,9 % (en dollars) fin 2009, soit un net recul, d'environ deux points de pourcentage, par rapport à la fin 2008. Pour la première fois, les VIM ont enregistré d'importantes dotations aux provisions pour créances douteuses (à la hauteur de 2 % du portefeuille de titres de dettes directs) pour garantir le risque de non-remboursement des IMF en difficulté, telles que BANEX au Nicaragua. La trésorerie a atteint le niveau record de 17 % des actifs détenus en raison de la rareté des possibilités de placement. En outre, le revenu des VIM est en régression : l'intensification de la concurrence fait pression à la baisse sur les taux d'intérêt, et le rendement net moyen du portefeuille des VIM s'est effondré au niveau le plus bas jamais enregistré (7,9 %). Les rendements des VIM restent néanmoins supérieurs de 250 points de base au LIBOR en USD, ce qui représente une performance relativement encourageante pour les fonds à revenu fixe sur les marchés émergents en 2009.

La forte demande des investisseurs a dynamisé la croissance des fonds d'actions privés qui ont progressé

de 75 % en 2009 tandis que les actifs sous gestion atteignaient 391 millions d'USD. Il reste toutefois difficile d'estimer la performance des fonds d'actions privés et de fournir des données raisonnables sur leur taux interne de rendement en raison de leur création trop récente (durée moyenne d'activité : 3,1 ans).

Les VIM affichent un intérêt plus marqué pour les pratiques responsables concernant l'environnement, les performances sociales et la gouvernance (pratiques ESG)

En dépit de leurs différences de motivations et d'attentes, la majorité des VIM se décrivent comme des investisseurs à dimension éthique, séduits par le fait que la microfinance peut produire des rendements financiers aussi bien que sociaux. Les conclusions de l'enquête effectuée par le CGAP auprès des VIM indiquent que les VIM privilégient de plus en plus les objectifs ESG (environnement, social, gouvernance) et renforcent leur communication sur leurs efforts dans ces domaines. Par exemple, 40 % des VIM ont incorporé une liste de facteurs environnementaux d'exclusion³ dans leur processus de prêt et 81 % ont ratifié les principes concernant la protection du client (PPC)⁴, alors qu'ils n'étaient que 61 % un an auparavant. L'enquête a montré que la proportion des VIM communiquant à leurs investisseurs un rapport sur les questions d'ESG avait progressé de 58 % à 69 % en un an.

Les données communiquées par les VIM au sujet des IMF qu'ils financent révèlent que la plupart des emprunteurs sont des femmes (64 %) et qu'une majorité d'entre eux vivent en zone urbaine (54 %). Les bénéficiaires des capitaux des VIM sont de plus en plus enclins à offrir d'autres produits, tels que les produits d'assurance et des services non financiers, mais le microcrédit représente encore 71 % de leur portefeuille de prêts.

Le financement des nouveaux groupes de pairs des VIM : la classification pour les investisseurs

On peut classer les VIM en quatre groupes de pairs⁵ en fonction de leurs sources de financement et de leur structure juridique. Les fonds de placement privés sont réservés aux investisseurs qualifiés (privés ou publics). Il s'agit du groupe de pairs le plus important : 44 fonds administrent 45 % du montant total des actifs des VIM.

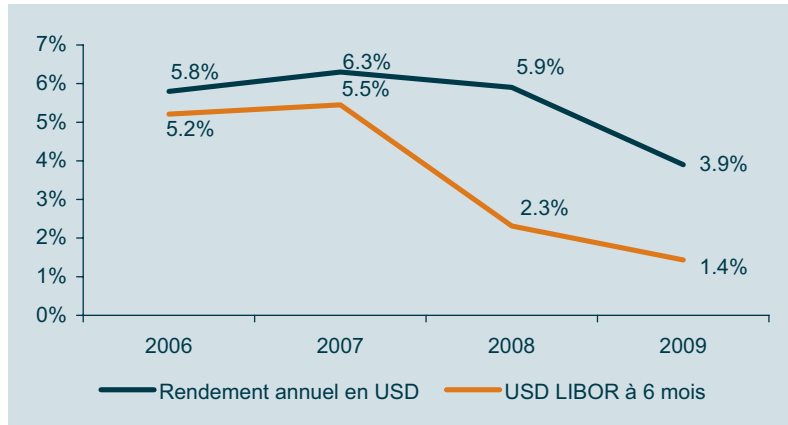
2 Pour un complément d'informations, voir les sites www.tcxfund.com, www.mfxsolutions.com, et Apgar et Reille (2010).

3 Une liste de critères environnementaux d'exclusion désigne un ensemble de standards/pratiques environnementaux minimum ou une liste d'activités que ne peut financer un prestataire de services financiers de microfinance en raison des risques pour l'environnement.

4 Pour plus d'informations, voir <http://www.cgap.org/p/site/c/template.rc/1.26.4943/>

5 Pour trouver plus de détails sur les groupes de pairs, voir http://www.cgap.org/gm/document-1.9.47372/CGAP_2010_Benchmarks_Tables.pdf

Figure n° 2 : les rendements annuels des instruments à revenu fixe des VIM



Les fonds de placement privés sont le plus souvent financés par des investisseurs publics. Ils sont pour la plupart situés en Europe et en Asie centrale, en Amérique latine et aux Caraïbes. En 2009, ce sont les fonds de placement privés à revenu fixe qui offraient aux investisseurs le rendement le plus élevé (5,3 %).

Les fonds de placement publics sont les seuls fonds réglementés qui soient ouverts aux investisseurs de détail. Ces 10 fonds de placement publics sont tous domiciliés au Luxembourg et aux Pays-Bas, pays disposant d'une législation plus favorable. Ces fonds affichent le taux de croissance le plus élevé (36 %), ce qui reflète la forte demande des investisseurs de détail pour les options d'investissement en microfinance. Leur portefeuille est bien diversifié en termes de pays, d'IMF récipiendaires et de devises. Ce sont également ces fonds qui publient les rapports les plus complets concernant les critères ESG.

Les fonds des coopératives/organisations non gouvernementales sont financés par les investisseurs de détail (68 %) et les investisseurs institutionnels privés

(30 %). Ces fonds se distinguent par leur orientation extrêmement sociale. Par comparaison avec d'autres VIM, ils possèdent la part d'investissement la plus importante sur les marchés plus pionniers de la microfinance tels que l'Afrique et le Moyen-Orient. Ils investissent auprès des IMF moins importantes et émergentes, et la taille moyenne de leurs investissements équivaut à la moitié de la moyenne des VIM. Près de la moitié (47 %) de leurs investissements sont effectués en devises locales. Leur structure de coût est cependant en général plus lourde, ce qui se traduit par un rendement inférieur pour les investisseurs.

Les obligations adossées à des emprunts (CDO) sont financées principalement par des investissements institutionnels privés et se caractérisent par une taille moyenne d'investissement élevée, des emprunts à long terme par les IMF (à plus de 40 mois) et une concentration auprès des grosses IMF. Étant donné l'asthénie de l'ensemble du marché des CDO, il s'agit du seul groupe de pairs ayant subi une diminution de ses actifs en 2009, un seul CDO de microfinance ayant été créé durant l'année.

Figure n° 3 : les principaux indicateurs associés aux critères ESG

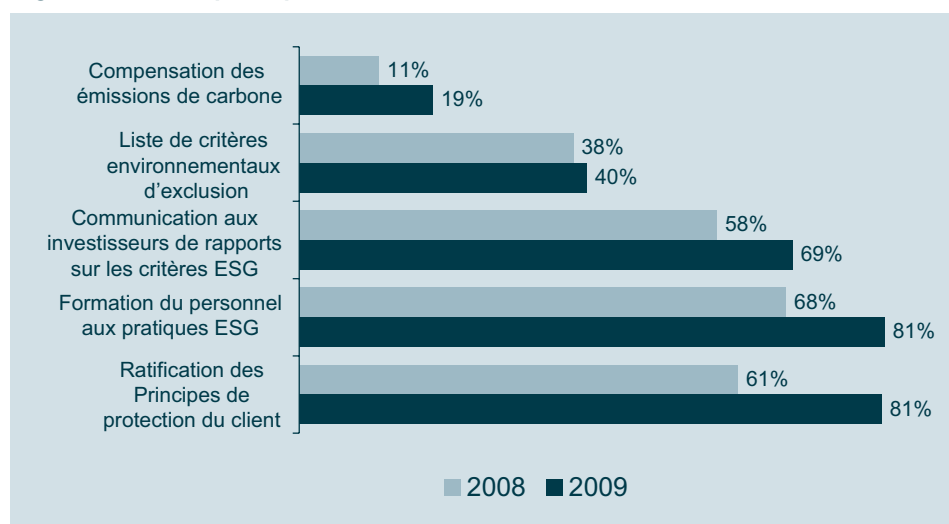
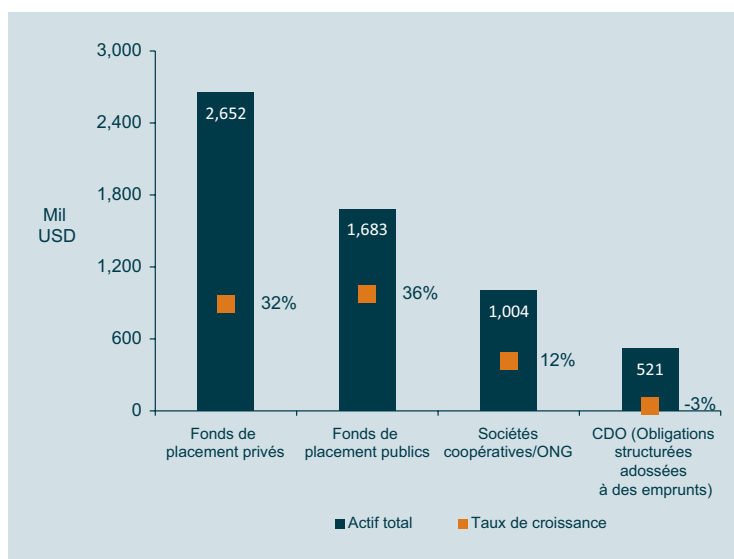


Figure n° 4 : Les groupes de pairs des VIM



Perspectives pour 2010–2011 : Les VIM adaptent leur stratégie au durcissement des conditions du marché

Les gestionnaires d'actifs des VIM tablent sur un taux de croissance d'environ 15 % en 2010, soit le taux de croissance le plus faible enregistré depuis la première enquête du CGAP sur les VIM il y a cinq ans. Forts de leurs réserves de liquidités importantes, certains gestionnaires d'actifs réduisent leurs appels de fonds. Exemple : en début d'année, responsAbility a temporairement suspendu l'accès à son *Global Microfinance Fund* afin de réduire la part de ses liquidités de 30 % à 10 %. Dans un contexte de fragilité pour le secteur de la microfinance, les gestionnaires d'actifs concentrent leurs efforts sur la gestion du risque et la diversification de leurs investissements : révision de leur politique d'investissement et des processus de surveillance, renégociation des conventions de prêt avec les IMF en difficulté et, dans certains cas, programmes de restructuration de la dette. Les gestionnaires de fonds prospectent aussi activement les possibilités d'investissement sur les grands marchés de microfinance les plus récents, notamment au Brésil, en Chine et au Nigeria. D'autres étudient la possibilité d'offrir des produits à plus forte valeur ajoutée et le financement des PME et des activités sociales situées au « bas de la pyramide ».

Dans la conjoncture actuelle, il est probable que les rendements des placements à revenu fixe continueront de chuter et s'établiront en 2010 dans une fourchette comprise entre 3 % et 3,5 %. Ces investissements restent néanmoins nettement supérieurs aux indices de référence tels que le LIBOR ou l'EMBI. Il ne sera possible de retrouver les niveaux historiques de 4 à 5 % que si les taux d'intérêt repartent à la hausse et si les dotations aux provisions pour créances douteuses retombent à leur moyenne historique. Il est possible que l'intensification de la concurrence pousse les sociétés de gestion d'actifs à réduire leurs commissions de gestion. Les gestionnaires d'actifs de microfinance vont sans doute chercher à former des alliances pour se procurer des avantages concurrentiels et améliorer leur efficacité. Ils continueront sans doute également d'améliorer leurs pratiques en termes d'ESG de façon à se démarquer des autres fonds d'investissement et mieux démontrer aux investisseurs leur engagement envers les rendements sociaux.

Référence

David Apgar et Xavier Reille, *Couverture du risque de change en microfinance : mécanismes existants et perspectives*, Étude spéciale n° 17, Washington, D.C. : CGAP, avril 2010.

AUTEURS :

Jasmina Glisovic et Xavier Reille, avec l'assistance de Yannis Berthouzo pour les recherches