

Malgré la crise, les Fonds de microfinance continuent de croître

Les fonds de microfinance ont été jusqu'à présent relativement épargnés par la crise financière qui a ravagé la plupart des catégories d'actifs dans le monde entier. Alors que les fonds des marchés émergents ont perdu 20 % de leur valeur (Anderson, 2009), les actifs des 10 premiers fonds d'investissement en microfinance ont progressé de 32 % en 2008. La microfinance est l'une des rares catégories d'actifs à afficher un rendement positif en 2008. Le taux de rendement net moyen des fonds d'investissement en microfinance à revenu fixe libellés en euros a atteint 5,5 % en 2008. Il s'agit de la meilleure performance enregistrée depuis la création de l'indice Symbiotics Microfinance Index EUR (SMX EUR)¹, et elle s'inscrit en contraste marqué avec la baisse de 12 % subie par les indices composés d'obligations d'entreprises des marchés émergents (Emerging Markets Bond Index Plus [EMBI+])².

Selon des recherches récentes du CGAP, en décembre 2008, on comptait 104 fonds d'investissement en microfinance actifs, administrant un montant total d'actifs estimé à 6,5 milliards d'USD. Ces véhicules d'investissement regroupent un large éventail d'établissements et d'instruments, dont des véhicules de finance structurée, des fonds de capitaux privés, des holdings de banques de microfinance et des fonds à revenu fixe. Le secteur n'en reste pas moins très concentré : les 10 fonds les plus importants (qui sont tous européens, à l'exception d'Omidyar Tufts Fund) détiennent environ 60 % de la somme des actifs. Voir le tableau 1.

Onze nouveaux fonds ont été créés en 2008, sept d'entre eux depuis la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. La plupart de ces fonds sont investis en instruments à revenu fixe (près de 80 %) mais on note à l'heure actuelle un intérêt des investisseurs pour les fonds d'actions en microfinance³. Triodos Bank et Development World Markets (DWM)⁴ ont annoncé la création de deux nouveaux fonds d'actions en mars 2009, et plusieurs autres sont en cours de conception. Le Microfinance Equity Fund I de DWM a été fermé avec un montant d'engagements de 82 millions d'USD provenant de quatre gros investisseurs institutionnels.

La croissance est entretenue par les investisseurs recherchant un double objectif de résultat

Les fonds de microfinance ont attiré un groupe important d'investisseurs souscrivant à des objectifs sociaux, aussi bien publics, qu'institutionnels et de détail. Les investisseurs intéressés par l'aide au développement, tels que la SFI (le bras secteur privé du Groupe de la Banque mondiale), sont très actifs sur le marché de la microfinance et sont en train d'augmenter leurs portefeuilles de microfinance en réaction au resserrement mondial du crédit. Les grosses caisses de retraite, telles qu'APB et TIAA-CREF, ont maintenu la part de leurs investissements consacrée à la microfinance dans le cadre de leur stratégie d'investissement à dimension sociale, bien qu'elles n'aient annoncé que quelques nouveaux investissements depuis six mois. Enfin, les petits investisseurs ont continué d'alimenter la croissance des fonds de microfinance en 2008. Dans un contexte de crise, ils renouvellent leur soutien aux micro-entrepreneurs des marchés émergents, et les demandes de rachats restent peu importantes. Le fonds ResponsAbility Global Microfinance Fund, un fonds orienté vers les petits investissements a progressé de 96 % en 2008 et de 17 % depuis septembre 2008.

1 L'indice SMX EUR, créé en 2004, suit la performance de six fonds de microfinance. On trouvera des informations plus détaillées sur le site http://www.symbiotics.ch/en/smx/smx_eur.asp.

2 L'indice EMBI+, qui rend compte des rendements des titres négociables de dette extérieure des marchés émergents, a régressé de 12 % en 2008.

3 On trouvera plus d'informations dans les travaux d'O'Donohoe, et collab. (2009).

4 DWM est l'un des principaux gestionnaires d'actifs de microfinance.

Tableau 1 Les 10 principaux véhicules d'investissement en microfinance (VIM), en décembre 2008

Classement	VIM	Actifs sous gestion (USD 2008)	Actifs sous gestion (USD 2007)	Description
1	ProCredit Holding AG	1 019	800	Holding domiciliée en Allemagne, actionnaire majoritaire de 22 banques de microfinance
2	European Fund for Southeast Europe	745	587	Société d'investissement (SIF) domiciliée au Luxembourg
3	Oikocredit	632	569	Coopérative financière domiciliée aux Pays-Bas
4	Dexia Microcredit Fund	429	298	Fonds commun de placement réglementé domicilié au Luxembourg
5	ResponsAbility Global Microfinance Fund	378	193	Fonds commun de placement réglementé domicilié au Luxembourg
6	SNS Institutional Microfinance Fund	243	117	Fonds non réglementé domicilié aux Pays-Bas
7	ResponsAbility SICAV (Lux) Microfinance Leaders Fund	201	160	Fonds commun de placement réglementé domicilié au Luxembourg
8	ASN-Novib Fund	122	120	Fonds réglementé domicilié aux Pays-Bas
9	Dual Return Fund, Vision Microfinance Subfund	116	55	Fonds commun de placement réglementé domicilié au Luxembourg
10	Omidyar/Tufts Fund	114	116	Fonds de dotation d'université domicilié aux États-Unis
	Total	3 998	3 015	

Source : Conversations téléphoniques, correspondances électroniques, rapports, recherches effectuées par le CGAP et par Symbiotics Research.
Remarques : taux de change en décembre 2008 EUR/USD : 1,40974 ; décembre 2007 EUR/USD : 1,47285.
Un VIM est une entité d'investissement indépendante, ayant investi au moins 50 % de ses actifs en microfinance.

Les fonds de microfinance ont affiché des rendements réguliers en 2008

La figure 1 présente la performance historique de fonds libellés en euros⁵. Le rendement net a atteint un pic en 2008, les fonds à revenu fixe affichant en moyenne un rendement net de 5,5 %. Trois facteurs principaux ont contribué à la bonne performance des fonds à revenu fixe en 2008 :

1. L'augmentation du différentiel de taux⁶. Les fonds de microfinance ont considérablement augmenté leur prime de risque (200–400 points de base) depuis l'été 2008. Selon Symbiotics, un conseiller

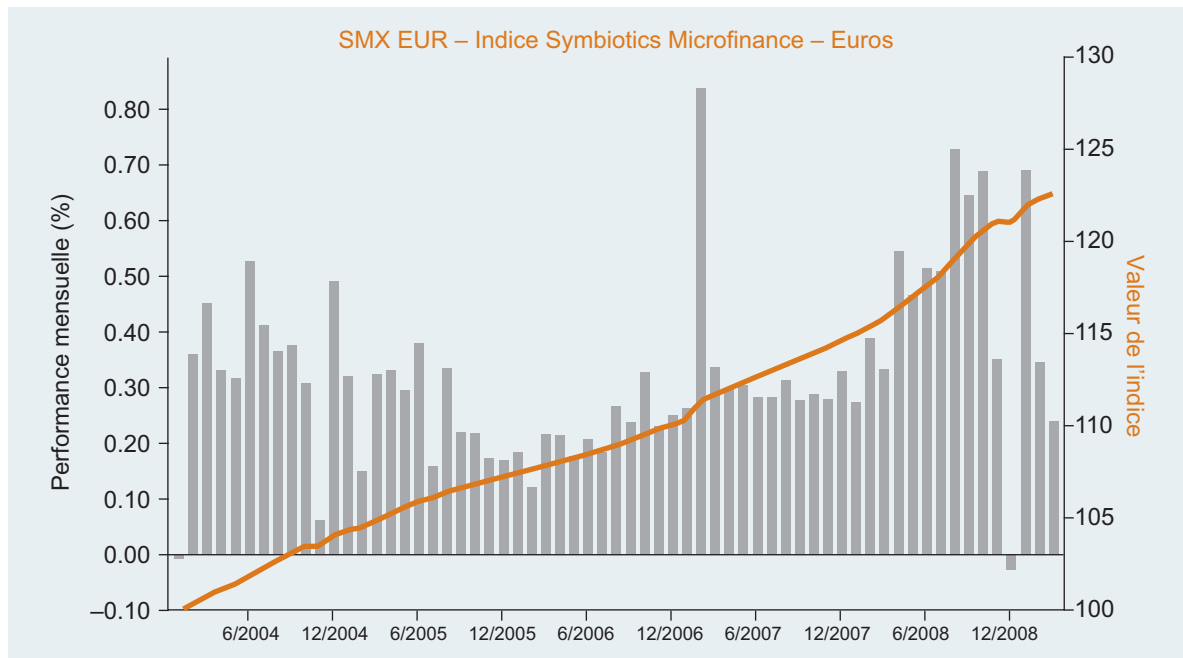
en placement pour la microfinance, le différentiel de taux moyen pour le portefeuille dont il est responsable est proche de 700 points de base.

2. Les fonds à revenu fixe sont investis principalement en devises fortes et ne sont pas touchés par les turbulences des devises des marchés émergents (bien que cela revienne à transmettre le risque de change à l'institution bénéficiaire du placement).
3. Les portefeuilles de prêts de microfinance ont bien résisté à la crise jusqu'ici et on ne note pas d'augmentation notable des prêts improductifs avant décembre 2008. C'est le manque de liquidité, plus que le risque de crédit, qui constituait le principal sujet de préoccupation en 2008.

⁵ L'indice comprend à l'heure actuelle les fonds suivants : Dual Return Fund Vision Microfinance EUR Cap, ResponsAbility Global Microfinance Fund HC Cap, Dexia Micro-Credit Fd Sicav BlueOrchard Debt EUR Cap, ST Honoré Microfinance A EUR Cap, BBVA Codespa Microfinanzaz, Fil (inclus en janvier 2008) et Wallberg Global Microfinance Fund (inclus en mars 2009). La volatilité de l'indice est calculée comme étant l'écart-type mensuel annualisé du taux de rendement de l'indice, à partir des données enregistrées depuis la création de l'indice. L'indice SMX Euro est disponible en ligne à l'adresse suivante : http://www.symbiotics.ch/en/smx_eur.

⁶ Différentiel de taux = différentiel de taux appliqué par le gestionnaire d'actifs pour couvrir le risque.

**Figure n° 1 Performance historique des fonds libellés en euros :
L'indice Symbiotics Microfinance - EUR**



Note : Reproduction autorisée par Symbiotics.

Les prévisions pour 2009 : Une période difficile

Nous prévoyons une croissance continue mais moins rapide des actifs des fonds de microfinance en 2009. Nous ne prédisons pas de rachats majeurs de la part des investisseurs institutionnels en raison de leur horizon à long terme et de leur perspective d'objectif de double résultat. Les investisseurs publics intéressés par l'aide au développement gagneront en importance et continueront d'accroître leurs portefeuilles de microfinance : la KfW et la SFI ont annoncé une ligne de trésorerie d'urgence d'un montant de 500 millions d'USD (Emergency Liquidity Facility) destinée à la microfinance pour décembre 2008, ainsi que 250 millions d'USD qui seront disponibles en 2009. Nous attendons également un soutien continu des investisseurs à objectif social. Nous prévoyons par conséquent que la croissance des actifs sous gestion des fonds de microfinance sera comprise entre 10 % et 35 % en 2009.

Le plein effet de la crise mondiale et son triple choc — contraction économique, dévaluation des

monnaies et rareté du crédit — se répercuteront plus complètement sur les marchés émergents au deuxième semestre de 2009. Les ratios de portefeuille à risque des institutions de microfinance (IMF) ont déjà augmenté durant les trois premiers mois de 2009⁷ ; certains fonds de microfinance sont en train de constituer des provisions pour créances douteuses afin de prendre en compte la montée du risque de crédit attaché aux IMF. Les gestionnaires d'actifs ont augmenté leur niveau de trésorerie, afin d'améliorer leur liquidité et de pouvoir faire face aux rachats⁸. Le coût de couverture des risques liés aux transactions de change est lui aussi en hausse en raison de la plus grande volatilité des devises. Nous prévoyons par conséquent une chute des rendements absolus des fonds à revenu fixe. Nous estimons que le rendement moyen net des fonds à revenu fixe libellés en euros sera inférieur à 3,5 %.

L'année 2009 sera probablement difficile pour la microfinance, et la crise permettra de tester la véracité de l'hypothèse selon laquelle la microfinance peut résister aux chocs économiques et peut maintenir la qualité des actifs associés durant les

⁷ Bien que le portefeuille à risque reste inférieur à 5 % pour la plupart des principales IMF.

⁸ Le niveau moyen de liquidités détenues par un fonds de microfinance (pour les fonds domiciliés au Luxembourg) atteint 16 % des actifs sous gestion, un niveau élevé quel que soit le standard considéré.

périodes de crise. Nous pensons néanmoins que les fondamentaux du secteur restent solides.

Références

Jonathan Anderson, « *Chart of the Day: How Much Money Has Left? Emerging Economic Comment*, » Service de recherche d'UBS Investment, mars 2009.

O'Donohoe et collab., « *Shedding Light on Microfinance Equity Valuations: Past and Present*, » Étude spéciale n° 14, Washington, D.C. : CGAP et J.P. Morgan, janvier 2009.

Toutes les publications du CGAP sont disponibles sur son site Internet à l'adresse www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC
20433 États-Unis

Tél. : 202-473-9594
Fax : 202-522-3744

Adresse électronique :
cgap@worldbank.org

© CGAP, 2009

AUTEURS :

Xavier Reille et Jasmina Glisovic-Mezieres (CGAP), et contribution de Yannis Berthouzo (Symbiotics) pour la recherche.