

Obligations – Styles de gestion

Les risques ne sont pas toujours où l'on croit

Ces dernières années, l'investissement passif a porté ses fruits dans le domaine obligataire. Au vu de la situation actuelle, le moment est toutefois venu de remettre cette approche en question.

EN BREF

L'évolution des indices de référence conjuguée à la baisse significative des rendements obligataires a rendu la gestion passive de plus en plus risquée.

Dans l'inconscient collectif, la gestion passive est souvent perçue comme moins risquée que la gestion active. Cet apriori devrait immédiatement soulever une question essentielle: qu'entend-on par risque? Parle-t-on de risque absolu ou de risque relatif?

La différence est cruciale, à fortiori pour le marché obligataire suisse qui depuis plusieurs années subit une augmentation de son risque implicite.

Adopter une gestion passive implique un objectif de performance relative. Le but de cette stratégie est de coller au maximum à la performance de l'indice de référence. Que l'indice s'inscrive en hausse ou en baisse, le contrat implique de livrer la performance la plus proche possible de celle de l'indice.

Le risque est donc une mesure relative: plus la performance s'éloigne de celle de l'indice, moins bonne sera la gestion, que cet écart soit négatif ou positif. Lorsque l'on confie un mandat passif à un gérant, l'on s'attend à ce qu'il réalise la même performance que son indice de référence. En d'autres mots avec une mesure de risque relative, si l'indice perd 5% et que le gérant en fait autant, il aura rempli son mandat.

A contrario une gestion active exige que le mandat fasse mieux que son indice de référence. Le risque devient alors une notion absolue et la performance de l'indice de référence devient un niveau à battre et non plus à égaler.

Gestion active ou passive: comment choisir?

Choisir entre une gestion active et une gestion passive doit être le fruit d'une réflexion qui doit impliquer au moins deux axes. Le premier est la confiance

dans sa capacité à gérer le timing, c'est-à-dire savoir à quel moment prendre des risques et à quel moment les réduire. Le second est lié à l'analyse et au choix de l'indice de référence qui sont indispensables pour éviter les mauvaises surprises et permettent de prendre des risques en conscience.

Depuis plusieurs années, la baisse des rendements obligataires en Suisse a plaidé en faveur de la gestion passive. Plus la durée, ou exposition au risque de taux, a été importante, meilleure en a été la performance. Un gérant avec un mandat passif calque sa durée à celle de son indice, quelle qu'elle soit. Et peu d'autres que les gérants passifs se seraient hasardés à acheter des obligations de longues maturités avec des rendements proches de 0%, voire négatifs.

Reste qu'en raison de l'évolution des taux et des indices obligataires, le risque absolu pris par les gérants passifs est de plus en plus asymétrique.

Un risque croissant et asymétrique

Les caractéristiques de l'indice Swiss Bond Index AAA-BBB (SBI) (voir tableau, page 78) au 31 mars 2016 illustrent brutalement le propos: 0.08% de rendement pour une durée de 7.30 années! Cela implique, en théorie, que si le détenteur d'un tel investissement le conserve jusqu'à maturité, il aura réalisé 0.08% de performance annuelle – sans doute pas assez pour couvrir ses frais.

La volatilité et la décote d'un tel investissement donnent des sueurs froides à ceux qui osent les imaginer vu les niveaux de rendements actuels. En mars 2016 pendant que le rendement de dix ans Confédération passait de -0.44% à -0.34% (à peine 10 points de base de



Catherine Reichlin
Responsable de la
recherche financière
Mirabaud & Cie SA

correction), l'indice perdait -0.69% (soit plus de huit années de rendement!). Dans la famille des indices SBI, le AAA-BBB domestique qui comprend une plus grande part de Confédération et une durée plus longue perdait -0.82% alors que le SBI A-BBB avec sa durée de cinq ans limitait les dégâts avec une performance de -0.39%. L'importance du choix de l'indice prend ici toute son ampleur.

Les risques cachés

L'évolution des indices de référence conjuguée à la baisse significative des rendements obligataires a rendu la gestion passive de plus en plus «risquée». Avec des taux d'intérêt de plus en plus bas et des émetteurs qui allongent la maturité de leurs nouveaux emprunts, la durée des indices s'allonge depuis 2010. Par exemple, l'indice SBI AAA-BBB a été lancé en 2007 avec une durée de 5.45 années, elle est tombée jusqu'à 5.22 en 2010. En revanche elle n'a fait qu'augmenter pour atteindre à fin mars 2016 7.22 années!

Un paradoxe pour tous ceux qui imaginent que le passage du temps réduit le risque des investissements obligataires. En effet un client ayant opté pour une gestion passive en 2010 avec cet indice de référence serait passé d'une durée de 5.22 à 7.29, augmentant ainsi clairement son risque de taux d'intérêt sans forcément en avoir conscience.

A cela s'ajoute la baisse du rendement de l'indice qui est, sur la période, passé de 1.90% à 0.08% au 31 mars 2016. Plus de risque de taux et moins de coussin d'amortissement dans les phases de volatilité et de correction, grignotant ainsi directement le capital.

Et maintenant?

Dans cette décennie de rendements baissiers, la gestion passive a été un outil clairement gagnant et peu de gérants «actifs» ont osé les durées longues avec un rendement de dix ans Confédération inférieur à zéro. Aujourd'hui, le biais induit par une configuration de taux zéro et de rallongement des durées des indices fait de la gestion passive un instrument de plus en plus risqué.

Faut-il pour autant opter pour une gestion active?

Outre la question soulevée par les frais de changer sa stratégie, ou pire, son indice de référence, il est légitime de questionner la rationalité d'acheter un rendement à l'échéance de 0.08% pour une durée de plus de 7 ans, voire même un rendement négatif.

La seule raison rationnelle pour acheter un tel instrument est d'anticiper des taux encore plus bas et de prévoir la vente de l'instrument avant sa maturité. Une telle stratégie implique de non seulement avoir une solide confiance dans son sens du timing mais également, et surtout, d'être sûr de pouvoir trouver la profondeur de marché le jour où l'on voudra vendre.

Dans des marchés manipulés par les politiques non-conventionnelles des banques centrales, prévoir la durée de cette situation est vain. En outre, maintenant que la frontière psychologique du taux zéro est dépassée et que les rendements négatifs sont devenus légion, les marchés financiers évoluent en terre inconnue.

Dans un tel contexte garder une poche passive n'est pas si irrationnel. En revanche mettre toute son exposition obligataire dans le panier «passif» est ha-

sardeux. Une fraction de la part obligataire doit être allouée à une gestion satellite qui diversifie le risque de taux et atténue la volatilité.

La diversification est cruciale dans un monde où nous ne nous demandons plus «comment gagner de l'argent avec les obligations suisses» mais «comment ne pas en perdre». Cette diversification de la part obligataire est décisive et doit également être appliquée aux classes d'actifs car les performances de ces prochaines années ne pourront que s'enraciner sur une efficiente allocation des investissements. |

Duration des indices obligataires

Source: Mirabaud, SBI

	SBI AAA-BBB	SBI AAA-AA	SBI A-BBB	SBI Confédération
2007	5.45	5.64	3.98	6.71
2008	5.25	5.48	4.02	6.89
2009	5.07	5.47	3.73	6.86
2010	5.22	5.67	3.64	7
2011	5.63	6.16	3.67	7.76
2012	5.95	6.63	3.98	8.42
2013	5.94	6.62	3.97	8.38
2014	6.61	7.41	4.47	9.52
2015	7.03	7.75	4.77	10.06
2016 (31.03.)	7.29	8.03	4.91	10.6