

Marché Obligataire

Voyage en Terra Incognita



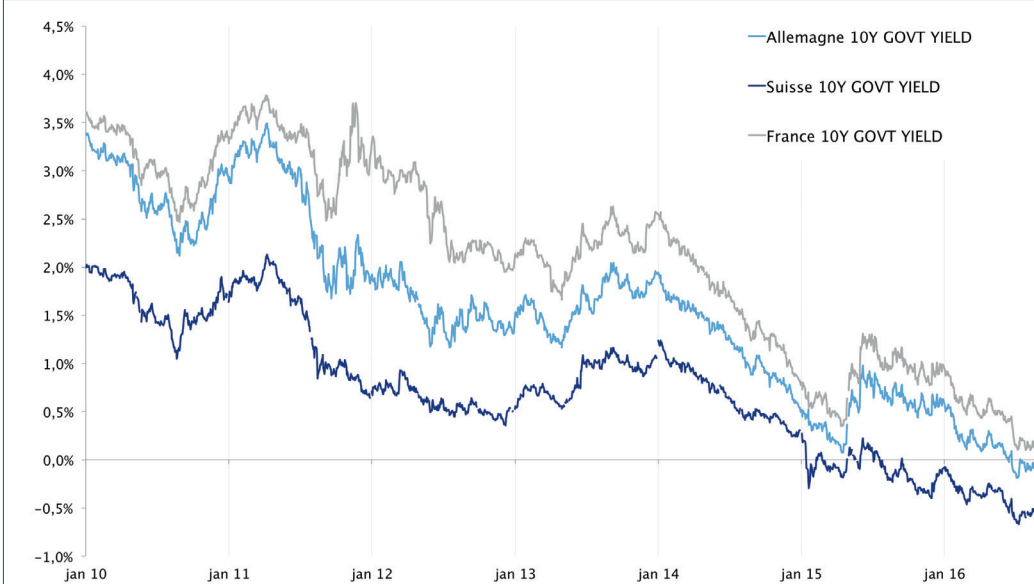
PAR BERTRAND BRICHEUX
Responsable Ventes & Marketing
Mirabaud Asset Management

Depuis la crise financière de 2008, les banques centrales sont à la manœuvre avec des injections massives de liquidités, des rachats d’actifs de toutes sortes, des plans de sauvetage d’Etats, de banques, dont le seul et unique objectif est d’éviter au système économique dans son ensemble de se gripper. Lehmann Brothers est passé par là et les élites mondiales de tous bords se sont accordées à dire: plus jamais ça! Huit ans de baisse continue des taux d’intérêts plus tard, les recettes sont toujours les mêmes et les mesures sont désormais découplées. On assiste avec des yeux ébahis à la transformation du marché obligataire, originellement censé être un marché “libre” piloté par des agents économiques indépendants, vers un marché “manipulé” servant des intérêts autres que celui de l’offre et de la demande. Aussi louable l’idée de base d’éviter une faillite généralisée des Etats et du système

soit-elle, ce nouveau paradigme n’est pas sans conséquences pour les investisseurs. Le scénario du pire a été évité, mais la situation actuelle est catastrophique pour de nombreux acteurs: parmi lesquels les épargnants qui ne savent plus que faire de leur épargne, mais aussi les fonds de pension dont les engagements à verser des rentes augmentent sans les ressources à mettre en face, les compagnies d’assurance ayant servi des taux garantis à leur clients et les banques dont le principe fondamental de transformation est remis en question par ces taux négatifs et une courbe plate. Ajoutez à cela une croissance molle et vous comprendrez mieux les valorisations du secteur bancaire en Europe. Entre les lignes, les banques centrales souhaitent inciter les investisseurs à prendre davantage de risque et à stimuler les dépenses des consommateurs pour relancer une machine économique qui

tourne sur trois cylindres; la suite des mesures devant venir des Etats et de leur capacité de réforme pour soutenir les gains de productivité. Certains pays l’ont fait, d’autres sont plus à la traîne car cela implique parfois des choix politiques impopulaires en période électorale. La courbe des taux en Suisse est désormais négative jusqu’à 50 ans pour les obligations de la Confédération (dont le souci principal est de lutter contre un franc trop fort). En Allemagne, il faut investir au-delà de 10 ans pour éviter des taux négatifs. Certaines des plus grandes et plus solides entreprises privées s’endettent également en faisant payer à l’investisseur le droit d’utiliser son épargne. 50% de la dette souveraine en Europe offrent un taux négatif et 72% des obligations d’entreprises européennes sont inférieures à 1%. Et si au niveau mondial, cet état de fait devait se prolonger beaucoup longtemps que prévu avant de se “normaliser”? Une longue période

Evolution comparée des taux des obligations à 10 ans Allemagne - Suisse - France



économique telle que le Japon l’a connue, et le connaît toujours, avec l’espoir d’un retour éventuel de l’inflation? Car si l’économie ne s’emballe plus, mais reste sur un rythme de croissance molle, ni la pression sur les salaires, ni celle des matières premières ne viendront alimenter une inflation qui restera au stade de risque théorique, ne se réalisant jamais.

LES OPPORTUNITÉS À SAISIR

Les épargnants, les fonds de pension et bien d’autres investisseurs ne peuvent cependant faire une impasse totale sur les produits de taux, même si aujourd’hui les rendements proposés sont peu attractifs, voire confiscatoires. Tout le monde ne peut pas investir 100% de son portefeuille en actions ou en immobilier et la dette privée qui connaît un fort développement ne peut, par son manque de liquidité, être la solution universelle. Certaines niches liquides du marché obligataire offrent encore des opportunités qu’il faut savoir saisir:

Le marché du crédit, en particulier celui du high yield, offre encore du “carry” et même si les taux de défaut ont légèrement augmenté, ils restent néanmoins à des niveaux faibles et rendent la prime de risque attractive. A ceux qui pourraient s’inquiéter du fait que

ce marché soit “cher” en ce moment, il serait aisé de répondre que c’est toute la sphère obligataire dans son ensemble qui est chère et que cette situation peut durer beaucoup plus longtemps que prévu. Certains secteurs du high yield peuvent être affectés par des phénomènes externes et violents comme celui de l’énergie fin 2015 avec la correction du prix du pétrole; c’est pourquoi une sélection active des titres et des secteurs peut permettre d’éviter les plus gros écueils, qui ne manqueront pas d’apparaître.

La dette émergente, de manière sélective, peut aussi représenter une solution à la baisse des rendements, car tant que le dollar ne rentre pas dans une phase de hausse incontrôlée, les économies émergentes ne seront pas menacées de déraillement.

La duration reste également une source de performance qu’il ne faut pas négliger et même si les taux sont bas, ils peuvent aller encore plus bas. Un sélectionneur de fonds d’une grande banque Suisse m’a avoué cet été que depuis deux ans, il publiait une lettre mensuelle dans laquelle il indiquait tous les mois que les taux étaient bas, qu’il n’y avait plus de valeur dans l’obligataire et que le ratio risque/rendement était et est toujours très défavorable... Si cela

fait deux ans que le marché lui donne tort, un jour viendra où il lui donnera raison et il faudra alors savoir gérer activement la duration comme le lait sur le feu. Toutes ces incertitudes qui pèsent sur le marché obligataire et qui obligent les spécialistes à naviguer en Terra Incognita militent pour investir de manière flexible, opportuniste, globale encourageant à aller chercher ces différents moteurs de performance là où ils se trouvent: high yield aux US, duration en Europe, remontée éventuelle des taux (un jour peut-être), protection de son portefeuille en cas de période de stress, couverture des risques de devises, bref, une approche active et dynamique bien éloignée de la chasse au coupon de Grand-Papa. L’augmentation croissante de l’offre en fonds obligataire flexible et de leurs encours démontrent que de plus en plus d’investisseurs sont sensibles à cette nouvelle approche qui, faute de mieux, leur permet de garder un pied dans le monde obligataire avec un supplément de sérénité. Cette tendance n’en est qu’à ses débuts et la complexité de l’environnement actuel ne va pas aller en s’amenuisant, bien au contraire; à quelques mois d’élections majeures aux Etats-Unis et dans de nombreux pays européens, le risque politique pourrait être la cerise sur la gâteau des investisseurs. ■

Mirabaud Asset Management gère depuis 2013 un fonds obligataire flexible faisant appel à trois sources de performances dont la répartition évolue avec les différents cycles économiques mondiaux: credit, duration et hedging. La couverture systématique du risque de change et la possibilité de distribuer ou de capitaliser peuvent intéresser une clientèle institutionnelle autant que des particuliers. Au 31 juillet 2016, le Mirabaud Global Strategic Bond Fund USD A Cap était dans le premier quartile des fonds obligataires flexibles de Morningstar et ce depuis son lancement en octobre 2013.