

Portefeuilles obligataires institutionnels: solutions en cas de hausse (possible) des taux

■ Graziano LUSENTI, Dr sc. polit, expert diplômé en assurances de pensions, Lusenti Partners, Nyon

Economie réelle, économie financière, bulles spéculatives, hausses de taux

Depuis de nombreuses années, une hausse des taux dans les marchés obligataires des pays de l'OCDE est prédite et anticipée par la plupart des économistes... et ne se produit pas! On peut dès lors supputer que, d'une part, les forces déflationnistes à l'œuvre dans l'économie «réelle», mondiale et globalisée, sont herculéennes, cyclopéennes (excédent global de main d'œuvre bon marché, progrès technologique rapide, etc.), et que, d'autre part, les banques centrales qui gèrent les principales devises mondiales et les tiennent à flot par l'injection d'énormes quantités de liquidités ont réussi – avec succès pour l'heure – à «dévoier» les facteurs inflationnistes vers l'économie financière. Ainsi, la Banque centrale européenne (BCE) se lance à son tour, éperdument, dans cette politique d'inflation des actifs. Il en résulte des taux très bas un peu partout, mais aussi des hausses spéculatives sur plusieurs marchés, financiers et immobiliers, pour la plus grande joie des intermédiaires financiers (banques, asset managers) et de nombre d'investisseurs institutionnels – dont les caisses de pensions – puisque leur degré de couverture s'améliore notablement.

Une hausse des taux n'est pas une fatalité dramatique, nécessairement négative pour les investisseurs

Que la hausse des taux attendue ne se soit pas encore produite ne signifie nullement qu'elle ne se produira pas, tôt ou tard, ni surtout qu'il n'y ait pas lieu de prendre de mesures pour l'anticiper! Ainsi, depuis la crise financière des années 2007-2009, les investisseurs institutionnels ont pris différentes mesures pour réduire ces risques et pour se positionner en conséquence. A cet égard, précisons encore que les marchés de taux et les marchés obligataires pré-

sentent bien plus de possibilités pour une gestion performante qu'on ne l'assume habituellement – et qu'une hausse des taux n'est pas une fatalité dramatique, nécessairement négative, pour les investisseurs – comme nous aimerions le montrer.

Mesures mises en œuvre et variantes

Passons donc rapidement en revue les principales variantes et mesures mises en œuvre depuis plus de 5 ans, sachant que certaines d'entre elles le sont parfois simultanément:

1. Réduction de la durée du portefeuille obligataire: c'est

la mesure la plus simple et la plus répandue, qui peut concerner l'ensemble du portefeuille ou seulement certaines poches. En abaissant fortement la durée, l'exposition est très proche de celle d'un portefeuille en «cash», avec un impact réduit d'une hausse des taux. A notre connaissance, presque tous les institutionnels ont fortement abaissé la durée moyenne de leurs positions en obligations – ce qui a eu un impact négatif sur leur performance globale ces dernières années!

2. Diversification par la nature des débiteurs («corporates»):

alors qu'avant la crise financière les portefeuilles obligataires des institutions de prévoyance helvétiques étaient constitués surtout de titres de débiteurs étatiques, ces dernières années a été observé un véritable «run» sur les obligations de débiteurs privés («corporates»), que l'on retrouve désormais dans presque tous les portefeuilles. Il en résulte une plus grande diversification du portefeuille et une réduction du risque global.

3. Diversification par devises et pays (émergents):

une autre tendance majeure des place-

ments obligataires des institutionnels est l'inclusion d'obligations en devises dites exotiques, qui étaient souvent jugées inadéquates précédemment. Cela s'explique aisément: une éventuelle hausse des taux dans les marchés développés ne concernera pas nécessairement certains marchés émergents, où les tendances inflationnistes figurent au premier plan (Asie, Chine, Amérique du sud, par exemple), et où il existe plutôt un potentiel de baisse que de hausse des taux.

4. Diversification par sous-catégories obligataires (obligations convertibles) ou «quasi obligataires» (hypothèques, prêts, etc.):

de plus en plus d'institutions ont marqué de l'intérêt pour les obligations convertibles durant les dernières années et ont investi dans cette sous-classe, dans l'espoir que la composante «actions» de ces titres les protégera en partie des effets d'une hausse de taux. Quand aux valeurs mobilières que l'on pourrait qualifier de «quasi obligataires», comme les hypothèques, différentes formes de prêts («loans»), etc., elles devraient également produire une protection – partielle – contre la hausse de taux. Rappelons que le cours des hypothèques et des prêts ne baisse pas, en principe, lorsque les taux s'élèvent, si bien que ce type d'investissements permet d'immuniser en partie le portefeuille des titres à revenus fixes.

5. Diversification par styles et techniques de gestion (traditionnelles et alternatives):

en Suisse, la faible taille du marché des obligations en CHF, sa forte fragmentation, les taux traditionnellement bas, voire franchement négatifs comme à l'heure actuelle, et – corollaire de ce qui précède – les coûts d'intermédiation très élevés (gestion des portefeuilles, courtages, etc.), font que la plupart des institutionnels adoptent une approche «buy and hold»

(achat des obligations en CHF à l'émission et détention jusqu'au remboursement). On oublie dès lors aisément que, sur le plan global, les marchés obligataires, aux USA et dans quelques pays industrialisés, sont très développés, sophistiqués et surtout les plus liquides au monde, ce qui justifie aisément une gestion dynamique, active ou indicielle, avec un «turnover» élevé (mais à coûts réduits). Dès lors, la mise en œuvre de stratégies ciblées, du type «arbitrage» ou «long/short», au moyen d'instruments dérivés comme des «futures», dans le cadre de véhicules de placements traditionnels ou alternatifs, peut faire beaucoup de sens sous l'angle de la diversification et de la réduction des risques.

6. Réduction de la qualité des débiteurs (réduction du «rating»):

depuis la crise, les caisses de pension ont tendentiellement abaissé les contraintes en matière de qualité des débiteurs («ratings»). Même si les «obligations à haut rendement» – appelées autrefois «junk bonds» – ne sont pas très répandues dans les portefeuilles des caisses, on relève qu'en moyenne le «rating» minimal exigé pour les obligations a été un peu abaissé, passant le plus souvent à «B», «B-», voire «CCC».

7. Substitution des obligations par d'autres types de placements (immobilier, actions à dividendes élevés, infrastructures, etc.):

En considération du risque de hausse de taux, nombre d'institutions de prévoyance ont tout bonnement réduit leur allocation en obligations, soit dans une perspective tactique de plus ou moins longue durée (positionnement sur la marge tactique inférieure), soit dans une perspective stratégique (réduction de l'allocation stratégique). Dans le cadre de cette approche de substitution, plusieurs types d'actifs sont utilisés, comme les actions à dividendes

élevés (les dividendes remplaçant ainsi les coupons des obligations), l'immobilier (surtout domestique, les revenus des loyers se substituant aux coupons), voire les placements en infrastructures.

8. Elaboration de benchmarks sur mesure et gestion active des benchmarks («smart beta»), «benchmark engineering»:

Depuis quelques années, l'extension massive de la gestion indicielle – y compris dans le domaine obligataire – s'est accompagnée en parallèle de l'émergence d'une véritable «gestion active» des benchmarks, en particulier du fait de l'élaboration de benchmarks sur mesure («smart beta»). Ainsi, on observe l'affermissement d'un nouveau domaine d'activités en matière de placements et d'indices, que l'on pourrait qualifier de «benchmark engineering». La plupart des grandes institutions de prévoyance suisses utilisent ainsi des benchmarks sur mesure, conçus et mis en œuvre en fonction de leurs besoins spécifiques en matière de placements obligataires – dans lesquels les risques de taux sont dûment pris en compte, par exemple par l'exclusion ou la sous-pondération de marchés jugés très risqués, tels que les obligations japonaises, grecques, italiennes, etc.



Graziano Lusenti est le fondateur et directeur exécutif de Lusenti Partners LLC, société de conseils en investissements créée en 2002. Précédemment, il a exercé des fonctions de direction dans les domaines de l'asset management (Robeco), de la banque (UBS) et de l'assurance vie (Zurich Assurances). Graziano Lusenti est titulaire d'un doctorat en relations internationales de l'Université de Genève et du diplôme fédéral d'expert en assurances de pension (actuaire). Il est l'auteur d'études renommées sur les placements des investisseurs institutionnels en Suisse et a publié plusieurs livres et articles.