

## Gestion obligataire flexible

Vendredi, 05/19/2017

Dans le contexte actuel de hausse attendue des taux, la première intuition des investisseurs est de raccourcir la duration afin de minimiser le risque au niveau de leur portefeuille. Cependant, nous estimons à l'inverse qu'une duration plus longue peut créer de la valeur ajoutée et contribuer à gérer le risque global des portefeuilles.

Bien que l'opinion selon laquelle une duration courte est le meilleur moyen de contrôler le risque fasse l'unanimité, nous pensons que ce n'est pas nécessairement le cas, car cette approche peut engendrer un risque de concentration superflu. Soucieux d'éviter la duration sans souffrir des rendements négatifs associés aux emprunts d'Etat à court terme, les investisseurs se sont rués sur les titres à haut rendement d'échéances courtes et ont assumé un degré de risque de crédit et de liquidité supérieur à celui qu'ils jugeraient acceptable d'ordinaire.



**Adrien Pichoud**

Chief Economist & Senior Portfolio Manager

*«Nous rejetons l'hypothèse d'une baisse du marché. Alors que la japonisation s'installe, nous pensons que les taux devraient rester relativement bas, proches de leurs niveaux actuels».*

— **Adrien Pichoud**

Chief Economist & Senior Portfolio Manager



- De nombreux investisseurs s'inquiètent de la hausse des taux et privilégient par conséquent les emprunts d'Etat à duration courte, le crédit ou les placements à haut rendement dans leurs portefeuilles obligataires.
- Selon nous, cette approche n'est pas le meilleur moyen de gérer le risque et peut conduire à un risque de concentration superflu. Les emprunts d'Etat à long terme apportent de la valeur ajoutée à la gestion du risque obligataire.
- Dans le contexte du maintien d'une croissance faible et du bas niveau des taux d'intérêt, le coût d'opportunité associé à la détention de liquidités restera très élevé.

### Les emprunts d'Etat à long terme demeurent attractifs

Nous estimons que les emprunts d'Etat à long terme apportent de la valeur ajoutée à la gestion du risque obligataire. A fortiori en cas de nouvel «accident de croissance», comme celui survenu en 2008. Lorsque les spreads se creusent soudainement et que la liquidité se tarit, les emprunts d'Etat à long terme offrent une protection.

Les investisseurs craignent pour la plupart de subir des pertes sur leurs positions d'échéances lointaines et pensent que les liquidités et une duration courte sont moins risquées. Or une telle stratégie amène à se priver d'une source de rendement importante à supposer que les taux conservent des niveaux bas pour une période prolongée.

## Le rendement et la performance totale ne sont pas équivalents

Une grande partie de l'univers des emprunts d'Etat souffre d'ores et déjà de la «japonisation», à savoir une période prolongée de croissance faible et de bas niveau des taux d'intérêt. Dans un tel contexte, le coût d'opportunité associé à la détention de liquidités restera très élevé face au maintien par les banques centrales de politiques accommodantes afin de soutenir la croissance. Cette situation est propice aux obligations à long terme.

L'expérience japonaise montre clairement que les investisseurs qui choisissent les liquidités en raison du faible niveau des rendements à long terme ressortent perdants à plus longue échéance. Sur la période de 15 ans jusqu'à fin 2016, le rendement des liquidités en JPY s'est établi en moyenne à 0,24%, contre 0,92% pour les emprunts d'Etat japonais d'échéances 7 à 10 ans. Ce surcroit de rendement en faveur des obligations à long terme semble relativement faible à première vue. Cependant, l'écart en termes de performance totale annualisée est nettement plus important, avec 2,44% pour les emprunts d'Etat japonais d'échéances 7 à 10 ans, contre seulement 0,34% pour les liquidités.



## Tirer parti du «roll-down» sur la courbe des taux

Les investisseurs en liquidités se privent d'un niveau de performance plus important qu'ils ne le pensent. Les porteurs d'obligations à long terme accumulent le portage et peuvent tirer parti de la pente positive de la courbe des taux pour générer une performance grâce à l'effet de «roll-down».

Pour autant, les investisseurs ont raison de s'inquiéter des pertes qu'ils pourraient subir dans l'hypothèse où les taux viendraient effectivement à augmenter. Si anodin en cas de relèvement progressif des taux, l'impact peut en revanche être considérable lorsque les taux remontent de manière accélérée. Mais même dans ce cas, les pertes potentielles sont souvent surestimées. Nous avons examiné la hausse des taux des bons du Trésor américain depuis 1977, évaluant chaque augmentation des taux à long terme à l'aune des pertes maximales occasionnées et de la durée qui a été nécessaire pour recouvrer ces pertes. Nous avons constaté que cette durée est intrinsèquement limitée.

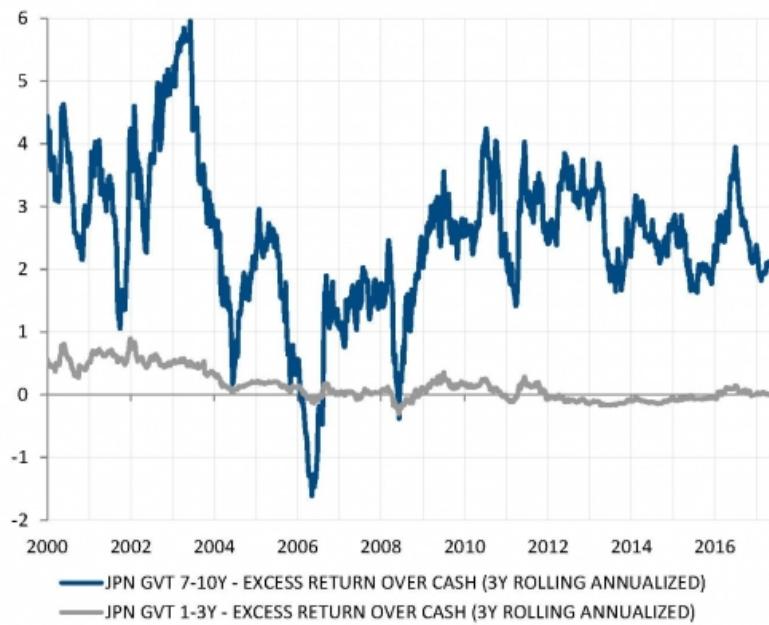
En premier lieu, la capacité à réinvestir les coupons à des taux plus élevés contribue au recouvrement. En second lieu, toute hausse des taux comporte un effet de rétraction inhérent, notamment dans le cas des pays fortement endettés. En effet, le relèvement des taux résulte de la remontée des anticipations de croissance et d'inflation. Or une fois que les taux ont effectivement augmenté, ils ont pour effet de peser sur les perspectives de croissance et d'inflation, entraînant un repli des taux à long terme. L'effet combiné du réinvestissement des coupons et de cette rétraction permet aux portefeuilles d'effacer leurs pertes initiales dans un délai d'environ un an tout au plus.

## Rester serein et adopter une approche à long terme

Chez SYZ, nous rejetons l'hypothèse d'une baisse du marché. Alors que la japonisation s'installe, nous pensons que les taux devraient rester relativement bas, proches de leurs niveaux actuels. Ainsi, dans un tel contexte, les stratégies flexibles incluant la duration peuvent surperformer en faisant appel à une approche fondée sur la valeur relative. Mais même les stratégies les plus actives ne peuvent surperformer leur indice de référence à tout moment. Les stratégies libres d'investir hors de leur indice de référence peuvent elles aussi connaître des périodes de sous-performance, mais à long terme toutefois, elles sont conçues pour surperformer.

Au cours des deux ou trois dernières années, les investisseurs privilégiant une duration courte n'ont pas été gagnants lorsque les taux ont augmenté; leurs pertes tout au plus ont été moins importantes. Mais ils se sont surtout privés de l'opportunité de tirer parti du potentiel de hausse en n'y étant pas exposés.

Surcroît de rendement des obligations à court et long termes par rapport aux liquidités



Source

SYZ Asset Management, Thomson Reuters Datastream. Données au 30.12.2016

---

## Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.