

Les 7 péchés capitaux obligataires



ERIC VANRAES
Banque Eric Sturdza
Membre de l'ISAG

Les politiques monétaires ultra-accommodantes des grandes banques centrales - taux directeurs nuls voire négatifs et achats massifs d'obligations (Quantitative Easing) - ont propulsé les rendements obligataires à des niveaux extrêmement faibles jamais atteints jusqu'alors. Dans le même temps, les marchés à risque, actions en tête, ont délivré des performances remarquables et par conséquent, les investisseurs ont peu à peu délaissé les obligations. Cette stratégie s'est révélée payante mais ne tombe pas dans le piège des «7 péchés capitaux», qui consisterait à baser notre raisonnement sur quelques lieux communs trompeurs au détriment des fondamentaux.

- 1:** confondre rendement et performance. Des taux bas ne sont pas synonymes de performances médiocres. De nombreux indices obligataires sont bien orientés depuis le début de l'année.
- 2:** se focaliser sur les taux nominaux sans regarder les taux réels. On passe à côté de formidables opportunités d'investissement dans la dette indexée sur l'inflation et une analyse trop superficielle de l'inflation nous envoie de faux messages sur le potentiel de hausse des taux nominaux.
- 3:** parler «du marché obligataire» au singulier alors qu'il regorge de différentes sous-classes d'actifs. A

toute phase du cycle économique correspond une catégorie de dette appropriée à la situation: taux fixes/ flottants, à taux nominal/indexé inflation, gouvernement/corporates investment grade/ ABS, dette senior/subordonnée, high yield/marchés émergents...etc...la liste est longue!

4: analyser la performance sans l'ajuster au risque.
5: oublier d'analyser le comportement de la pente de la courbe, qui est tout aussi important que l'analyse des niveaux de taux. Dernier exemple: la dernière hausse de taux de la Fed a été saluée par un rally de 15 points de base des taux 10 et 30 ans. Bel aplatissement!

6: négliger les obligations gouvernementales AAA, protection ultime du fat tail risk de la courbe de Gauss des marchés à risque. Ce fut moins le cas récemment parce qu'il n'y a pas eu d'accident majeur et parce que les banquiers centraux ont perturbé le fonctionnement normal des marchés. Mais en cas de forte turbulence sur les marchés actions, les Bunds et US Treasuries joueront de nouveau leur rôle.

7: minimiser l'effet coupon. Si les taux ne montent que faiblement, la perte en capital d'une obligation pourra être compensée par le coupon. C'est notamment l'un des atouts des marchés émergents aujourd'hui.

Les marchés de taux ont donc encore de beaux jours devant eux. Il faut juste déceler quel type d'obligations va se trouver en phase avec la prochaine évolution de l'économie et des marchés financiers. Ainsi, nous estimons par exemple, que malgré le récent rally, les obligations longues du Trésor US sont un investissement à ne pas négliger pour aborder sereinement l'année 2018. ■

QUESTIONS DU MOIS SEPTEMBRE 2017

	oui	non	sans avis
1 Les US accouchent d'une réforme fiscale dans les 6 prochains mois?	75%	12%	12%
2 Les marchés émergents continuent de surperformer au 4ème trimestre?	50%	50%	0%
3 Probabilité que le taux de référence allemand à 10 ans passe au-dessus de 0.8% avant la fin de l'année?	10%	90%	0%

ALLOCATIONS D'ACTIFS PORTEFEUILLE ÉQUILIBRÉ EN EURO

	Pondération en % moyenne	Variation mensuelle	Pondération, relative* majorité
Monétaire	4	↘	Neutre
Obligations publiques	11	↘	Sous-pondéré
Obligations privées	22	↘	Sur-pondéré
Actions	47	↗	Sur-pondéré
dont Europe*			Sur-pondéré
dont USA*			Sous-pondéré
dont Japon*			Sur-pondéré
dont émergents*			Neutre
Matières premières	3	↗	Neutre
Alternatifs	13	↗	Neutre
Total	100		

* Pondération relative au «benchmark» du répondant