

Marchés obligataires : gestion active ou passive ?

Les avantages d'une approche active dans le monde actuel peu rémunérateur



Les investissements passifs ont pris de l'ampleur et gagné en importance au cours des dernières années. Pour autant, nous sommes convaincus qu'il existe de bonnes raisons pour lesquelles les investisseurs doivent opter pour une gestion active afin d'investir sur les marchés obligataires d'aujourd'hui ; nous exposons les principales ci-après.

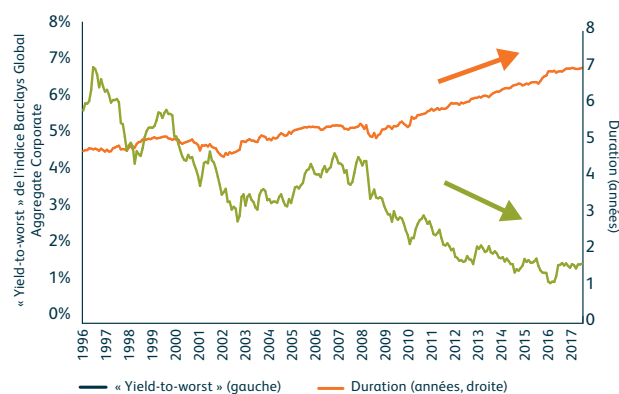
Il est rappelé aux investisseurs que la valeur des investissements, et des revenus qui en découlent, peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs peuvent donc ne pas récupérer leur montant initialement investi. De plus, la valeur d'un investissement baissera si l'émetteur d'une obligation détenue est dans l'incapacité de payer les intérêts qu'il doit ou de rembourser sa dette (ce que l'on appelle également faire défaut).

Selon la loi fondamentale de la gestion active, l'alpha que les gérants de fonds peuvent générer dépend à la fois de leurs compétences et de la diversité de l'éventail des opportunités qui existe. Plus les inefficiences de marché sont nombreuses, plus les gérants compétents ont la possibilité de générer des performances supérieures à celles d'un indice ou d'un instrument passif qui vise à reproduire un tel indice.

Toutefois, au cours de la décennie qui a suivi la crise financière, la faiblesse des taux d'intérêt et la recherche de rendement qui en a résulté ont eu pour effet de faire tomber les rendements de toutes les obligations à des niveaux historiquement bas. Pour autant, certains signes indiquent aujourd'hui que l'environnement de marché pourrait enfin être en train de changer. Le contexte actuel marqué par une croissance économique mondiale solide et synchronisée, conjugué aux indications des banques centrales selon lesquelles elles se réorientent prudemment vers une politique monétaire plus « normale », laisse entrevoir une hausse graduelle des taux d'intérêt et des rendements obligataires au cours des mois et des années à venir.

Quelles en sont les conséquences pour un investisseur obligataire à l'heure actuelle ? Comme l'illustre le graphique 1, ceux qui se sont exposés à un indice représentatif du marché mondial des obligations d'entreprises il y a 20 ans auraient bénéficié d'un rendement proche de 6%. L'indice avait alors une durée de près de 5 ans. A l'heure actuelle, le même indice présente un rendement inférieur à 2,5%, alors que sa durée s'est allongée à près de 7 ans. Veuillez noter que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Graphique 1 : La faiblesse des rendements au niveau mondial plaide en faveur d'une approche plus active



Source : M&G, Bloomberg, au 30 novembre 2017.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Il est possible de tirer plusieurs conclusions intéressantes à partir de ce graphique. Premièrement, si une stratégie « acheter et conserver » semblait sans doute logique il y a une vingtaine d'années du point de vue du profil de rendement/risque, ce même profil apparaît beaucoup plus difficile aujourd'hui. En conséquence, nous pensons que les stratégies obligataires actives et flexibles représentent le meilleur moyen de générer des performances positives.

Deuxièmement, en cas de hausse soudaine ou plus forte que prévu des taux d'intérêt, les investisseurs exposés aujourd'hui à de tels indices pourraient subir des pertes potentiellement importantes compte tenu de la plus grande sensibilité de l'indice à l'évolution des taux d'intérêt qu'il y a 20 ans. C'est là une chose que les gérants actifs peuvent prévoir – par exemple, en adoptant une durée courte au sein de leurs portefeuilles s'ils estiment qu'il est approprié de les protéger contre une hausse potentielle des rendements.

Les points faibles des indices obligataires traditionnels pondérés par les émetteurs

Outre le fait d'être potentiellement involontairement exposés à un risque de taux d'intérêt plus important que par le passé, il existe un certain nombre d'autres facteurs liés à la construction des indices que les investisseurs passifs doivent prendre en considération.

Premièrement, alors que les investisseurs qui investissent dans un tracker répliquant un indice actions comme, par exemple, le FTSE 100, ont ainsi accès à certaines des sociétés les plus grandes et les plus matures au monde (généralement celles qui possèdent les plus grandes quantités d'actifs ou les bénéfiques futurs attendus les plus importants), un indice obligataire offre à l'inverse une exposition aux États ou aux entreprises les plus endettés.

Par exemple, le Japon a le ratio dette/PIB le plus élevé au monde à environ 240%, la conséquence du vieillissement rapide de la population et d'une croissance saccadée due à la faiblesse de la productivité. De plus, une grande partie de sa dette offre un rendement négatif. Quant à l'Italie – le pays le plus endetté d'Europe (mesuré par l'encours total de sa dette) – elle représente sans doute le plus grand risque économique de la région. Ces deux pays sont des composantes de poids d'indices d'emprunts d'État, mais ils peuvent être toutefois loin du type d'émetteur auquel les investisseurs choisiraient d'avoir une exposition importante. Il en va de même pour les indices d'obligations d'entreprises dont les constituants les plus importants sont les groupes dont les encours de la dette sont les plus élevés.

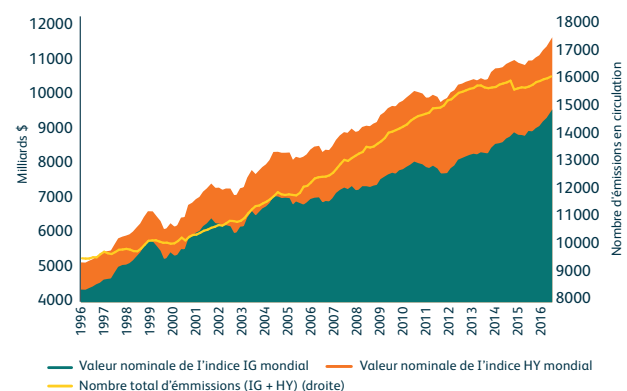
Par ailleurs, il est souvent cru à tort que les indices représentatifs des obligations d'entreprises sont, par définition, bien diversifiés. Par exemple, l'indice ICE BofAML Global High Yield est exposé à hauteur de

près de 80% aux actifs libellés en dollar américain, ce qui le rend très dépendant de l'économie américaine. Lorsque le prix du pétrole a lourdement chuté en 2015-2016, le marché à haut rendement américain a fait de même. A l'inverse, le marché à haut rendement européen, qui est moins dépendant des prix de l'énergie, a relativement bien résisté.

De son côté, l'indice ICE BofAML représentatif des obligations d'entreprises « investment grade » européennes a une exposition d'environ 40% aux services financiers. C'est la raison pour laquelle les investisseurs doivent prendre soin d'examiner avec attention les actifs sous-jacents afin de s'assurer qu'ils acquièrent une exposition correspondant bien à leur appétit pour le risque et leur conférant une diversification suffisante.

Les niveaux d'endettement des entreprises ont augmenté au cours des dernières années, ce qui peut rendre un investissement passif possiblement plus risqué ; même si, une fois encore, cela n'est pas nécessairement évident sans une analyse approfondie des titres sous-jacents d'un indice. Comme Jim Leaviss l'a expliqué dans un récent blog (<https://www.bondvigilantes.com/blog/2017/10/17/trump-reappoint-yellen-also-credit-spreads-tight-tesla-laffers-napkin-stuff/>), la qualité des obligations d'entreprises « investment grade » s'est sensiblement détériorée. Cette détérioration a en partie été délibérée, les entreprises ayant estimé qu'accroître leur niveau d'endettement pouvait améliorer les performances de leurs actions. Mais, elle reflète aussi la dégradation plus générale des notations de crédit des banques et des institutions

Graphique 2 : L'univers des obligations d'entreprises est extrêmement large et profond



Source : M&G, Bloomberg, indices ICE BofA Merrill Lynch, août 2017.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

financières pendant et après la crise du crédit. Par exemple, en 2000, le marché américain des obligations d'entreprises contenait un peu plus de 30% de titres notés BBB (et le marché naissant de la zone euro un peu moins de 10%). Aujourd'hui, les marchés mondiaux du crédit sont exposés aux émetteurs notés BBB à hauteur de près de 45% et ce chiffre ne cesse d'augmenter. Par conséquent, le marché mondial des obligations d'entreprises d'aujourd'hui présente un profil de crédit beaucoup plus risqué qu'il y a dix ans.

L'univers des obligations d'entreprises a gagné en taille et en diversité au cours des dernières années (graphique 2), offrant ainsi aux gérants actifs un plus large éventail d'opportunités grâce auquel ils peuvent créer de l'alpha.

L'une des façons pour les gérants actifs de générer de la surperformance consiste à réaliser des transactions de valeur relative : comparer les obligations d'un même émetteur mais libellées dans différentes devises ou situées sur différentes parties de la courbe des taux (et, pour les fonds actions, sur différentes parties de la structure du capital) de manière à tirer parti des anomalies de valorisation. Par exemple, les spreads

de crédit sur le marché en dollar américain ont été plus élevés que ceux sur les marchés en livre sterling ou en euro. Cette situation s'explique par l'absence d'intervention de la banque centrale sur le marché américain et par sa nature à plus long terme. Réaliser de tels arbitrages afin d'exploiter des opportunités de valeur relative est le quotidien et la principale source de revenus d'un gérant actif. Par exemple, une société comme AT&T a environ 150 obligations en circulation, un nombre pouvant même être souvent encore plus élevé dans le cas de banques internationales.

Ce n'est là qu'un exemple des nombreux types d'inefficiences de marché que les gérants actifs peuvent chercher à exploiter. Il en existe en effet un certain nombre d'autres (graphique 3), parmi lesquels il convient de noter celui de la prime d'émission. Exploiter le rendement supplémentaire offert par les émetteurs lors de la valorisation de nouvelles émissions par rapport à leurs émissions existantes est un moyen grâce auquel les gérants actifs peuvent faire la différence et générer de la surperformance face à leurs homologues passifs.

Graphique 3 : **Autres inefficiences dont peut tirer parti un fonds actif sur le marché des obligations d'entreprises**



Source : M&G, à titre d'illustration.

Les frais de gestion ne sont pas les seuls frais à prendre en compte

L'un des avantages souvent cités des instruments passifs est la faiblesse de leurs frais de gestion annuels (FGA). Toutefois, les coûts de transaction ne sont pas inclus dans ces frais de gestion globaux. Non seulement les indices obligataires intègrent généralement un plus grand nombre de titres que les trackers composés d'actions, mais ils ont aussi généralement des taux de rotation plus élevés que les indices actions en raison de l'arrivée à échéance des obligations ou de l'émission de nouvelles obligations – une combinaison qui augmente les coûts de transaction. En raison de ces taux de rotation et coûts de transaction plus élevés, les fonds indiciels cotés en bourse (ETF) ont tendance à sous-performer l'indice dans une proportion supérieure à celle équivalente aux seuls frais de gestion. Cela signifie également que les ETF ne peuvent généralement répliquer que certains des indices les plus liquides afin d'éviter des coûts de transaction qui seraient autrement prohibitifs. En d'autres termes, seuls des fonds gérés activement peuvent donner accès à certaines parties du marché moins liquides, ce qui est particulièrement intéressant pour certains segments des marchés à haut rendement et émergents.

Les gérants actifs sont bien placés pour faire face à l'évolution du climat économique

Ce document ne représente en aucun cas une liste exhaustive des différences entre les investissements actifs et passifs sur les marchés obligataires. Toutefois, les points que nous avons mis en évidence - la construction des indices, l'exposition à la durée et les importantes sources d'inefficiences de marché - nous semblent être les plus pertinents compte tenu de l'évolution du climat économique actuel. Dans cet environnement, les gérants obligataires actifs sont bien placés pour mettre à profit leurs compétences afin de tirer parti de la surperformance tout au long des cycles d'investissement.

Les opinions exprimées dans le présent document ne sauraient en aucun cas constituer des recommandations, des conseils ou des prévisions.

