

Obligations gouvernementales : quels sont les risques ?

Les emprunts d'Etats souverains profitent actuellement pleinement de leur statut de valeur-refuge. Mais existe-t-il des risques liés à l'investissement obligataire gouvernemental ?

Tous les gouvernements ne sont pas égaux dans les marchés obligataires. Le mouvement de fuite vers la qualité a largement profité aux obligations gouvernementales des pays développés, en permettant aux investisseurs d'enregistrer depuis le début de l'année une performance globale de l'ordre de +6% (selon les indices ML Bond). Pourtant, sur la même période, les obligations gouvernementales des pays émergents affichent une performance globale de -17%.

En fait, tous les segments obligataires comprenant une part de risque de crédit se sont vus maltraités – que ce soient les emprunts de sociétés avec notation supérieure (-8% depuis le début 2008), les emprunts de sociétés avec haut rendement (-32%) ou les emprunts émergents, sans parler des obligations convertibles (-35%) qui ont souffert autant de l'écartement des primes de risque crédit que de la baisse des sous-jacents actions.

Ce rapide développement sur les marchés non-gouvernementaux est nécessaire pour bien prendre la mesure du mouvement de fuite vers la qualité et expliquer le grand écart entre les performances mentionnées.

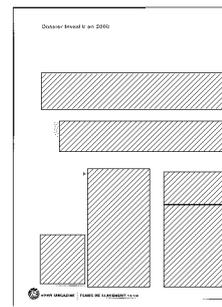
Une fois tiré le bilan d'une année

2008 extrêmement discriminante, on se doit d'analyser méthodiquement la situation actuelle aux lendemains de mouvements violents. Le rendement à échéance 2 ans sur le T-Note américain est inférieur à 1% - sur le T-Bill à 3 mois le rendement est de 0.1% ! Sur le Bund allemand à 2 ans le rendement plafonne à 2%. La liste de ces exemples est aussi longue que les rendements sont dérisoires.

Le rendement moyen sur un indice gouvernemental- toutes échéances confondues- est de 2.5%, un niveau historiquement très - trop ?- faible. En revanche, le rendement moyen sur un indice de sociétés avec notation supérieure se situe aux environs de 7.5%, soit le triple, ou l'équivalent d'une prime de 500 points de base (pb).

Le retour à la logique du calcul

A ce stade, on peut reformuler la question initiale : quels sont les vrais risques de l'investissement obligataire gouvernemental ? C'est bien évidemment une « normalisation » des marchés financiers et une diminution de l'aversion au risque. En d'autres termes, ce serait le retour à la logique du calcul et la recherche du meilleur ratio risque-rendement par rapport au climat



actuel dominé par la crainte, les ventes forcées et la réduction de l'effet de levier dans le système financier.

La qualité supérieure des Etats souverains ne sera pas remise en cause fondamentalement. Cependant, force est de constater qu'ils devront financer des injections importantes de capitaux et des plans de relance pour stabiliser le système financier et relancer l'activité économique. Les programmes d'émissions obligataires pour 2009 et les années suivantes promettent d'être chargés. On estime les besoins du Trésor américain au moins à USD 1'500 milliards pour 2009.

Dans ce contexte, les risques obligataires se trouvent peut-être là où on les attend le moins : au niveau des obligations gouvernementales. La faiblesse des rendements actuels reflète différents éléments susceptibles d'être réappréciés au cours des prochains mois : notamment le risque d'une déflation et, déjà mentionnée, l'aversion au risque concernant les investissements en général. Ces facteurs déjà largement intégrés par le marché font courir à un portefeuille gouvernemental le risque d'une remontée de ses rendements vers son niveau historique moyen situé entre 4 et 5% - et peut-être au-delà lorsque les politiques monétaires reflationnistes produiront leurs effets. Le risque d'un portefeuille obligataire gouvernemental sera alors proportionnel à sa durée moyenne ou, en première approximation, à la durée moyenne de ses placements.

Nous ne sommes pas les seuls à relever la cherté des emprunts du Trésor américain (U.S. Treasuries), par exemple, dans la mesure où ils intègrent déjà le risque d'une déflation – soit un recul généralisé et durable des indices de prix à la consommation. Ce fait est avéré par la comparaison des rendements nominaux des U.S. Treasuries « classiques » et des rendements réels obtenus sur les U.S. Treasuries « pro-

tégés de l'inflation » - ou encore TIPS. Une comparaison directe révèle un rendement supérieur pour la deuxième catégorie – phénomène largement inhabituel. A tel point que plusieurs spécialistes recommandent en ce moment d'investir en TIPS.

Là aussi, il convient d'être conséquent dans le raisonnement. Avec un coupon indexé sur l'inflation, une remontée des rendements provoquée par un renversement des anticipations inflationnistes serait couverte avec un tel instrument. Pour autant, si la correction des rendements se fait sur la base d'un autre critère, une réévaluation du rendement réel ou une réduction de l'aversion au risque par exemple, le risque de durée demeure en provoquant un recul des prix obligataires et en faisant apparaître une moins-value.

Risque de durée contre risque de crédit

Dans le cadre d'une gestion obligataire globale et diversifiée, le principal choix à faire – ou le principal arbitrage – est donc risque de durée contre risque de crédit. De manière contre-intuitive, le meilleur moyen de protéger un portefeuille obligataire aux différents risques évoqués ci-dessus est certainement de réduire sa sensibilité au risque de durée (pas assez rémunéré) et de repondérer son exposition au risque de crédit (très bien rémunéré).

Un portefeuille obligataire global et diversifié devrait contenir au moins 40% d'emprunts de sociétés avec notation supérieure, selon notre stratégie. C'est avec cette approche que nous gérons notre fonds d'allocation tactique dans l'univers obligataire couvrant tous les segments du marché. A ce stade du cycle, ou plutôt des cycles (conjoncturelle, de taux et de crédit), il convient plus que jamais de bien identifier les vrais risques et de bien diversifier son exposition obligataire.

En mesurant le risque obligataire dans

sa globalité – à l'aide de la variance ou de l'écart-type – on vérifie que, sur la longueur d'un cycle, un portefeuille obligataire gouvernemental voit son risque réduit et son rendement amélioré en ajoutant une part d'obligations de sociétés avec notation supérieure. D'où l'intérêt de pratiquer aussi une gestion diversifiée au sein d'un portefeuille obligataire !



Stéphane Decrauzat
Responsable des investissements obligataires REYL & CIE Genève.



Le rendement moyen sur un indice gouvernemental -toutes échéances confondues- est de 2.5%, un niveau historiquement très -trop?- faible.

Les Etats souverains devront financer des injections importantes de capitaux et des plans de relance pour stabiliser le système financier.