Où sont les risques obligataires?

> Taux La gestion indicielle conduit à une forte exposition sur les obligations de très gros débiteurs. Quelle diversification choisir?

Pascal Frei*

La crise de la dette européenne et l'état de santé précaire de l'économie américaine ont entraîné de nombreuses interrogations sur les risques liés à la gestion benchmarkée des portefeuilles obligataires. En effet, en raison de performances souvent décevantes de la gestion active, de nombreux investisseurs institutionnels favorisent une gestion indicielle dans cette classe d'actifs avec pour principale conséquence de fortement s'exposer aux plus gros débiteurs de la planète. Comme les indices traditionnels sont construits selon le poids relatif de la capitalisation boursière, la zone euro, les Etats-Unis ou le Japon sont des poids lourds dans de nombreux portefeuilles d'institutions de prévoyance. Il est donc judicieux de questionner la pratique actuelle et d'envisager des approches alternatives permettant de réduire, si nécessaire, ce risque.

Une des réponses apportées par le marché de la gestion institutionnelle est la création d'indices, dits «intelligents» ou «fondamentaux», construits selon des critères autres que celui de la capitalisation boursière. Certains prennent en considération la capacité financière des pays émetteurs, d'autres des variables telles que le PIB comme critère de pondération. Tous poursuivent un même objectif de réduction de l'exposition aux principaux émetteurs, source d'inquiétude pour de nombreux investisseurs. Toutefois, ces nouveaux indices ont la faiblesse majeure d'être construits sur la base de critères de pondération arbitraires dont la sélection est influencée par la situation économique et les craintes actuelles.

Le choix de l'indice et indirectement de l'exposition future du portefeuille devient une décision active et subjective de gestion dépendant des convictions de l'investisseur alors qu'il devrait se baser sur des critères objectifs. Ainsi, un indice construit selon le critère de pondération du PIB accroîtra la proportion de la dette américaine et diminuera celle du Japon. En revanche, un indice basé sur la force fiscale renforcera le poids des pays de la zone euro et réduira l'exposition à la dette US.

> Le choix de l'indice et indirectement de l'exposition future du portefeuille devient une décision active

Malgré les faiblesses des solutions proposées en matière d'investissement dans les obligations en monnaies étrangères, la question de la diversification des risques obligataires reste entière. En effet, les institutions de prévoyance helvétiques détiennent, en moyenne, 40% d'obligations dans leur portefeuille à raison de trois quarts en CHF et d'un quart en monnaies étrangères. L'exposition aux pays fortement endettés n'est donc qu'un risque très relatif pour les investisseurs institutionnels. Par contre, leur forte exposition aux obligations en CHF représente un risque nettement plus important. Le marché suisse est composé de près de 35% d'émetteurs du secteur financier, secteur actuellement très chahuté en raison de la crise de la dette des Etats mais aussi des nouvelles exigences réglementaires et de l'environnement économique peu favorable. Le risque obligataire n'est pas donc pas inexistant mais il se situe avant tout dans les portefeuilles obligataires en CHF. En effet, les émetteurs financiers en CHF représentent environ 10% du portefeuille total d'une institution de prévoyance helvétique typique alors que la dette américaine représente moins de 3%.

Il est donc essentiel que les investisseurs institutionnels s'assurent de la qualité de leur portefeuille d'obligations en CHF et en accroissent, si nécessaire, la diversification. Toute diminution du risque s'accompagnera d'une baisse des rendements attendus. En raison du très bas niveau des taux d'intérêt et de la forte proportion d'obligations en CHF dans les portefeuilles des institutions de prévoyance, cette baisse de rendement aura évidemment un impact négatif sur la performance globale des portefeuilles. Alternativement et paradoxalement, une des solutions envisageables serait d'augmenter l'exposition des portefeuilles à la dette libellée en monnaies étrangères en prenant soin, toutefois, d'éviter les risques de change. En effet, le marché obligataire en CHF ne représente qu'une infime proportion du marché de la dette internationale, notamment en raison de la bonne santé financière de la Suisse.

La recherche de diversification repose donc plutôt sur une modification des stratégies de placement et une internationalisation des placements obligataires que sur le changement des indices de référence, reflets d'une situation désagréable mais réelle.

* CFA, associé PPCmetrics