

T R I B U N E

GESTION DE TAUX

Lorsqu'un choc obligataire se profile

S'adapter ou disparaître. Cette phrase à connotation darwinienne résume plutôt bien la condition actuelle des spécialistes de la gestion de taux. Nombreux étaient ceux qui, fin 2013, anticipaient un renversement de tendance imminent sur la courbe des taux longs. Il aura finalement fallu attendre un an et demi, au moment même où le consensus anticipait des taux longs à zéro jusqu'à la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE), pour voir un choc obligataire se profiler.

En l'espace de quelques jours seulement durant le mois d'avril, le rendement du Bund allemand à 10 ans s'est envolé de 7 à 65 points de base tandis que, dans le même temps, le taux de l'OAT à 10 ans a presque triplé, en passant de 0,35 % à 0,99 %.

De nombreux facteurs. En cause, la conjonction de plusieurs facteurs. D'un point de vue fondamental, la reprise de la croissance et la remontée lente de l'inflation, elle-même alimentée par le rebond des cours du pétrole, confirment que l'Europe s'éloigne de la déflation. Sur le plan politique, la cohésion de l'Union européenne est mise à mal entre le manque de visibilité sur l'avenir européen de la Grèce, l'approche d'élections générales incertaines en Espagne et la victoire des conservateurs au Royaume-Uni.

Du côté monétaire, l'assouplissement quantitatif de la BCE a poussé les taux d'intérêt réels en territoire négatif, ce qui, couplé aux faibles niveaux de *spread* sur la dette privée, a rendu les obligations chères, générant au passage une certitude de moins-values pour les investisseurs. A cela est venu se greffer un élément technique lié à un décalage de liquidités (« *liquidity mismatch* ») entre les positions acheteuses et vendeuses des investisseurs, qui a eu pour effet de fortement perturber la formation des prix de marché.



Laurent Boudoin,
gérant du fonds Taux Réels
Européens, Amaïka AM

» Il aura fallu longtemps pour voir un choc obligataire apparaître, remettant en question les stratégies des gestionnaires de taux

» Il paraît plus que jamais justifié de privilégier la protection du capital en continuant à mettre l'accent sur une diminution du risque de portefeuille

Raisonner en performance absolue.

Dès lors, une question se pose tout naturellement : est-il encore possible pour un spécialiste de la gestion de taux de générer une performance correcte sans pour autant augmenter le risque de crédit de façon démesurée ? Réponse : oui, à condition de raisonner en termes de performance absolue. Autrement dit, à condition de privilégier une approche flexible susceptible de mieux s'adapter à de brusques changements de régime, en se méfiant des idées reçues et en portant constamment un regard critique à l'égard de toute forme de consensus.

Concrètement, cela consiste, à l'image de notre stratégie d'allocation mise en place dès le début du mois d'avril, à simplifier au maximum son portefeuille afin de pouvoir le couvrir rapidement et efficacement, en privilégiant notamment les titres de créances liquides comme les emprunts *corporate* notés entre A et BBB et de maturité inférieure à 10 ans. Et surtout d'éviter de succomber à la tentation du *high yield*, même s'il constitue une porte de sortie utilisée par bon nombre d'investisseurs.

Mutualiser les risques. En outre, il convient de mutualiser les risques en se basant sur différents scénarios et en diversifiant les sources de performance au travers de supports d'investissement tels que les obligations indexées sur l'inflation, la dette junior hybride, le portage ou encore la dette émergente libellée en euros. Le tout en proportions raisonnables afin de ne pas remettre en cause la liquidité et la mobilité du portefeuille.

Au cours des mois à venir, les marchés obligataires pourraient être encore soumis à de fortes secousses. Dans ce contexte, il nous paraît plus que jamais justifié de privilégier la protection du capital en continuant à mettre l'accent sur une diminution du risque de portefeuille. Car seule une stratégie d'allocation extrêmement défensive et flexible permettra d'éviter les pertes, voire de générer de la performance dans un contexte de remontée des taux. **a**