La quête du rendement obligataire est devenue dangereuse

UN ŒIL SUR LA PLACE **Longtemps considérées comme un gage de sécurité, les obligations doivent être vues désormais comme une source de risque**

Les articles et déclarations alarmistes se multiplient depuis quelques mois au sujet d'une bulle obligataire qui serait proche de l'explosion. Les grands gérants d'actifs, qui doivent assurer la liquidité des titres qu'ils détiennent dans leurs fonds, ont fait part de leurs inquiétudes et certains ont mis en place des systèmes de protection en cas d'assèchement global des marchés. Jamie Dimon (directeur général de JPMorgan Chase) déclarait récemment que la liquidité des marchés obligataires était un risque majeur. Il soulignait l'extrême volatilité des prix, y compris dans le compartiment habituellement très sage des bons du Trésor américain.

Pour expliquer ses craintes, il insistait, comme l'ont fait de nombreux professionnels récemment, sur la très forte réduction de la liquidité due à la disparition des «market makers». En effet, pour faire face aux exigences de capital renforcées et aux réglementations plus conservatrices en matière d'effet de levier dans leur bilan, de nombreuses banques ont réduit, voire stoppé, leurs activités de market making. Dans le domaine des obligations corporate, le nombre d'émissions et le stock de titres existants a progressé de plus de 50% depuis 2007 alors que les positions des dealers de marché sur ces titres ont baissé de 75%.

On assiste donc à une situation très paradoxale où les marchés obligataires ont fortement augmenté en volume. Les banques centrales injectent une liquidité historiquement élevée, et ce depuis des années, et les marchés affichent malgré tout une liquidité préoccupante. Et comme toujours, un marché qui souffre d'illiquidité devient beaucoup plus volatil et constitue pour tout le monde un risque fortement accru.

En parallèle, les contraintes réglementaires et la recherche de sécurité des investisseurs ont entraîné près de 30% de l'économie mondiale vers des taux d'intérêt négatifs. Pour leur part, les clients privés sont amenés à fortement augmenter le risque de leurs portefeuilles en investissant dans des émetteurs de qualité inférieure afin d'obtenir un rendement positif en ligne avec leurs attentes.

Pour la clientèle de banque privée, le compartiment Fixed Income représente généralement entre 30 et 40% des actifs sous gestion en fonction de leurs pays d'origine. Les placements obligataires ont toujours été considérés par les clients privés comme un investissement liquide et beaucoup moins risqué que les actions ou les matières premières. Ce type d'investissement répond ainsi aux besoins des clients qui veulent obtenir un rendement régulier et préserver leur capital. Pour ces raisons, la gestion et le trading obligataires contribuent significativement à la rentabilité dans le Private Banking.

> **La volatilité dans les marchés actions constitue une vraie opportunité d'investissement**

Ce n'est donc pas une surprise si les chiffres publiés par l'ensemble des banques privées sur le deuxième semestre 2015 ont tous marqué une nette inflexion en matière de revenus transactionnels suite à la volatilité et à la baisse significative de certaines catégories d'obligations depuis l'été 2015. En effet, les clients ayant massivement investi dans les tranches les plus risquées du compartiment obligataire (Emerging Debt, High Yield) ont subi une forte baisse des valorisations de leurs positions. Les clients privés ont donc, comme c'est bien souvent le cas, changé d'approche pour se cantonner à une stratégie Buy and Hold qui consiste à attendre la maturité des titres pour récupérer leur capital, sans pour autant prendre les décisions de vente qui s'imposent lorsque le risque de signature augmente.

Les banques privées traversent donc une de ces situations complexes déjà connues dans le passé où les performances des comptes sont impactées, les volumes de transaction baissent au détriment des revenus et la valeur ajoutée de leurs conseils est largement remise en cause. En effet, une correction obligataire provoque toujours un questionnement quant à la capacité de sélection ou d'analyse du risque élaborées par les banques.

Dans cette situation il est donc nécessaire de conseiller à nos clients d'analyser les véritables enjeux liés à leurs positions obligataires, notamment le risque émetteur qui a fortement augmenté en raison des risques de faillites dans le compartiment des High Yields (obligations à haut rendement). Il est essentiel d'insister sur le risque de liquidité et, bien sûr, il convient de proposer des alternatives.

Il existe plusieurs moyens de reprendre la situation en main, notamment la réallocation vers des actions de qualité qui paient des dividendes élevés. Dans ce domaine, les actions offrent aujourd'hui des rendements et des risques souvent bien plus attractifs que les obligations. Certaines actions de grande qualité dans des secteurs peu volatils offrent un dividende très élevé alors que les obligations des mêmes émetteurs peuvent parfois offrir des rendements négatifs. Cette situation témoigne des risques de bulle qui pourraient amener une forte correction obligataire à moyen terme.

La volatilité de ces dernières semaines dans les marchés actions constitue par ailleurs une vraie opportunité d'investissement sur ce type d'actions de qualité ayant un profil risque/rendement bien plus attractif que celui des obligations.

Face à cette situation et à l'impact durable qu'elle peut représenter sur la performance des portefeuilles – mais aussi sur l'économie des banques privées –, les «recettes» traditionnelles doivent être appliquées. La diversification d'une part et, bien sûr, la recherche de performance à long terme incluant une véritable analyse des risques globaux dans l'allocation des actifs. La donne a donc changé et les obligations, longtemps considérées comme un gage de sécurité par les clients privés, doivent désormais être considérées comme une véritable source de risque qu'il faut réduire et maîtriser.

MICHEL LONGHINI
DIRECTEUR GÉNÉRAL EXÉCUTIF, PRIVATE BANKING, UNION BANCAIRE PRIVÉE