

# LE TEMPS

---

**Dette** Lundi 1 novembre 2010

## Les risques cachés de la gestion indicielle

Par **Matthieu Louanges\***

### La situation économique impose de se défier des indices de référence obligataires

Le contexte actuel n'est pas simple pour les acheteurs d'obligations. Le rendement des emprunts «sans risque» est proche de son plus bas niveau historique. Les investisseurs peuvent, en outre, s'interroger tant sur les conséquences de l'endettement croissant des Etats et d'une politique monétaire expansionniste que sur les perspectives conjoncturelles, particulièrement incertaines. Il existe cependant des stratégies souples et innovantes offrant une solution.

Le temps est venu de remettre en question les idées reçues et les modèles de pensée trop établis: ceci concerne aussi le jugement que l'on porte sur les emprunts d'Etat des pays industrialisés. Auparavant, quand les investisseurs évoquaient le risque de crédit ou d'insolvabilité, ils pensaient toujours aux pays émergents. Mais l'inflation spectaculaire de la dette publique de nombreux pays développés a d'ores et déjà aggravé leur risque de crédit. L'augmentation des primes de rendement à l'intérieur de la zone euro, que l'on considérait auparavant comme à peu près homogène, est à la fois nette et durable.

Ce phénomène, loin d'être confiné à la zone euro, trouve ses racines dans la tendance mondiale au désendettement et à la disparition des financements à des conditions favorables, qui frappe en priorité les émetteurs ayant de gros besoins de capitaux, alors que leur solvabilité ne va plus de soi. L'endettement de nombreux Etats industrialisés enflé, sur tous les continents. Le déficit budgétaire des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne avoisinait 11% de leur PIB l'an dernier. Le marché obligataire est la source principale de financement pour les nouveaux besoins de crédit: rien qu'en 2008, l'encours des emprunts d'Etat américains a crû de près de 17% et celui de leurs homologues britanniques, de presque 38%. L'augmentation de l'endettement et le transfert simultané de la dette publique des pays émergents aux pays industrialisés ne sont pas sans conséquences pour les marchés obligataires et exposent les investisseurs à des menaces, en particulier ceux qui privilégient la sécurité et se cantonnent plutôt dans une gestion passive.

Les indices pondérés en fonction de l'encours des obligations sont très risqués, car la tendance est à une augmentation du poids des emprunts des pays lourdement endettés dans ces indices. A eux seuls, cinq pays de la zone euro – le Portugal, l'Italie, la Grèce, l'Espagne et l'Irlande – représentaient il y a quelques mois encore, juste avant la rétrogradation brutale de la note de la Grèce et son exclusion de l'indice, près de 10% de l'indice «Barclays Global Aggregate», référence de nombreux portefeuilles obligataires.

Cette tendance des indices classiques à faire une place de plus en plus large aux «faiseurs de dettes» expose les investisseurs dont le portefeuille reproduit ces indices à un risque rampant. Le poids des emprunts des Etats très endettés dans leur portefeuille augmente en proportion. Bien souvent, ce sont précisément les titres pour lesquels, pour des raisons tenant à l'analyse fondamentale, les investisseurs préféreraient réduire leur allocation. Cela a pour effet de faire accumuler par les investisseurs des risques de crédit qu'ils n'ont pas souhaités et dont, parfois, ils ne sont pas même

conscients.

Les conséquences se feront sentir lorsque, comme on l'a vu dans la zone euro, les primes de risque augmenteront fortement, avec une détérioration des performances de ces portefeuilles. Dans ces conditions, deux types de mesures s'imposent: la première vise à améliorer la construction des indices de référence, la seconde consistant à s'écarter d'eux dans une large mesure.

Ces nouveaux critères de référence reposent sur des indices obligataires innovants qui sont pondérés non plus en fonction de l'encours de la dette publique, mais de paramètres fondamentaux tels que le produit intérieur brut. Ils s'adressent aux investisseurs qui ne se sont pas totalement détournés de l'utilisation de tels indices de référence, mais souhaitent se prémunir contre les risques et les biais inhérents à la conception des «benchmarks» traditionnels.

D'autres stratégies vont plus loin en se détachant dans une large mesure de la logique classique s'appuyant sur les indices de référence et en s'affranchissant résolument de leurs limitations. A ce propos, faire preuve de souplesse ne signifie pas seulement que l'on s'affranchit des paramètres d'un indice, mais aussi que l'on garde sa liberté quant au risque de variation des taux d'intérêt et à l'allocation par secteur et par pays. En matière de pilotage de la duration, la souplesse peut aller, pour un gestionnaire de fonds, jusqu'à orienter son portefeuille de telle sorte qu'il profite dans l'absolu d'une hausse des taux d'intérêt. Une telle approche devrait permettre de saisir les occasions qui se présenteront partout dans le monde, que ce soit dans les emprunts des pays émergents ou les obligations à haut rendement.

Une chose est sûre: dans le contexte actuel, les anciens modes de pensée et les modèles de diversification fondés sur les corrélations historiques ne sont pas une solution. Ce qu'il faut, ce sont de nouvelles manières de raisonner, des stratégies permettant d'anticiper.

\* PIMCO, membre du comité européen des portefeuilles

**LE TEMPS © 2009 Le Temps SA**