



Taux longs en-dessous de 1% - Réduire le risque obligataire suisse !

La Confédération profite de l'incertitude temporaire des marchés actions et du recul momentané des taux longs pour émettre 1.2 milliard de nouveaux emprunts : « Time to sell ».

Points clés:

- La Confédération profite du léger déclin des taux en-dessous de 1% pour lever 1.2 milliard
- La reprise économique en cours devrait permettre à la Suisse d'enregistrer une croissance du PIB supérieure à la moyenne (+2.5% en 2014)
- La phase de normalisation des taux longs dans notre pays est engagée depuis 2013 et se poursuivra en 2014 et 2015
- Les tensions se sont d'abord manifestées sur les taux de la Confédération
- Les « spreads » de crédit sont à nouveau proches de ceux observés avant la crise en 2007
- La prise de risque n'est plus rémunérée
- Les indices gouvernementaux sont les plus risqués en raison de durée plus importantes
- Réduire l'exposition en obligations et diminuer sensiblement la maturité des positions détenues

La Confédération profite des incertitudes récentes et place 1.2 milliards de nouveaux emprunts

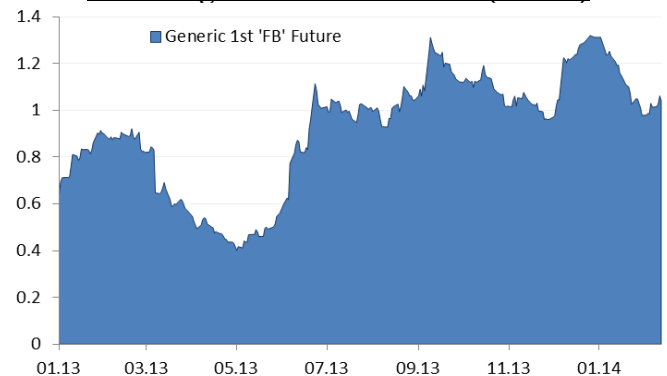
Les récentes incertitudes sur le plan conjoncturel aux Etats-Unis, notamment en matière de création d'emploi, couplées à un retour de la volatilité de certaines devises émergentes ont semé le doute en fin de mois de janvier dans l'esprit des investisseurs, malgré des perspectives de croissance 2014 favorables.

Après la forte progression des actions américaines - en particulier en 2013 -, ces nouvelles incertitudes ont normalement enclenché une phase de prise de profits, qui n'aura duré que deux semaines, mais qui aura aussi permis aux marchés de taux de bénéficier d'un regain d'intérêt, toutefois momentanément selon nous.

Tandis que les actions américaines glissaient de -6% entre le 15 janvier et le 1^{er} février, les taux longs du trésor US profitaient de flux de fonds positifs et voyaient leurs rendements s'abaisser de 3.95% à 3.55%.

En Suisse, on observait exactement les mêmes tendances sur les marchés actions et le segment obligataire gouvernemental. La chute de -5.5% de l'indice SPI intervenait au même moment et provoquait également un afflux de fonds dans le marché obligataire. **Les obligations de la Confédération à long terme voyaient leurs rendements glisser de 1.3% à moins de 1% en quelques semaines... Une nouvelle opportunité de prise de profit et de réduction des risques de taux.**

Taux longs de la Confédération (Future)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, la Confédération a pu sans difficulté placer près de 1.2 milliards de nouvelles tranches sur des emprunts existants, dont les maturités varient entre 2021 et 2049.

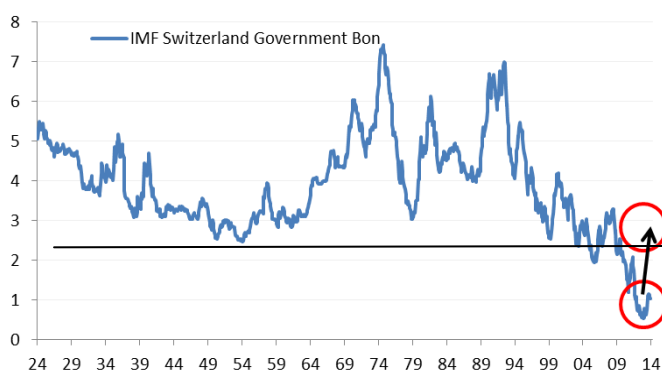
Elle a pu ainsi se refinancer sur la nouvelle tranche émise de l'emprunt 2049 (coupon 4%) à 1.673%, alors que son coût de financement à 7 ans (coupon 2%) n'était que de 0.6%. Les besoins de financement estimés pour 2014 étaient de 6 milliards de francs, la Confédération aura donc déjà refinancé 20% de son objectif 2014 en six semaines.

L'incertitude récente aura certainement soutenu la demande pour des placements hors risque et notamment des **emprunts de la Confédération**, qui semblent avoir été « **sur-souscrits** » d'environ 58%.

Le total des emprunts émis par la Confédération se monte désormais à un peu plus de 80 milliards de francs pour un PIB annuel réel d'environ 560 milliards de francs. Globalement, l'endettement total des différents sous-secteurs des administrations publiques suisses présente un ratio d'environ 35% du PIB. Malgré la crise financière, la Suisse poursuit sa tendance de réduction de l'endettement de l'Etat tant sur le plan relatif au PIB qu'en termes absolus. La dette totale des administrations publiques a en effet glissé de 250 milliards en 2004 à environ 200 milliards en 2014. Le taux d'endettement devrait ainsi descendre encore à 33.4% en 2014.

La Confédération a donc fait une bonne opération en se finançant à long et très long terme dans de si bonnes conditions. D'autant qu'il nous semble de plus en plus probable qu'il s'agisse de l'une des dernières fenêtres d'opportunité de ces prochaines années. En effet, nous écrivions en mars 2013 que le moment était enfin venu de réduire le risque obligataire dans les portefeuilles et les stratégies de placement diversifiées, en prévision d'une amélioration globale de la situation conjoncturelle en 2013 et d'une accélération de la croissance mondiale en 2014. Nous relevions également dans notre analyse que les titres de la Confédération pouvaient subir une **correction substantielle d'environ -15%** dans la phase de normalisation des taux d'intérêt, qui pourrait se traduire par une **remontée des taux longs vers le niveau de 2%-2.5%**, correspondant à la croissance économique actuelle, au cours des prochaines années.

Taux longs de la Confédération 1924-2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Les taux longs de la Confédération étaient alors à leur plus bas niveau historique de 0.4% et avaient ensuite bondi à 1.3% en seulement cinq mois (Future Conf). L'indice obligataire SBI Domestic Swiss Government Index, comprenant des emprunts échéants entre 2015 et 2049, voyait lui sur la même période son rendement

moyen progresser de 0.75% à 1.3% et ses cours chuter de -4.6%.

Cette première phase de remontée des taux devrait être suivie d'une nouvelle période de tension en 2014 et 2015, qui provoquera de nouvelles pertes en capital estimées à environ 10-15% sur les placements obligataires et notamment sur les titres de la Confédération à longue maturité.

En ce début d'année 2014, le recul des taux nous semble donc de plus en plus être l'opportunité d'une nouvelle réduction des risques.

Ceci d'autant plus que la conjoncture européenne devrait s'améliorer en 2014 et abaisser les pressions haussières sur le franc. La Suisse faisait déjà figure de grande gagnante de la compétition en Europe grâce à une croissance déjà très supérieure en 2013, elle devrait selon nous encore maintenir cette avance en 2014 en enregistrant une nouvelle hausse de son PIB supérieure à +2% et en revenant ainsi au-dessus de sa croissance moyenne. Dans ce contexte, les taux d'intérêt devraient subir une pression haussière plus sensible.

Poursuite en 2014 de la normalisation des taux d'intérêt à long terme

À l'émergence de la crise financière en 2008, les taux longs de la Confédération se situaient à 3.5%. Ils avaient repris une tendance haussière depuis 2005, qui avait vu les taux rebondir du niveau historique de 2% atteint après la récession de 2003. Pendant cette période, la croissance suisse bondissait de +1.7% à +3.8%. Mais la crise financière a ensuite poussé les taux longs et les taux directeurs de la plupart des pays développés à des niveaux historiques jamais observés. Les taux à dix ans du gouvernement des Pays-Bas sont descendus à des niveaux inconnus depuis l'introduction de cette statistique en 1917, alors que les Etats-Unis présentaient la même image, soit des taux au plus bas depuis 1790. En 2008, les taux longs suisses entraient dans leur 16^{ème} année de déclin et avaient déjà chuté de 7% à 2%. La crise financière a prolongé le cycle de baisse de taux en relançant un nouveau mouvement de baisse, exacerbé en 2011 par la crise européenne et la hausse massive du franc suisse. **Cependant, l'amélioration généralisée des conditions financières et économiques marque déjà depuis 2013 le début d'un nouveau paradigme.**

Analyse des risques du segment obligataire suisse : 5 risques majeurs à considérer

Le processus de normalisation est donc en marche, mais la hausse des taux ne suivra bien évidemment pas une tendance linéaire. Elle sera largement affectée par les

données conjoncturelles et les changements de perception des risques des investisseurs qui provoqueront des opportunités à court terme pour gérer plus efficacement les risques. Les divers segments de notre marché obligataire suisse pourraient ainsi être affectés de manière distincte, mais il est primordial en ce début d'année 2014 d'adopter les stratégies les plus efficaces permettant de **limiter le plus possible les effets négatifs d'une remontée graduelle des taux** sur les positions obligataires détenues.

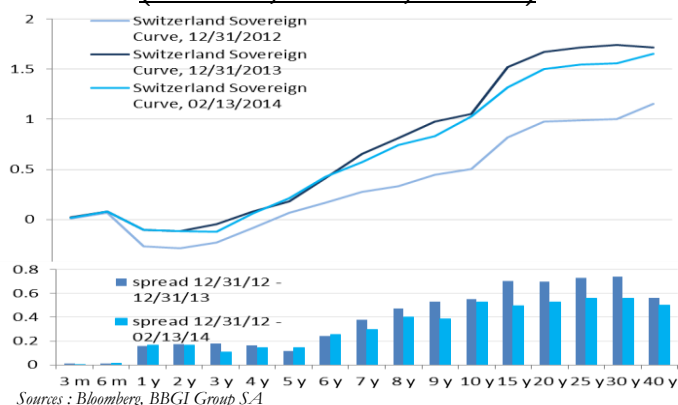
Rappelons les **risques principaux à considérer** :

- Risque de taux d'intérêt « négatif » (Confédération)
- Risque de « duration » ou de maturité
- Risque de solvabilité/qualité des débiteurs
- Risque de positionnement sur la courbe des taux
- Risque d'allocation tactique

Risque de taux d'intérêt négatif sur les emprunts de la Confédération de moins 5 ans

Malgré la remontée des taux longs depuis le mois d'avril 2013 sur les contrats à terme de la Confédération, ce risque reste présent en 2014. Cette situation exceptionnelle, exacerbée en 2012 et début 2013 par l'afflux de capitaux étrangers en quête de valeur refuge, avait poussé les taux de la Confédération sur les échéances inférieures à 5 ans en territoire nettement négatif. Il n'y a que peu de chance de voir un retour brutal de ce phénomène, mais le rendement des échéances inférieures à 4 ans reste aujourd'hui encore légèrement négatif. Il convient encore de rester attentif et de procéder le cas échéant à des **liquidations pour procéder à un positionnement plus rationnel**. Mais par extension, le rendement sur les maturités suivantes reste extrêmement bas et peu attrayant, puisqu'il reste inférieur à 0.5%/an pour les maturités inférieures à 8 ans. Le retour des investisseurs ces dernières semaines s'est sans doute concentré sur les échéances supérieures à 10 ans comme le montre la détente des taux sur la courbe des taux ci-dessous.

Courbes des taux de la Confédération (12.31.2012, 12.31.2013, 2.10.2014)

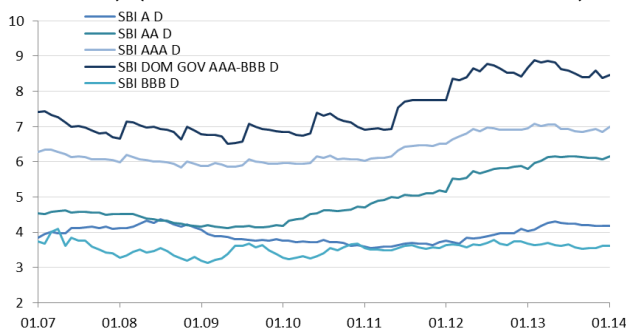


Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Risque de « duration » ou de maturité

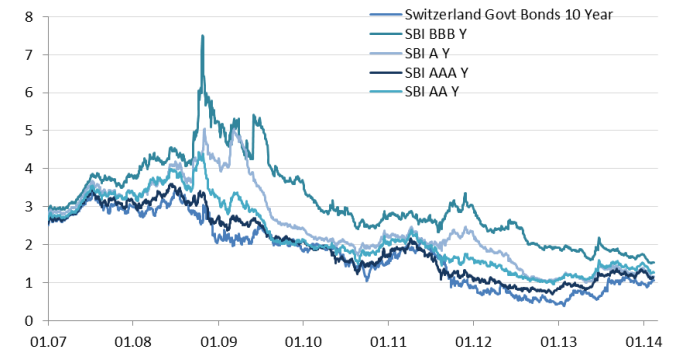
En phase de remontée de taux d'intérêt, la maturité d'une obligation est l'un des éléments les plus importants à prendre en considération pour la gestion du risque de moins-value. En effet, on peut rappeler que, toutes choses étant égales par ailleurs, une **obligation de longue duration subira un impact plus important sur son cours, qu'une obligation de duration faible, en cas de choc de taux d'intérêt**. Ainsi une hausse linéaire de 150 points de base sur la courbe des taux d'intérêt affectera très différemment une obligation à un an qu'une autre ayant une maturité de dix ans. La moins-value théorique sur la première sera limitée à environ 1.5%, tandis qu'elle sera d'environ 15% sur celle ayant une duration de dix ans. Il est donc primordial de prendre en compte ce paramètre dans la définition d'une stratégie optimale face à une remontée possible des taux d'intérêt. En ce qui concerne les obligations de la Confédération, il est d'autant plus important de se pencher sur ce point puisque les émissions de ces dernières années ont vu leur maturité moyenne fortement augmenter. La Confédération a émis notamment en 2012 deux nouveaux emprunts de 25 et 30 ans, échéant en 2037 et 2042. Pendant la crise financière, la Confédération a ainsi bénéficié d'une demande solide pour placer de nouvelles émissions à des rendements extrêmement bas en profitant d'allonger le plus possible la durée de ces emprunts. Aujourd'hui, ces emprunts sont ceux qui seront les plus susceptibles de moins-values en cas de choc linéaire sur la courbe des taux et c'est précisément ceux-ci qui ont fait l'objet des nouvelles tranches émises en début d'année 2014. **La duration du SBI Domestic Swiss Government Index a augmenté de 7 à 9 ans pendant la crise, alors qu'elle n'était que de 4 à 5 ans dans les années 90**. Le risque des portefeuilles composés d'obligations de la Confédération est donc aujourd'hui deux fois plus élevé. Cette tendance à l'allongement des échéances s'est également produite, dans les segments AAA et AA. Cette préférence pour la dette de qualité en période d'incertitude extrême et de stress de marché est compréhensible et explique aussi que la duration du segment BBB est restée plus ou moins constante sur la période. La duration moyenne de la dette BBB est inférieure à 4 ans et est ainsi deux fois plus courte que celle des segments AAA et AA et d'un tiers de celle du segment Confédération. **Les portefeuilles les plus risqués sont donc ceux qui auraient été constitués ces dernières années de nouvelles émissions gouvernementales ou tout simplement ceux suivant une stratégie indexée centrée sur les titres de la Confédération**. La première stratégie de réduction des risques consisterait à réduire la durée de vie moyenne des positions détenues. Mais attention, la vente de positions longues pour se repositionner sur des échéances inférieures à 5 ans par exemple, trouve sa limite dans le fait que la rentabilité actuelle soit encore proche de zéro, voire négative.

Duration des indices obligataires suisses (2007-2013) (Confédération, AAA, AA, A et BBB)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Rendement des diverses classes de débiteurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Impact d'une hausse de 1.5% des taux en 2014-2015 sur les indices SBI

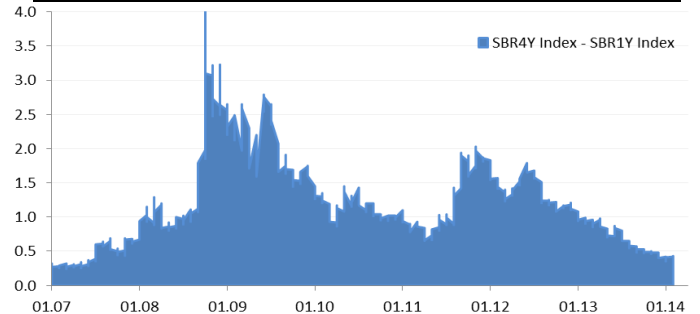
Dans un contexte de normalisation des risques systémiques et d'une amélioration de la conjoncture provoquant une remontée des taux, on assistera à un renversement des facteurs de risque. Ainsi, pour une remontée de 150 points de base des taux d'intérêt, le segment Confédération des indices obligataires chuterait de -15% environ, tandis que celui des obligations AAA subirait une baisse de -10%. Le segment BBB, plus risqué, ne subirait pourtant qu'une baisse de -5% grâce à sa durée particulièrement courte.

Risque de solvabilité ou qualité de débiteur

Le segment Confédération a été le plus affecté par la remontée des taux longs en 2013. Les écarts de rendement entre emprunts de la Confédération et les titres BBB se sont réduits pour retrouver leur niveau de 2007, sous l'impulsion de la normalisation des rendements de la Confédération. La stratégie qui privilégiait une diminution du risque étatique au profit des obligations « investment grade » a donc été profitable, mais au niveau actuel, nous voyons désormais plutôt une tension généralisée à tous les segments du marché se concrétiser en 2014.

La convergence des rendements des diverses classes de débiteurs « investment grade » nous semble donc aujourd'hui en phase terminale.

Écarts de rendements Confédération-BBB (spreads)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Autres risques

Le risque d'allocation d'actifs est donc évidemment très élevé dans ce contexte. L'allocation globale en obligations suisses devrait pour un temps au moins être réduite au profit d'autres formes de placement. Quant au risque de positionnement sur la courbe des taux, nous recommandons d'éviter la partie très courte et la partie longue, qui sera la plus pénalisée par le prochain choc de taux.

Conclusion

2013 a marqué le changement de tendance pour les taux longs dans notre pays, un retour vers 2%-2.5% en 2015 est probable. La réduction des « spreads » aux niveaux de 2007 et la convergence des rendements des diverses classes de débiteurs suggèrent désormais des risques similaires. Réduire l'exposition globale et la durée semblent les seules stratégies permettant la réduction des risques en 2014.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch