

Marchés : Réduire les risques obligataires suisses... maintenant !

Les obligations gouvernementales suisses et les stratégies indexées sont les plus « à risque ». Baisse de l'incertitude et retour de la croissance suggèrent un ajustement des anticipations.

Points clés

- Ajustement nécessaire des anticipations à long terme pour les taux suisses
- Taux longs de la Confédération très en-dessous du niveau plancher observé historiquement (2%)
- La normalisation du contexte économique mondial affectera les marchés de taux suisses
- Les obligations de la Confédération sont plus « à risque » et pourraient perdre -15%
- Les portefeuilles indexés sont les plus en danger
- Les stratégies en cas de remontée de taux doivent prendre en compte les risques de taux négatifs, de duration, de solvabilité, de positionnement sur la courbe des taux et d'allocation tactique

Ajustement nécessaire des anticipations à long terme pour les marchés de taux suisses

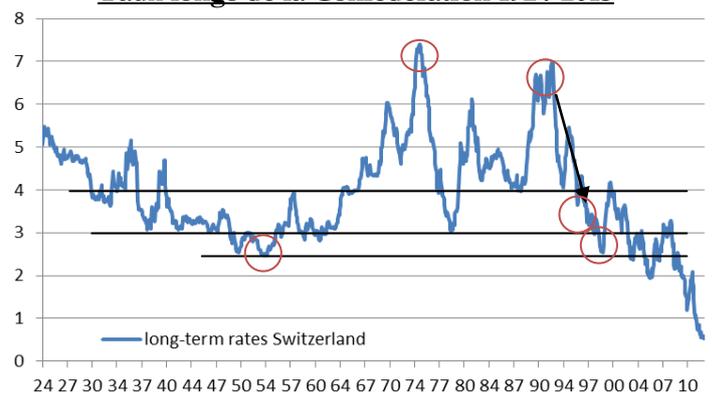
En 1992, lorsque les taux d'intérêt des obligations à long terme de la Confédération donnaient un rendement de 7% annuel sur dix ans, les investisseurs privés et les institutions de prévoyance n'avaient pas besoin de réfléchir longtemps pour évaluer les perspectives d'un tel placement et ses risques associés. Il s'agissait véritablement d'une opportunité unique dans l'histoire du marché obligataire helvétique, puisque les taux de la Confédération à long terme n'avaient pas atteint de tels sommets depuis 1974, avant de glisser ensuite à nouveau pour toucher leur point bas à 3% en 1980. L'investisseur pouvait donc à ce moment s'assurer de toucher un coupon annuel de 7% et espérer une plus-value en capital liée aux perspectives d'une probable normalisation des taux dans la décennie à venir.

Ainsi, les anticipations en matière de performance globale des obligations de la Confédération pouvaient légitimement se situer au début de la période 1990-2000 à environ +10%/an en tenant compte des plus-values en capital potentielles.

A cette période, les indices obligataires suisses comprenaient des obligations à diverses échéances dont la moyenne se situait plutôt entre 4 et 5 ans. La moyenne à très long terme des taux longs suisses étant elle aussi proche de 4%, le calcul était relativement simple à effectuer. Une normalisation des taux de 7% à 4%, représentant une baisse de 300 points de base, pouvait, si elle se produisait en 5 ans, produire une espérance de plus-value en capital au niveau d'un indice obligataire de +15%. Les attentes en terme de performance globale, rendement et plus-value en capital, se situaient donc à environ +10%/an.

C'est à peu près ce qui s'est produit entre 1992 et 1997, les taux ont glissé de 7% à 4%. Ils ont ensuite poursuivi leur déclin avant d'atteindre une nouvelle fois le niveau de 2.5% déjà observé au début des années 50, près d'un demi-siècle plus tôt.

Taux longs de la Confédération 1924-2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

A la fin de la décennie 90, il était particulièrement difficile d'imaginer une poursuite immédiate de cette tendance dans un contexte historique. Le retour des taux vers leur moyenne de 4% à long terme ne laissait alors que peu de place pour espérer de nouvelles plus-values en capital additionnelles, seulement possibles en cas de poursuite de la tendance baissière vers les niveaux les plus bas observés après-guerre.

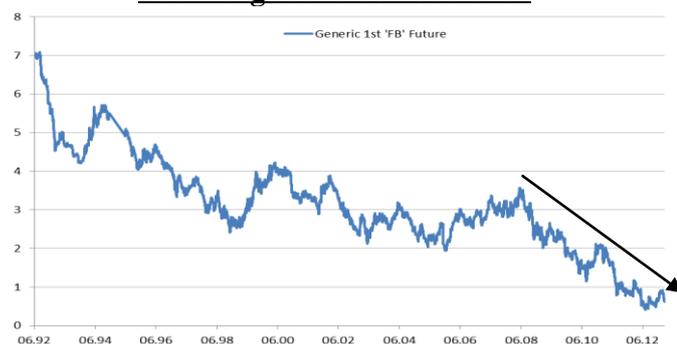
De ce fait, même les anticipations les plus optimistes en matière de performance globale des obligations de la Confédération à la fin de la décennie 90 ne pouvaient qu'être réduites à la somme d'un coupon d'environ 4% et d'une plus-value en capital désormais réduite par un dernier déclin imaginable de 150 points de base des taux d'intérêt représentant une poursuite du cycle de baisse de 4% au niveau le plus bas atteint de 2.5% historiquement. **Compte tenu de la maturité moyenne des obligations de la Confédération, ce mouvement pouvait produire en 5 ans une plus-value maximale en capital de +7 à +8%, soit une performance globale annualisée d'environ +5.5%.**

Nous savons aujourd'hui que c'est effectivement ce scénario optimiste qui s'est produit avant que, pendant les dix années suivantes, entre 1997 et 2008, les taux d'intérêt ne se stabilisent autour de 3%, dans une volatilité réduite de +/- 1%. En 2003 et 2006, les taux touchaient même à deux reprises le niveau de 2%, jamais observé depuis près d'un siècle.

A l'émergence de la crise financière en 2008, les taux longs suisses entraînent dans leur 16^{ème} année de « bull market » et avaient déjà chuté de 7% à 2%, ce qui constituait déjà un record historique.

La crise financière a prolongé le cycle de baisse de taux extraordinaire en relançant un nouveau mouvement de baisse, exacerbé ensuite par la hausse du franc. Les effets de la crise financière en Europe ont sans aucun doute largement influencé l'évolution des taux suisses, qui ont poursuivi leur déclin, grâce à une demande croissante de placements hors risque en devise forte, jusqu'à atteindre un niveau proche de zéro en 2012.

Taux longs de la Confédération



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Aujourd'hui, le scénario le plus optimiste pour les taux suisses ne laisse plus qu'une chute possible de 0.6% à 0%, soit une plus-value en capital maximale de 600 points de base. Les dernières années ont montré que même les scénarios les plus optimistes pouvaient se réaliser. Dans un tel contexte toutefois, les anticipations les plus positives ne produiraient qu'une performance globale de quelques pourcents avant qu'un

renversement de tendance probable n'efface rapidement les derniers gains potentiels.

Nous avons par ailleurs détaillé dans notre dernière analyse hebdomadaire, qu'à ce point du cycle de baisse de taux et dans le contexte économique et politique de 2013, le scénario le plus optimiste n'avait selon nous que peu de chances de se matérialiser.

Nous suggérons au contraire que les anticipations les plus probables pour l'évolution des taux suisses seraient plutôt celles tablant sur une hausse de 150 points de base.

Les taux longs reviendraient à nouveau à 2%, un niveau de taux finalement encore très bas en comparaison historique. Ce mouvement de hausse sera certainement induit par une amélioration des perspectives économiques internationales, une stabilisation de la situation en Europe notamment, un simple effet de réallocation d'actifs dans les stratégies diversifiées plus favorables aux actions et par un début de remontée des taux longs aux Etats-Unis.

Les effets d'une telle phase de normalisation des taux sur les marchés obligataires suisses pourraient être importants, notamment sur les obligations de la Confédération.

Nous évaluons les risques de moins-value à environ -15% sur l'indice gouvernemental.

Quelles stratégies adopter en cas de remontée des taux longs en Suisse ? Quelles solutions ?

Une remontée des taux longs affectera de manière différente les divers segments du marché de taux en Suisse, mais tous devraient subir une correction des cours. Dans un contexte de remontée des taux d'intérêt, même limitée à un retour progressif vers le niveau de 2% pour les taux longs de la Confédération, les divers segments du marché subiront donc des corrections en fonction de leurs caractéristiques spécifiques. Il est donc primordial aujourd'hui, alors que la menace de remontée des taux se précise, d'adopter de nouvelles stratégies qui viseront à limiter le plus possible les effets négatifs sur les positions obligataires détenues.

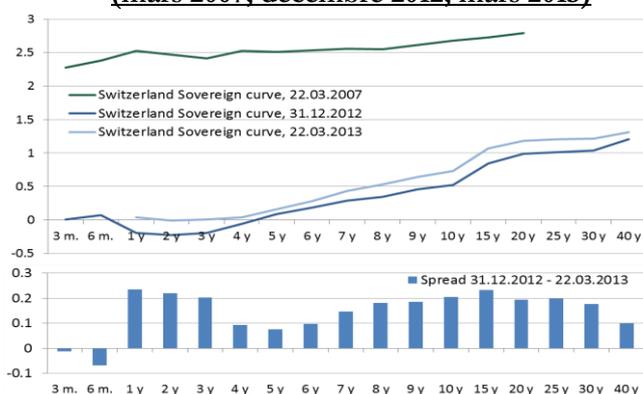
Ces stratégies devront pouvoir prendre en compte les risques suivants :

- **Risque de taux négatifs**
- **Risque de durée**
- **Risque de solvabilité/qualité de débiteurs**
- **Risque de positionnement sur la courbe de taux**
- **Risque d'allocation d'actifs tactique globalement ou indépendamment.**

Eliminer le risque de taux d'intérêt négatif

Ce risque est en fait limité aux obligations de la Confédération qui ont bénéficié d'un afflux de capitaux et d'un intérêt particulier d'investisseurs soucieux d'investir leurs capitaux dans un actif perçu comme particulièrement sûr au point d'accepter un rendement négatif. La crise financière et les risques d'éclatement de l'euro ont ainsi provoqué une demande extraordinaire pour la dette de la Confédération qui, pendant plusieurs mois et sur des échéances allant jusqu'à quatre ans, affichait des rendements négatifs. Il va sans dire que l'acquisition de telles obligations n'a pas de sens du point de vue de l'investisseur rationnel puisque le coût d'acquisition est supérieur à la valeur cumulée des coupons et du remboursement du capital.

Courbes des taux de la Confédération (mars 2007, décembre 2012, mars 2013)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

En fin décembre 2012, la courbe de taux montrait effectivement une rentabilité négative pour les obligations de la Confédération de 1 an à 4 ans.

Ce n'est plus vraiment le cas aujourd'hui, mais il convient de rester attentif à ce point, et de procéder le cas échéant à des ventes pour se repositionner sur d'autres échéances ou d'autres débiteurs offrant des rendements positifs.

Gérer le risque de durée

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 durée subira un impact plus important sur son cours, qu'une obligation de durée 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 durée de dix ans.

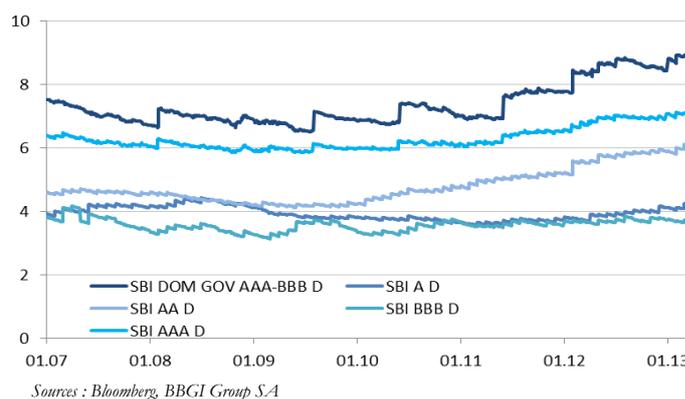
Il est donc primordial de prendre en compte ce paramètre dans la définition d'une stratégie optimale face à une remontée possible des taux d'intérêt.

En ce qui concerne les obligations de la Confédération, il est d'autant plus important de se pencher sur ce point que 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 le plus susceptibles de moins-values en cas de choc linéaire sur la courbe des taux. Globalement, les obligations de la Confédération prises dans leur ensemble ont une durée de près de 9 ans. Nous rappelions plus haut que la durée moyenne dans les années 90 était plutôt comprise entre 4 et 5 ans. **Le risque des portefeuilles obligataires composés d'obligations de la Confédération est donc deux fois plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'était auparavant.** Le graphique ci-dessous montre l'intensification de cette tendance au cours des dernières années.

Aujourd'hui, 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.

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

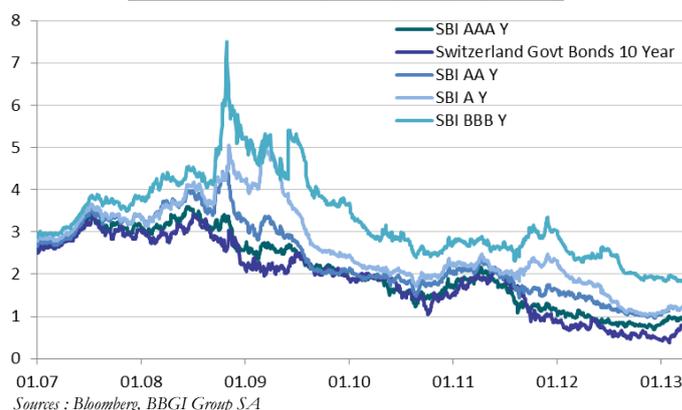
La tendance à l'allongement des échéances observée sur le segment des obligations de la Confédération s'est également produit, bien qu'à une moindre mesure, sur celui des obligations AAA et AA. Cette préférence pour la dette de qualité en période d'incertitude extrême et de stress de marché est compréhensible. A contrario, le segment BBB du marché suisse n'a pas bénéficié de cet attrait, sa durée est donc restée plus ou moins constante sur la période. Il est intéressant de noter que la durée 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 près de trois fois longue que celle du segment Confédération.

Dans un contexte de normalisation des risques systémique et d'une amélioration de la conjoncture provoquant une remontée linéaire des taux, on observera un renversement des facteurs de risque. Ainsi, pour une remontée de 150 points de base linéaire des taux d'intérêt, le segment Confédération des indices obligataires chuterait de 1350 points de base environ, tandis que celui des obligations AAA subirait une baisse de 1050 points de base. Le segment BBB, plus risqué, ne subirait à priori qu'une baisse de 500 points de base grâce à sa durée particulièrement courte.

Gérer le risque de crédit ou solvabilité

Le segment Confédération semble le plus vulnérable à une remontée des taux, mais il est pourtant perçu comme le moins risqué. Dans ce contexte pourtant, il devient difficile d'adopter une stratégie active de gestion des risques sans procéder à une réallocation en-dehors des titres de la Confédération au profit des autres segments. Les segments AAA à A offrent une certaine protection en matière de risque de crédit, mais leurs rendements sont proches de ceux de la Confédération. Quant au segment BBB, il n'est souvent pas accessible en raison de contraintes de gestion privilégiant les débiteurs de qualité supérieure. Nous suggérons cependant un réaménagement des portefeuilles dans ce sens dans la mesure des possibilités autorisées. En 2007, les écarts de rendements entre débiteurs étaient plus étroits, notamment pour les BBB qui pourraient bien être en 2013-2014 l'un des meilleurs segments du marché.

Taux d'intérêt des marchés de taux suisses (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



Gérer le risque de courbe de taux

A l'exception du segment Confédération dont la partie inférieure à 5 ans reste en territoire négatif, la gestion du risque durée peut ailleurs être réalisée par un repositionnement sur la partie courte de la courbe des taux. Nous recommandons donc de profiter du retour actuel temporaire des incertitudes en Europe et du regain d'intérêt pour les obligations souveraines de qualité, pour procéder à un repositionnement sur la partie courte des courbes de taux en-dehors des obligations de la Confédération.

Gérer le risque d'allocation d'actifs

Pour finir, nous considérons aussi ce moment comme particulièrement propice pour réduire le plus possible le risque d'allocation d'actifs ou risque tactique en profitant des marges de manœuvre et des possibilités offertes par les contraintes de placement des clients pour réduire les risques et s'approcher des allocations minimales autorisées.

Nous ne détaillons pas dans cette analyse hebdomadaire les alternatives aux placements obligataires que nous privilégions, comme l'immobilier qui a fait l'objet d'analyses hebdomadaires spécifiques.

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 Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch