

Investment viewpoint

Toutes les routes mènent aux obligations d'entreprise suisses

Destiné aux investisseurs professionnels uniquement • Swiss Fixed Income

Décembre 2021

Est-il judicieux d'investir dans des obligations libellées en franc suisse (CHF) lorsque les taux d'intérêt sont bas ?

Cette question s'est posée à plusieurs reprises ces 20 dernières années, malgré la très bonne performance des obligations en CHF induite par la baisse incessante des taux d'intérêt. Au début du millénaire, beaucoup d'investisseurs jugeaient qu'un rendement à l'échéance de 2,5 % pour les obligations gouvernementales suisses à 10 ans était trop faible, puisque le même risque rapportait plus de 4 % durant les années 1990. Mais les taux d'intérêt ont poursuivi leur baisse, notamment après la crise financière mondiale, et sont même entrés en territoire négatif au début de l'année 2015, après une intervention de la Banque nationale suisse (BNS). La question du bien-fondé d'investir dans les obligations en CHF reste donc pressante.

En novembre 2021, les obligations gouvernementales suisses à 10 ans affichaient un rendement à l'échéance d'environ -0,23%. Auparavant, les investisseurs demandaient une prime pour la renonciation à la consommation qu'impliquait la détention de ces instruments, mais ils semblent aujourd'hui prêts à payer pour simplement déposer leur argent dans des obligations sûres.

L'argument traditionnel de la diversification des obligations

L'argument traditionnel selon lequel les obligations doivent faire partie intégrante d'un portefeuille équilibré repose moins sur les rendements attendus que sur des considérations liées à la diversification. Puisqu'un portefeuille d'actions bien diversifié doté d'un horizon de placement long devrait générer entre 3 et 4 points de pourcentage de plus par an qu'un portefeuille obligataire équilibré, sur un horizon équivalent, un investisseur ne tenant compte que des rendements purs en conclurait que, sur le long terme, il devrait investir exclusivement dans des actions.

Toutefois, le problème de cette stratégie est que, dans l'intervalle, la volatilité de la performance du portefeuille d'actions peut être conséquente et, compte tenu du risque de pertes substantielles, beaucoup d'investisseurs n'ont pas le courage ou la possibilité de rester investis exclusivement en actions. Pour compenser la forte volatilité de ces dernières, d'autres classes d'actifs susceptibles de contribuer positivement à la performance et de la stabiliser peuvent être ajoutées au portefeuille – notamment en période de faiblesse des marchés boursiers.

Comme nous l'avons vu par le passé, les obligations répondent à ces exigences et servent traditionnellement d'élément de diversification dans la construction du portefeuille – pour aboutir au fameux portefeuille équilibré. A titre d'exemple, le marché des actions suisse a



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burkhardt, CFA
Fixed Income Strategist and
Portfolio Manager

déjà perdu près de 40% de sa valeur sur 12 mois, tandis que la perte maximale sur la même période enregistrée par un portefeuille obligataire équilibré en CHF n'a jamais excédé 4%. La part des obligations présentes dans un portefeuille équilibré varie en fonction de la performance attendue, de la tolérance au risque et de la perte maximale acceptable. Plus un portefeuille contient d'obligations, moins sa performance devrait fluctuer, et les pertes potentielles devraient également être plus contenues.

Les corrélations avec les obligations d'entreprise en CHF demeurent attractives

Toutefois, dans le contexte de taux bas actuel, il est devenu nécessaire de vérifier si les propriétés de diversification des obligations se vérifient toujours. L'illustration 1 montre la corrélation entre les actions et les obligations suisses ces dernières années. Elle souligne en particulier que les obligations gouvernementales suisses (mesurées par l'indice Eidgenossen) ont perdu une partie de leurs qualités de diversification depuis que les taux d'intérêt sont devenus négatifs en 2015. Il est toutefois intéressant de noter que les obligations d'entreprise en CHF (mesurées par l'indice SBI A-BBB) ont montré une corrélation avec les actions légèrement moindre durant cette période comparativement à avant 2015. Cela tient, selon nous, à un changement dans le comportement des investisseurs. Lorsqu'ils vendent des actions, ils n'optent plus essentiellement pour des obligations à faible risque, du fait des faibles rendements attendus ; ils sont au contraire susceptibles d'investir dans des obligations d'entreprise *investment grade*.

L'analyse de la composition des univers d'investissement en obligations et en actions suisses montre que le risque spécifique au titre est plutôt bien diversifié dans les deux classes d'actifs. Si l'on compare la liste des entreprises dont les obligations en CHF sont actuellement notées investment grade à celle des entreprises qui figurent dans le *Swiss Performance Index* élargi, le chevauchement est étonnamment faible. Sur près de 200 émetteurs sur le marché des obligations d'entreprise en CHF, 150 environ n'ont pas émis d'actions à ce jour. La combinaison de ces analyses révèle que la diversification apportée par les entreprises suisses entre 2015 et 2021 était à peu près aussi efficace que celle des obligations gouvernementales suisses, puisqu'elles ont dégagé un niveau de performance similaire, avec une volatilité bien moindre.

Les investisseurs devraient-ils rechercher d'autres options de diversification ?

Le contexte de taux bas actuel implique que la BNS a peu de marge de manœuvre pour procéder à d'autres baisses en cas de nouvelles crises. On peut donc supposer que le rôle historique de valeur refuge des obligations devrait s'atténuer. Cela signifie-t-il que les investisseurs devraient éviter totalement les obligations en CHF et rechercher d'autres candidats à la diversification, gages d'une meilleure performance ?

Il convient, tout d'abord, de noter que les objectifs de rendement de la plupart des autres candidats valables à la diversification se situent, eux aussi, bien en-deçà de leur moyenne à long terme.

ILLUSTRATION 1 : CORRÉLATION ENTRE LES INDICES OBLIGATAIRES EN CHF ET LE SWISS PERFORMANCE INDEX (SPI)

MATRICE DE CORRÉLATION	2008-2014				2015-2021			
	INDICE SBI AAA-BBB	INDICE SBI A-BBB	INDICE DES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES SUISSES	SPI	INDICE SBI AAA-BBB	INDICE SBI A-BBB	INDICE DES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES SUISSES	SPI
Indice SBI AAA-BBB	1,00				1,00			
Indice SBI A-BBB	0,80	1,00			0,90	1,00		
Indice des obligations gouvernementales suisses	0,82	0,37	1,00		0,96	0,75	1,00	
Indice des obligations gouvernementales suisses de 1 à 10 ans	0,73	0,29	0,93		0,92	0,73	0,93	
Indice des obligations gouvernementales suisses à plus de 10 ans	0,84	0,42	0,97		0,94	0,73	1,00	
SPI	0,13	0,45	-0,21	1,00	0,00	0,19	-0,05	1,00
Performance annualisée (A)	4,03%	3,97%	4,46%	5,21%	1,02%	0,99%	1,36%	9,22%
Volatilité annualisée (B)	2,81%	2,94%	3,89%	13,18%	3,59%	2,99%	5,70%	12,06%
Performances ajustées des risques (A/B)	1,44	1,35	1,15%	0,40	0,28	0,33	0,24	0,76

Source : Bloomberg, rendements totaux mensuels durant la période du 31 janvier 2008 au 31 août 2021.

Les primes de risque extrêmement basses (voire négatives) des obligations sans risque ont plombé celles des autres classes d'actifs.¹ De plus, les opportunités d'investissements liées à l'univers obligataire plus large sont souvent bien plus importantes, plus équilibrées et plus liquides. Nombre de candidats à la diversification sont moins facilement négociables, ne peuvent pas être valorisés quotidiennement, pourraient avoir un volume de marché total nettement inférieur et mettent souvent l'accent sur des thèmes, des secteurs ou des régions de niche. Les difficultés de valorisation compliquent souvent l'évaluation des propriétés de diversification, aboutissant parfois à des surestimations.

Certaines obligations d'entreprise en CHF affichent de bons profils de rentabilité/risque

Nous avons montré que les obligations en CHF offrent de solides caractéristiques de diversification, même dans un contexte de taux d'intérêt bas. Elles peuvent également se négocier et être valorisées quotidiennement, et leur univers d'investissement est suffisamment vaste et varié, avec une très bonne note de crédit moyenne. Nous pensons donc que les obligations en CHF devraient continuer à faire partie intégrante de tout portefeuille équilibré à l'avenir.

Mais nous estimons également que les investisseurs obligataires devront à l'avenir repenser la façon dont ils structurent leurs portefeuilles obligataires en CHF. Si, dans les années 1990, les investisseurs pouvaient se concentrer presque exclusivement sur les obligations à faible risque du segment AAA-AA, ils doivent aujourd'hui composer avec le risque de crédit. En sélectionnant soigneusement les obligations d'entreprise, il est possible d'améliorer la performance de la classe d'actif, sans perdre son potentiel de diversification, nécessaire et recherché.

Une approche d'investissement basée sur une analyse de crédit approfondie et l'intégration minutieuse de critères de durabilité ciblés peuvent réduire le risque de défaillance des placements dans les obligations d'entreprise A-BBB. En outre, ne plus axer la répartition obligataire d'un portefeuille sur les seules obligations à faible risque signifie que l'exposition au risque de taux d'intérêt devrait être réduite, tandis que le potentiel de rendement de l'exposition obligataire pourrait gagner jusqu'à 1 point de pourcentage, sans se heurter à une volatilité significativement accrue ou à un risque de perte. Cela étant, le risque de défaillance d'un tel portefeuille obligataire sera légèrement plus élevé dans le segment A-BBB.

Au fond, structurer l'exposition obligataire optimale dans un portefeuille plus étendu implique de trouver le juste équilibre entre rendement, risque et diversification. En réduisant le risque de taux d'intérêt lié à l'exposition obligataire, le potentiel de diversification des obligations n'est pas compromis, et les investisseurs peuvent même bénéficier d'une sensibilité aux taux d'intérêt moindre en cas de relèvement des taux. La perte de toute prime de maturité peut être plus que compensée par un investissement dans des obligations d'entreprise du segment A-BBB. Les obligations d'entreprise ont également tendance à surclasser les obligations à faible risque assorties d'une échéance équivalente lorsque les taux d'intérêt augmentent, parce que les primes de risque de crédit se contractent normalement en période de reprise économique, ce qui est favorable aux rendements.

Au vu de tous ces facteurs, nous concluons que le profil de rentabilité/risque comparativement bon des obligations d'entreprise en CHF demeure attractif et est renforcé par les réelles propriétés de diversification de ces actifs. Nous pensons donc qu'ils méritent une place dans un portefeuille équilibré.

¹ La prime de risque d'une classe d'actifs est la somme des primes reçues pour les différents risques qu'elle comporte. La prime de base pour toutes les classes d'actifs est la « prime de renonciation à la consommation », c.-à-d. la prime pour les obligations sans risque ou à faible risque.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Destiné aux investisseurs professionnels uniquement

Ce document est publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorisée et supervisée par l'autorité de surveillance des services financiers (Financial Conduct Authority ou FCA) et enregistrée sous le numéro 515393 dans le registre de la FCA.

Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") est un nom commercial.

Ce document est fourni exclusivement à des fins d'information et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'achat ou de vente d'une valeur mobilière ou d'un service. Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer des conseils professionnels au sujet d'investissements dans des produits financiers. Avant de conclure une transaction, l'investisseur doit examiner avec soin si celle-ci est adaptée à sa situation personnelle et, si besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants au sujet des risques, ainsi que des conséquences juridiques, réglementaires, financières, fiscales ou comptables. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou dans son intégralité), transmis, modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Ce document contient les opinions de LOIM à la date de publication.

Ni le présent document, ni une copie de celui-ci ne peuvent être envoyés, amenés ou distribués aux États-Unis d'Amérique, dans l'un de leurs territoires, possessions ou zones soumis à leur juridiction, ou à l'attention ou dans l'intérêt d'un ressortissant américain

(US Person). À cet effet, le terme « ressortissant » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des États-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un État, territoire ou possession des États-Unis d'Amérique, toute société de capitaux soumise au droit des États-Unis d'Amérique ou d'un État, territoire ou possession des États-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des États-Unis d'Amérique, quelle que soit la source de ses revenus.

Source des chiffres : sauf mention contraire, les chiffres sont fournis par LOIM.

Bien que certaines informations proviennent de sources publiques réputées fiables, en l'absence de vérification indépendante, nous ne pouvons garantir leur exactitude et leur exhaustivité.

Les avis et opinions sont exprimés à titre informatif uniquement et ne constituent pas une recommandation de LOIM pour l'achat, la vente ou la détention de quelque titre que ce soit. Les avis et opinions sont exprimés en date de cette présentation et sont susceptibles de changer. Ils ne doivent pas être interprétés comme des conseils en investissement.

Aucune partie de ce document ne saurait être (i) copiée, photocopiée ou reproduite sous quelque forme que ce soit ou (ii) distribuée à toute personne autre qu'un employé, cadre, administrateur ou agent autorisé du destinataire sans l'accord préalable de Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited . Au Royaume-Uni, ce document constitue une promotion financière et a été approuvé par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited , qui est autorisée et supervisée par la FCA.

© 2021 Lombard Odier IM. Tous droits réservés.