

Investment viewpoint

Un *airbag* rend les obligations suisses attractives

Réservé aux investisseurs professionnels • Fixed Income

Octobre 2022

Le premier semestre 2022 nous a enseigné que même les obligations sans risque libellées en franc suisse peuvent subir des pertes importantes. Après plusieurs années de forte hausse, le portefeuille d'obligations suisses, par exemple, a perdu plus de 15% à certains moments, enregistrant une performance tout aussi décevante que celle des actions suisses.¹

Dans ce commentaire, nous passons en revue les facteurs qui influent sur le niveau des pertes des obligations sans risque, tout en dressant le constat que le niveau des taux d'intérêt, tel un *airbag*, amortit les pertes.

Les points à retenir

- Le risque de perte des obligations sans risque dépend de la durée et de l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt estimée, ainsi que du niveau des taux, notamment pour les horizons de placement plus longs
- Autrement dit, plus le risque sur taux d'intérêt est important, plus la charge sur l'*airbag* disponible sera lourde ; la durée de l'horizon de placement est toutefois encore plus déterminante pour la rentabilité attendue
- Un horizon de placement un peu plus long, un risque sur taux d'intérêt faible et un risque de crédit supplémentaire peuvent permettre d'améliorer considérablement les perspectives de rendement des obligations en franc suisse sur les cinq prochaines années

A l'encontre de la théorie

Le premier semestre a été particulièrement défavorable du point de vue de l'allocation d'actifs, car les obligations sûres sont normalement censées avoir un effet stabilisateur en cas de baisse des marchés actions. Théoriquement, les taux d'intérêt sont censés baisser lorsque les marchés actions s'effondrent et donner lieu à des rendements positifs, du moins pour les obligations sans risque. C'est toutefois la situation inverse qui s'est produite. Les taux d'intérêt ont fortement augmenté et relativement vite à la suite de la hausse plus importante que prévu des chiffres de l'inflation. La situation a été aggravée par le fait que les taux d'intérêt étaient très bas au début de l'année, ce qui explique la quasi-absence de protection pour limiter les pertes liées à la hausse des taux.

¹ La performance passée n'offre aucune garantie quant aux résultats futurs.



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burkhardt, CFA
Fixed Income Strategist
and Portfolio Manager

Commentaire sur le rendement d'une obligation sans risque :

Le rendement R d'une obligation sans risque sur une période donnée peut être globalement réparti en deux composantes.

$$R \approx -\text{Duration} \cdot \Delta r + \text{Income}$$

La première est la contribution au rendement, qui est le résultat de la variation des taux d'intérêt (Δr). La taille de cette composante du rendement est indépendante du niveau des taux d'intérêt et de la durée de la période sur laquelle le rendement de l'obligation est calculé. Elle est principalement déterminée par le risque sur taux d'intérêt (duration) de l'obligation et par l'ampleur de la variation des taux d'intérêt (Δr). La seconde composante du rendement contient le « revenu » qui est généré par l'obligation au cours de la période considérée. Cette contribution dépend en grande partie du niveau des taux d'intérêt et de la durée de la période prise en compte pour le calcul du rendement.

Si le rendement d'une obligation sans risque sur les périodes courtes (p. ex. un jour) est principalement déterminé par la première composante, l'importance de la seconde composante augmente généralement sur les périodes plus longues et lorsque les taux d'intérêt augmentent. Dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt bas, la seconde composante ne peut pas constituer une protection suffisante, y compris sur les longues périodes, pour limiter les pertes découlant de la hausse des taux (de la première composante).

Les pertes varient en fonction de l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt

Le risque de perte des obligations sans risque dépend non seulement de la durée et de l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt estimée, mais aussi, dans une grande mesure, du niveau des taux d'intérêt, notamment pour les horizons de placement plus longs. Une obligation sans risque assortie d'une durée de 5 ans perd 2,5% pour une augmentation de 0,5% des taux d'intérêt, selon la première composante du rendement, indépendamment du niveau des taux. La seconde composante du rendement dépend, quant à elle, en très grande partie du niveau des taux et de la durée de la période. En supposant une période d'un an avec une hausse progressive des taux sur l'année, le « revenu » annuel correspond au résultat de la moyenne des niveaux des taux d'intérêt au début et à la fin de l'année. Avec un taux d'intérêt initial de 0% et une hausse constante de 0,5% sur l'année, la contribution de la seconde composante du rendement sera d'environ +0,2%. En revanche, si le niveau initial des taux d'intérêt s'élève à 4%, la contribution de la seconde composante atteindra environ 4,25% sur un an. La même variation des taux de 0,5% donne ainsi lieu à une perte annuelle de 2,25% dans l'environnement de taux d'intérêt bas, contre une progression annuelle de 1,5% dans un environnement de taux élevés. Le niveau initial des taux d'intérêt, tel un *airbag*, peut donc amortir les pertes. Et c'est le niveau des taux d'intérêt qui détermine la qualité de l'*airbag*.

Autrement dit, dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt élevés, les taux doivent augmenter plus fortement pour le rendement d'une obligation sans risque devienne négatif. Si, par exemple, le rendement annuel d'une obligation sans risque avec une durée de 5 ans est invariablement négatif dans le premier cas (taux d'intérêt de 0%) avec la hausse des taux d'intérêt, dans le second cas (taux d'intérêt de 4%), les taux d'intérêt doivent augmenter d'au moins 0,89% pour que le rendement annuel soit négatif. En portant la durée à 10 ans, le rendement annuel pour un taux d'intérêt supposé de 4% est déjà négatif avec une hausse des taux supérieure à 0,42%. Ce n'est donc pas seulement l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt et leur niveau qui déterminent le moment où les rendements correspondants deviennent négatifs, mais aussi le risque sur taux d'intérêt estimé. Autrement dit, plus le risque sur taux d'intérêt est important, plus la charge sur l'*airbag* disponible sera lourde.

Dans l'environnement actuel, allonger l'horizon de placement est presque toujours la meilleure solution

Pour autant, la durée de l'horizon de placement est toutefois encore plus déterminante pour la rentabilité attendue. Plus l'horizon est long, plus la contribution de la seconde composante du rendement sera importante, car le revenu augmente régulièrement dans le temps. L'*airbag* pour amortir les pertes dues à la hausse des taux d'intérêt et des primes de risque de crédit est proportionnellement plus grand et efficace.

Le tableau suivant montre la rentabilité attendue annualisée d'un emprunt de la Confédération suisse à 10 ans sur un horizon de placement de cinq ans. Le niveau des taux d'intérêt (ou la courbe

des emprunts de la Confédération suisse) du 15 septembre 2022 sert de base.

Obligation gouvernementale suisse à 10 ans	Variations du niveau des taux d'intérêt dans 5 ans							
	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	1,83%	1,07%	0,36%	-0,31%	-0,93%	-1,51%	-2,05%	-2,55%

Sources : Bloomberg, LOIM, 20 septembre 2022. Uniquement à titre indicatif.

Si les taux d'intérêt augmentent progressivement de 1% sur les cinq prochaines années (ou de 0,2% par an), l'emprunt de la Confédération suisse à 10 ans perd en moyenne environ 0,31% chaque année. En revanche, si la durée est ramenée à 5 ans et

que le calcul porte sur un emprunt de la Confédération suisse à 5 ans, les taux d'intérêt doivent augmenter de près de 0,5% par an (ou 2,5% sur cinq ans) pour que le rendement annuel moyen soit négatif.

Obligation gouvernementale suisse à 5 ans	Variations du niveau des taux d'intérêt dans 5 ans								
	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
	1,20%	0,95%	0,71%	0,49%	0,27%	0,07%	-0,12%	-0,30%	

Sources : Bloomberg, LOIM, 20 septembre 2022. Uniquement à titre indicatif.

Les prévisions de rendement à long terme sont encore plus favorables si l'on prend l'exemple d'une obligation notée BBB à 5 ans en lieu et place d'un emprunt de la Confédération suisse sans risque à 5 ans. Celle-ci comporte aujourd'hui une prime de risque de crédit moyenne supplémentaire d'environ 2%. Cette rémunération complémentaire au titre du risque de crédit permet d'amortir les pertes dues aux futures hausses des taux d'intérêt

et à une nouvelle augmentation des primes de risque de crédit. Comme le montre l'analyse des scénarios suivante pour l'obligation notée BBB à 5 ans, même si les primes de risque de crédit de l'obligation BBB doublent et que les taux d'intérêt augmentent progressivement de 3% sur les cinq prochaines années, la contribution au rendement annuel moyen reste positive, atteignant tout de même 1,17%.

Obligation BBB à 5 ans		Variations du niveau des taux d'intérêt dans 5 ans								
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Variations relatives des niveaux des spreads dans 5 ans	-50%	3,66%	3,41%	3,18%	2,95%	2,74%	2,53%	2,34%	2,16%	
	0%	3,14%	2,89%	2,65%	2,43%	2,22%	2,01%	1,82%	1,64%	
	50%	2,95%	2,70%	2,46%	2,23%	2,02%	1,82%	1,63%	1,45%	
	100%	2,67%	2,42%	2,18%	1,96%	1,74%	1,54%	1,35%	1,17%	

Sources : Bloomberg, LOIM, 20 septembre 2022. Uniquement à titre indicatif.

Un horizon de placement un peu plus long, un risque sur taux d'intérêt faible et un risque de crédit supplémentaire peuvent permettre d'améliorer considérablement les perspectives de rendement des

obligations en franc suisse sur les cinq prochaines années. Les deux tableaux suivants montrent les rendements annuels moyens attendus pour l'indice SBI AAA-BBB et l'indice SBI A-BBB sur la période.

Indice SBI AAA-BBB		Variations du niveau des taux d'intérêt dans 5 ans								
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Variations relatives des niveaux des spreads dans 5 ans	-50%	2,64%	2,18%	1,76%	1,38%	1,04%	0,73%	0,45%	0,19%	
	0%	2,39%	1,93%	1,51%	1,13%	0,79%	0,48%	0,19%	-0,06%	
	50%	2,29%	1,83%	1,41%	1,03%	0,69%	0,38%	0,10%	-0,16%	
	100%	2,15%	1,69%	1,27%	0,89%	0,55%	0,24%	-0,04%	-0,30%	

Indice SBI A-BBB		Variations du niveau des taux d'intérêt dans 5 ans								
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
Variations relatives des niveaux des spreads dans 5 ans	-50%	3,20%	3,02%	2,85%	2,69%	2,55%	2,42%	2,30%	2,19%	
	0%	2,77%	2,58%	2,41%	2,26%	2,11%	1,98%	1,87%	1,76%	
	50%	2,60%	2,42%	2,25%	2,09%	1,95%	1,82%	1,70%	1,60%	
	100%	2,37%	2,18%	2,01%	1,86%	1,72%	1,59%	1,47%	1,36%	

Sources : Bloomberg, LOIM, 20 septembre 2022. Uniquement à titre indicatif.

Compte tenu des risques sur taux d'intérêt relativement longs (duration d'environ 7 ans) et de la faible proportion d'obligations d'entreprise (environ 25%), la marge de protection du rendement de l'indice SBI AAA-BBB est un peu plus faible, voire rognée, en cas de fortes augmentations des taux d'intérêt et des écarts de rendement.

Pour sa part, l'indice SBI A-BBB, d'une durée d'environ 4,3 ans et composé presque exclusivement d'obligations d'entreprise, n'enregistre pas de perte annuelle moyenne quel que soit le scénario sur un horizon de placement de cinq ans.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Réservé aux investisseurs professionnels.

Le présent document a été publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, agréée et réglementée 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 à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre un titre ou un service quelconque. Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait interdite. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer un quelconque conseil professionnel sur l'investissement 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, fiscales, comptables et en matière de crédit. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en totalité ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à d'autres fins sans l'autorisation écrite et préalable de LOIM. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Ni ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emportés ou distribués aux Etats-Unis, dans l'un de leurs territoires, possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à une Personne des Etats-Unis (US Person) ou dans l'intérêt d'une telle personne.

Dans ce contexte, l'expression « Personne des Etats-Unis » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, tout partenariat organisé ou existant dans un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société de capitaux soumise au droit des Etats-Unis d'Amérique ou d'un Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, ou toute propriété ou tout trust soumis à l'impôt fédéral des Etats-Unis d'Amérique, quelle que soit la source de ses revenus. Source des chiffres : sauf indication contraire, les chiffres mentionnés ont été préparés par LOIM. Bien que certaines informations aient été obtenues de sources publiques réputées fiables, sans vérification indépendante, nous ne pouvons garantir leur exactitude et exhaustivité. Les points de vue et opinions exprimés le sont uniquement à titre d'information et ne constituent pas une recommandation de LOIM d'acheter, de vendre ou de détenir un titre quelconque. Les avis et opinions sont donnés 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 et par quelque moyen 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.

©2022 Lombard Odier IM. Tous droits réservés.