

Investment viewpoint

Evaluation des obligations suisses : que nous disent les prix ?

Réservé aux investisseurs professionnels • Fixed Income

Juillet 2023

Contrairement aux prix des actions, les prix des obligations dépendent généralement beaucoup plus de facteurs systématiques que de données spécifiques à l'entreprise. En d'autres termes, ils sont généralement influencés par des éléments qui vont au-delà de l'évaluation fondamentale de l'entité sous-jacente. Cet article propose une explication simplifiée des caractéristiques qui dictent l'évolution des prix des obligations.

Les points à retenir

- Nous examinons cinq obligations suisses pour montrer comment évaluer les rendements potentiels et expliquer pourquoi les conclusions initiales peuvent souvent être trompeuses
- L'évolution des obligations est déterminée par une série de facteurs : le prix à lui seul ne fournit pas beaucoup d'informations
- En nous basant sur des exemples concrets, nous expliquons pourquoi d'autres éléments, comme le montant du coupon et la durée à courir jusqu'à l'échéance, doivent aussi être pris en compte

Identifier les meilleurs rendements

Dans un premier temps, nous considérons cinq obligations en franc suisse. Nous indiquons pour chacune d'elles le numéro ISIN, le nom de l'émetteur et le prix au 31 mai 2023. Nous supposons également que toutes les obligations seront remboursées au prix de CHF 100 à l'échéance. La question est de savoir laquelle promet le meilleur rendement.

ANALYSE DE CINQ OBLIGATIONS EN FRANC SUISSE¹

Obligations	ISIN	Nom de l'émetteur	Prix
Obligation 1	CH0579132918	Ville de Lugano	48,18
Obligation 2	CH0224397007	Suisse	141,87
Obligation 3	CH0009755197	Suisse	169,87
Obligation 4	CH0184249990	Suisse	102,34
Obligation 5	CH0553695088	AnderMatt Swiss Alps AG	102,88

Source : Bloomberg, au 31 mai 2023 à titre indicatif uniquement.

¹ Toute référence à une entreprise ou à un titre spécifique ne constitue en aucun cas une recommandation d'achat, de vente, de participation ou d'investissement direct dans l'entreprise ou le titre concerné(e). Rien ne garantit que les recommandations faites à l'avenir donneront des résultats positifs ou égaleront la performance des titres cités dans le présent document.



Markus Thöny
Head of Swiss Fixed Income



Philipp Burckhardt, CFA
Fixed Income Strategist
et Portfolio Manager

D'un point de vue pragmatique, on pourrait conclure que la première obligation émise par la ville de Lugano est la plus intéressante, étant donné qu'elle semble offrir le plus grand potentiel de hausse. Les deuxième et troisième obligations (émises par la Confédération suisse) semblent quant à elles moins intéressantes, car elles perdront de la valeur jusqu'à l'échéance. Les deux dernières obligations ne semblent pas offrir un grand potentiel de hausse ou de baisse, sachant que leurs prix sont déjà proches de CHF 100.

Nous montrerons ci-après que ces conclusions sont trompeuses et qu'elles sont généralement faussées. Les perspectives de rendement d'une obligation dépendent d'une série de facteurs et ne peuvent pas être déduites directement de son prix actuel.

Les ingrédients du prix

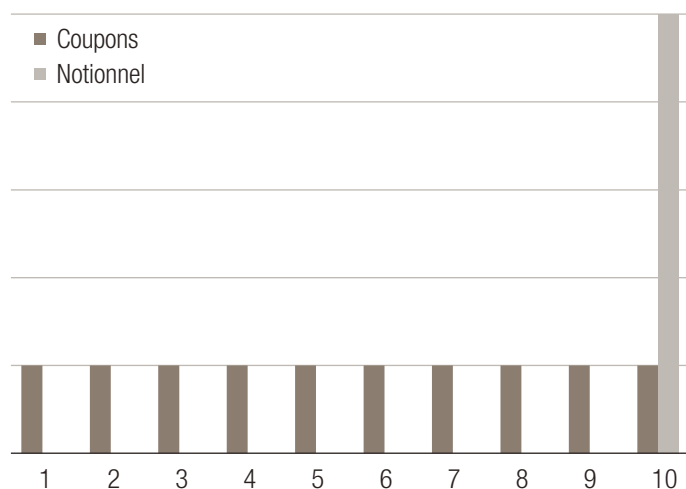
En théorie, le prix d'une obligation est dérivé de la somme de tous les cash flows futurs actualisés, ce qui correspond en général à la valeur actuelle du cash flow sous-jacent. Par conséquent, le calcul du prix dépend de deux éléments : la connaissance de la structure du cash flow (taille et calendrier des cash flows) et la détermination de la courbe d'actualisation.

Pour une obligation simple à coupon fixe, le cash flow est généralement fixé lors de l'émission de l'obligation et est donc connu à tout moment. Cependant, la courbe d'actualisation dépend d'abord des conditions du marché et ensuite des caractéristiques du débiteur sous-jacent. La courbe d'actualisation est donc constamment adaptée et évolue de manière dynamique.

Rendement à maturité

Dans la pratique, la comparaison des obligations est souvent basée sur le concept de rendement à maturité (ou rendement à l'échéance). Le rendement à maturité d'une obligation correspond au niveau d'une courbe d'actualisation plate qui, lorsqu'elle est utilisée dans la formule de la valeur actuelle, conduit exactement au prix de marché observé de l'obligation. En d'autres termes, si tous les futurs paiements de coupons d'une obligation sont placés sur un compte bancaire aussitôt qu'ils sont versés, avec un taux d'intérêt garanti égal au rendement à maturité de l'obligation, le rendement à

GRAPHIQUE 1 CASH FLOW D'UNE OBLIGATION À COUPON FIXE



Source : LOIM. A titre indicatif uniquement.

maturité de l'obligation est égal à son rendement annualisé réalisé (un défaut de paiement potentiel est donc exclu).

Par exemple, un rendement à maturité de 4,03% pour l'obligation Andermatt Swiss Alps¹ signifie que le cash flow restant doit être actualisé avec une courbe de rendement plate à un niveau de 4,03% pour obtenir une valeur actuelle de 102,88. Ou inversement : si l'émetteur de l'obligation ne fait pas défaut jusqu'à l'échéance et que les deux coupons restants sont versés sur un compte bancaire avec un taux d'intérêt de 4,03%, la rentabilité annualisée attendue pour la détention de cette obligation jusqu'à l'échéance est de 4,03%.

L'examen de la colonne des rendements à maturité montre que les trois obligations de la Confédération suisse affichent un rendement à peu près identique, de l'ordre de 1%, quelle que soit la durée à courir jusqu'à l'échéance. Cela peut s'expliquer par le fait que la courbe de la Confédération est actuellement très plate (voire inversée). Dans l'environnement de marché actuel, les obligations à plus longue échéance n'ont pas besoin d'offrir leur habituelle prime de terme supplémentaire.

COMPARAISON DU RENDEMENT À MATURITÉ

Obligations	ISIN	Nom de l'émetteur	Description du titre	Prix	Rendement à maturité
Obligation 1	CH0579132918	Ville de Lugano	Lugano 0.15 11/28/70	48,18	1,78
Obligation 2	CH0224397007	Suisse	Suisse 2 06/25/64	141,87	0,84
Obligation 3	CH0009755197	Suisse	Suisse 4 01/06/49	169,87	0,97
Obligation 4	CH0184249990	Suisse	Suisse 1 1/2 07/24/25	102,34	1,00
Obligation 5	CH0553695088	AnderMatt Swiss Alps AG	Andsal 4 3/8 12/11/25	102,88	4,03

Source : Bloomberg, au 31 mai 2023.¹

Le rendement à maturité de la première obligation émise par la ville de Lugano est de 1,78%. S'il est logique, en termes de rentabilité/risque, d'obtenir une prime supplémentaire par rapport aux obligations de la Confédération suisse, il est difficile, à première vue, de concilier ces rendements avec les prix observés.

C'est là qu'interviennent la taille du coupon et la durée à courir jusqu'à l'échéance (indiquées dans la colonne Description du titre). En général, plus l'échéance est longue, plus les coupons actualisés contribuent à la formule de la valeur actuelle nette. Plus le coupon est élevé, plus la valeur actuelle de chaque coupon est élevée et plus le prix de l'obligation est élevé. Un autre facteur décisif est de savoir si le coupon de l'obligation se situe au-dessus ou au-dessous de la courbe d'actualisation actuelle.

Coupons et courbes

Prenons un exemple simple. Le tableau suivant présente une obligation hypothétique à dix ans avec un coupon de 2%. Si nous supposons une structure de taux d'intérêt plate à un niveau de 2% comme courbe d'actualisation, le résultat est un prix de CHF 100. Si le niveau de la courbe d'actualisation plate dépasse 2%, le prix de l'obligation est inférieur à CHF 100. Dans un environnement où les taux d'intérêt sont plus élevés, l'obligation assortie d'un coupon de 2% est moins intéressante, car elle a moins de valeur. En revanche, si le niveau de la courbe d'actualisation plate tombe en dessous de 2%, le prix passe au-dessus de CHF 100, car l'obligation à coupon de 2% semble intéressante dans cet environnement de faibles rendements.

Etant donné que les coupons des trois obligations de la Confédération sont tous supérieurs à la courbe actuelle de la Confédération, les prix sont cotés au-dessus de CHF 100. A contrario, le coupon de l'obligation émise par la ville de Lugano (0,15%) est nettement inférieur à sa courbe d'actualisation. En outre, le remboursement est prévu en 2070, de sorte que le paiement du nominal fait l'objet d'une forte décote. C'est pourquoi le prix de l'obligation de la ville de Lugano se négocie actuellement en dessous de CHF 50.

Dans le cas de l'obligation de Lugano, c'est principalement l'effet « pull-to-par » (effet de convergence vers la valeur nominale) au cours des 50 prochaines années qui conduit à un rendement à maturité de 1,78%. La contribution des coupons est quant à elle très faible. En revanche, dans le cas de l'obligation de la Confédération suisse arrivant à échéance en 2049, par exemple, l'effet « pull-to-par » entraîne une perte attendue de près de 70%. Cependant, avec des paiements de coupons annuels de 4% attendus pendant les 26 années restantes, cela se traduit par un revenu de coupon global de plus de 100%, qui aboutit finalement à un rendement positif à l'échéance de près de 1%.

Le prix de la dernière obligation émise par Andermatt Swiss Alps AG¹ se négocie actuellement légèrement au-dessus de CHF 100, mais offre un rendement d'environ 4%. Ce rendement est nettement supérieur au rendement à maturité de l'emprunt de la Confédération qui arrive également à échéance en 2025. Etant donné que les prix des deux obligations sont à peu près identiques, il est évident que le rendement à maturité de l'obligation d'Andermatt Swiss Alps est plus élevé. Le coupon est de 4,375% contre 1,5% pour l'obligation de la Confédération suisse. L'actualisation doit donc être nettement plus élevée pour atteindre le même niveau de prix.

En résumé, le prix d'une obligation en soi ne fournit pas beaucoup d'informations sur le potentiel de rentabilité attendue. A première vue, le rendement à maturité semble offrir une meilleure évaluation. Mais, comme son nom l'indique, le rendement à maturité se réfère à la date d'échéance, qui varie considérablement entre les cinq obligations. Le rendement à maturité ne dit donc rien du rendement que l'on peut attendre au cours de l'année suivante. Pour s'en convaincre, il suffit d'examiner les rendements réalisés des obligations en 2022, qui ont été clairement négatifs en raison de la forte hausse des taux d'intérêt.

Pour formuler des conclusions réalistes sur la rentabilité attendue de ces obligations au cours de l'année suivante, il faut procéder à une analyse de scénario. Cette analyse fera l'objet d'un prochain document de travail.

OBLIGATION HYPOTHÉTIQUE À 10 ANS POUR L'ANALYSE

Echéance	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Prix
Cash flow	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	102%	
YTM 2%	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,84	100%
YTM 3%	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,76	91%
YTM 1%	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,92	109%

Source : LOIM.

INFORMATION IMPORTANTE

Réservé aux investisseurs professionnels.

Le présent document a été publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), et enregistrée sous le numéro 515393 dans le registre de la FCA.

Ce document est approuvé à la date de sa publication.

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 illégale. 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 d'effectuer une quelconque transaction, il est conseillé à l'investisseur de vérifier **minutieusement** si elle est adaptée à sa situation personnelle et, si nécessaire, d'obtenir un avis professionnel indépendant quant aux risques et aux conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, comptables ainsi qu'en matière de crédit.

La réglementation britannique sur la protection des clients particuliers au Royaume-Uni et les indemnités définies dans le cadre du Financial Services Compensation Scheme ne s'appliquent pas aux investissements ou aux services fournis par une personne à l'étranger (« overseas person »).

Un résumé des droits des investisseurs et des informations sur l'intégration des risques liés à la soutenabilité sont disponibles à l'adresse <https://am.lombardodier.com/home/asset-management-regulatory-disc.html>.

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 ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emmenés ou distribués aux Etats-Unis, dans l'un de leurs territoires, possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à une personne américaine ou dans l'intérêt d'une telle personne. A cet effet, l'expression « Personne des Etats-Unis » désigne tout citoyen, ressortissant ou résident des Etats-Unis d'Amérique, toute association organisée ou existant dans tout Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, toute société organisée en vertu des lois des Etats-Unis ou d'un Etat, d'un territoire ou d'une possession des Etats-Unis, ou toute succession ou tout trust dont le revenu est imposable aux Etats-Unis, quelle qu'en soit l'origine.

Source des chiffres : sauf indication contraire, les chiffres mentionnés ont été préparés par LOIM.

Bien que certaines informations aient été obtenues de sources publiques jugées fiables, sans vérification indépendante, nous ne pouvons garantir ni leur exactitude ni leur exhaustivité.

Les avis 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 actuels à la 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 autre personne 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 réglementée par la FCA.

©2023 Lombard Odier IM. Tous droits réservés.