

La problématique des placements en obligations

Autor(en): **Pernet, Fr.**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Schweizer Revue : die Zeitschrift für Auslandschweizer**

Band (Jahr): **14 (1976)**

Heft 65

PDF erstellt am: **22.06.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-911264>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern. Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

La problématique des placements en obligations

Fr.Pernet

SBS

Depuis des décennies la propension à épargner n'a jamais été aussi forte qu'aujourd'hui, et, paradoxalement, rarement les investisseurs ont éprouvé autant de difficultés à placer leurs capitaux d'une façon sûre et rentable.

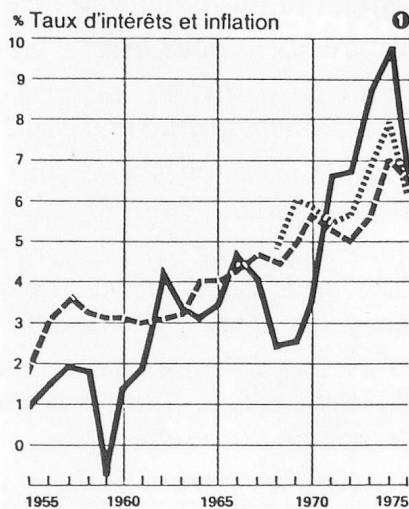
Les temps ont changé

On a longtemps admis qu'un placement en obligations répondait à ces exigences fondamentales de sécurité et de rentabilité. En effet, les taux d'intérêt étaient stables, l'inflation supportable; le renchérissement n'était qu'exceptionnellement et très momentanément supérieur au taux des placements, comme cela ressort du graphique no 1. Dans ces conditions, beaucoup d'investisseurs plaçaient leurs fonds à long terme et ne s'en souciaient plus guère.

Au début de la présente décennie et surtout à partir de 1972, la situation a fondamentalement changé. Les rendements à court terme, puis à long terme, ont haussé sensiblement tant sur l'euro-marché qu'en Suisse. De même, l'inflation s'est réveillée et a donné lieu dès janvier 1971 à une longue période d'intérêt réel négatif, l'écart entre les taux d'inflation et de rendement atteignant un record de 5,5 % sur une base annuelle. Ces variations des taux d'intérêt se sont nécessairement traduites par des fluctuations correspondantes des cours des obligations qui se comportèrent ainsi presque comme des actions. De graves problèmes d'évaluation, voire d'amortissement des pertes se posèrent conséquemment pour certains portefeuilles. D'une manière générale, nombre d'investisseurs se laissaient gagner par un sentiment d'insécurité qui allait parfois jusqu'à la mise en cause des placements en obligations. Ils n'étaient en tout cas plus tentés de placer leurs avoirs à très long terme, ce qui contribua encore à accentuer la baisse des cours. Seules, les émissions d'emprunts à court et moyen terme eurent dès lors une chance de succès.

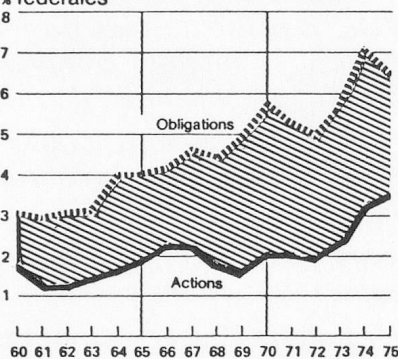
Les obligations restent attrayantes

Pourtant, cette situation ne présente pas que des inconvénients. En effet, les obligations tendent à prendre une place de choix parmi les possibilités de placement offertes aux investisseurs. La comparaison sur une longue période des rendements des actions et des obligations montre que l'écart s'est creusé en faveur de ces dernières jusqu'à fin 1974 pour se réduire à nouveau par la suite (graphique no 2). Cette évolution est encore plus marquée aux Etats-Unis, où l'on dispose de statistiques portant sur une durée plus longue. Alors



— Prix à la consommation, accroissement annuel moyen
 - - - Rendement moyen des obligations fédérales (BNS)
 Rendement moyen brut des obligations suisses cotées en bourse (SBS)

② Rendements moyens annuels des actions suisses et des obligations fédérales



que de 1929 à 1948 le rendement des actions fut constamment supérieur à celui des obligations, l'écart s'étant élevé jusqu'à 5 %, une tendance inverse intervint par la suite; l'écart disparut en 1957 puis se creusa à nouveau, mais cette fois en faveur

des obligations qui offraient à fin 1975 un rendement de 4 % supérieur à celui des actions.

Il n'y a donc pas de raison de désespérer. L'obligation constitue un placement attrayant, même si la situation économique a changé son caractère de placement de tout repos. En effet, il est aujourd'hui nécessaire de gérer les portefeuilles en tenant compte de plusieurs facteurs habituellement négligés par le passé. Ainsi, longtemps les taux d'intérêt des obligations ne réagirent que lentement aux fluctuations des taux d'inflation. Depuis quelques années, par contre, l'adaptation se fait très vite au point que l'investissement en obligations est devenu, au sens propre et non péjoratif du terme une spéculation sur l'évolution future du renchérissement et des taux d'intérêt.

Que nous réserve l'avenir ?

L'inflation devient moins virulente dans le monde entier, que ce soit pour des raisons strictement économiques ou de politique monétaire. Les taux d'intérêt sont eux aussi en baisse et ne semblent pas avoir atteint leur plancher dans la plupart des pays industriels, particulièrement en Suisse. En effet, la tendance baissière devrait se poursuivre quelques mois encore dans notre pays, étant donné la récession et le ralentissement de l'inflation qui permet une politique monétaire quelque peu expansionniste.

Alors que les signes d'une reprise économique apparaissent dans certains pays, en particulier aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et en France, les craintes d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt à plus ou moins brève échéance se manifestent déjà. Elles trouvent une justification dans l'accroissement des déficits budgétaires et l'attente d'une recrudescence de la demande du secteur privé en partie de caractère préventif. Le problème du financement des collectivités publiques est certes préoccupant. En forte augmentation à la suite des programmes de relance économique dictés en partie par des soucis électoraux, les déficits devraient atteindre leur point culminant dans le courant de 1976. Par la suite, la reprise économique, accompagnée d'un accroissement des recettes fiscales et un contrôle strict des

dépenses devraient modérer les besoins publics en capitaux. Ainsi, le déficit budgétaire américain devrait passer de 85 mrd de \$ pour la période fiscale 1975/76 à 45 mrd de \$ en 1976/77. En revanche, la demande du secteur privé pourrait prendre la relève, après avoir fortement diminué durant la récession par suite de la sous-utilisation croissante des capacités existantes et du fléchissement de la rentabilité.

Somme tout, étant donné que les collectivités publiques continueront à mettre le marché des capitaux à contribution, une certaine tension devrait s'exercer sur les taux. Son ampleur dépendra avant tout du succès de la compression des dépenses publiques et de la souplesse avec laquelle les banques centrales agiront sur la masse monétaire. A partir de 1978, des phases de baisse et de hausse des taux pourraient se succéder à une cadence plus normale et sans atteindre l'ampleur des mouvements récents, à moins d'éléments imprévisibles telle une hausse marquée des prix de certaines matières premières.

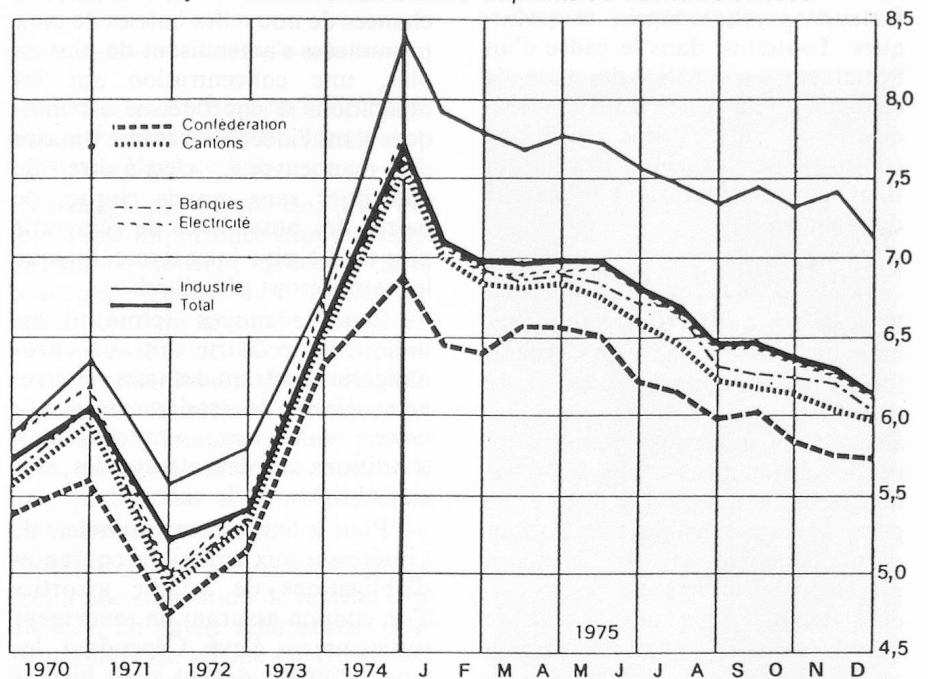
Les critères fondamentaux du placement

Après ce rapide tour d'horizon se pose la question cruciale du choix des obligations. Pendant de longues années, ces dernières ont été considérées comme des placements de « père de famille », dépourvus de risques notables. Cependant, l'évolution récente de l'inflation et l'instabilité monétaire sur le plan international amène les investisseurs à reconsidérer de plus en plus les critères fondamentaux de placement, à savoir : qualité du débiteur, risque de baisse des cours, risque de change, négociabilité des titres, caractéristiques techniques.

Qualité du débiteur

La première condition de sécurité est bien entendu qu'aucun doute ne doit subsister quant à l'exécution intégrale des engagements assumés par l'emprunteur (paiement des coupons et remboursement de la dette). Cette remarque concerne certes les sociétés privées, mais aussi les collectivités publiques, les entreprises de droit mixte et les institutions internatio-

Rendement moyen brut à l'échéance des emprunts de débiteurs suisses



nales. Car chacune d'elles a ses problèmes qui peuvent nuire à la qualité d'emprunteur. Il est intéressant de relever à ce sujet l'évolution divergente des rendements des différentes catégories d'emprunteurs sur le marché suisse, telle qu'elle ressort du graphique des rendements moyens d'obligations suisses (graphique no 3). Alors que les écarts étaient faibles jusqu'en 1973, la sélectivité accrue des investisseurs a conduit en 1974 et en 1975 surtout à un engouement pour les emprunts fédéraux et à une désaffectation à l'égard des obligations industrielles. Le réflexe de « qualité » - selon l'échelle traditionnelle des valeurs - que l'on constate pour les achats de biens de consommation se manifeste aussi lorsqu'il s'agit des obligations, et l'on assiste aujourd'hui à la création d'un marché bien différencié. Ce phénomène a déjà été observé pour les actions, avec les importantes conséquences que l'on sait ; ceci pourrait être également le cas pour les obligations.

Risque de baisse des cours

Le cours des titres à revenu fixe varie en sens inverse des fluctuations du taux d'intérêt. De fortes variations de ce dernier peuvent donc entraîner des hausses et des baisses de cours importantes que l'on cherchera à mettre à profit en procédant à des

arbitrages. En outre, une planification financière bien conçue, à l'instar de ce que font beaucoup d'investisseurs institutionnels, avec l'indication des entrées et des sorties de capitaux, représente un bon moyen de limiter les risques de cours.

Risque de change

Lors de placements en obligations libellées en monnaies étrangères, ce qui est notamment le cas pour les euro-obligations, il importe de prendre en considération deux sortes de facteurs susceptibles d'influencer l'évolution de ces monnaies. Les uns sont de caractère macro-économique : situation de la balance des paiements, inflation, taux d'intérêt et politique monétaire, structure des marchés monétaires et des capitaux. Les autres se rapportent aux risques inhérents aux opérations de change proprement dites (graphique no 4). Il est aisé de calculer l'effet d'une dévalorisation ou d'une revalorisation du franc suisse par rapport à une monnaie étrangère sur le rendement des investissements. Ainsi, une appréciation de 15 % de notre franc pour une obligation à 15 ans au taux nominal de 7 % entraîne une baisse de 2 % environ de son rendement réel. Les perspectives à long terme de l'évolution des changes sont difficiles à établir, car les cours des devises ne sont pas seulement fonction de

données économiques mais aussi de facteurs psychologiques et politiques. Toutefois, dans le cadre d'un flottement « contrôlé » des taux de change, les banques centrales tendront à suivre une politique conforme aux exigences des parités fixes, en intervenant sur le marché des changes.

Négociabilité des titres

Il est notoire que les transactions aux bourses suisses sont en général limitées à un nombre restreint de titres. Il est donc judicieux de veiller à ce que les obligations puissent être négociées facilement tant à l'achat qu'à la vente sans qu'il en résulte une perte de cours sensible. Ceci est tout particulièrement le cas lorsqu'un placement en obligations est considéré comme étant une source de liquidités ou fait l'objet d'arbitrages répétés destinés à en accroître le rendement moyen. La négociabilité peut être d'ailleurs préservée en constituant des postes de montants ronds (par ex. 10 000, 50 000, etc.).

Caractéristiques techniques

Il convient de relever la complexité des éléments techniques propres aux obligations et susceptibles d'influencer l'évolution des cours jusqu'à l'échéance : Remboursements anticipés, fonds d'amortissements, rachats sur le marché, etc. A cela s'ajoutent les problèmes relatifs au calcul du rendement à l'échéance ; si les cours sont éloignés du pair, comme c'est souvent le cas aujourd'hui, les résultats du calcul du rendement peuvent varier considérablement selon la méthode employée. Pour que les chiffres aient la fiabilité souhaitée, il convient de préférer aux formules empiriques couramment utilisées, les méthodes des mathématiques financières assurant des résultats exacts.

Esquisse d'une stratégie de placement

En tenant compte des critères énumérés plus haut, du caractère et des disponibilités de l'investisseur, de l'évolution des taux d'intérêt, une stratégie de placement en obligations pourrait, dans les circonstances présentes, s'inspirer des lignes de conduite suivantes :

1. Pour les dossiers importants : Les chances de nouvelles baisses de taux prononcées s'amenuisant de plus en plus, une concentration sur les obligations à court terme est indiquée dans l'idée de créer une « masse de manoeuvre », c'est-à-dire de constituer sans grands risques de pertes des possibilités de réinvestir plus tard à plus long terme, lorsque les taux seront plus élevés.

— Pour le moyen terme, il est indiqué de recourir soit aux euro-obligations offrant des taux relativement élevés de rendements nominaux, soit aux « notes » aux conditions souvent attrayantes, soit aux obligations de caisse.

— Pour le long terme, il convient de s'intéresser aux émissions courantes d'obligations de qualité assorties d'un coupon assurant un rendement suffisamment élevé. Cependant, les taux d'intérêt devant avoir bientôt atteint un plancher, la situation actuelle doit surtout servir à une mise en ordre systématique des dossiers afin d'être en mesure d'effectuer les remaniements prévus dès que les circonstances le permettront ; il sera veillé en particulier à l'amélioration de la qualité des débiteurs aux dépens même du rendement, à la concentration des placements sur des titres faisant l'objet de transactions régulières et à rechercher une composition bien équilibrée du portefeuille, soit dans les catégories de débiteurs, soit dans l'échelonnement des échéances.

2. Pour les dossiers de moyenne importance : La stratégie esquissée ci-dessus est également valable ; toutefois les risques de change seront plus particulièrement limités en ne considérant que les monnaies fortes. La planification des entrées et des sorties de fonds du portefeuille tendra également à assurer une certaine stabilité.

3. Pour les dossiers moins importants : Il convient de limiter les risques par l'achat d'obligations à court terme facilement réalisables, d'obligations de caisse et, en vue d'une diversification à l'étranger, par la souscription de parts de fonds de placement en obligations tel Universal Bond Selection.

Conclusion

En guise de conclusion, il peut être relevé que la gestion d'un portefeuille en obligations devient de plus en plus complexe et nécessite de la part de l'investisseur une surveillance constante de son dossier. Elle doit être souple et adaptée plus particulièrement à l'évolution des taux d'intérêt. Les arbitrages nécessaires à la préservation, voire à l'amélioration du rendement moyen doivent être envisagés et exécutés à temps. S'il est bien entendu qu'il n'existe aucune méthode capable d'éliminer tous les risques inhérents à de tels placements, il n'en demeure pas moins qu'une approche systématique devrait en atténuer sensiblement les effets.

(Divergence des monnaies étrangères par rapport aux parités avec le franc suisse à fin 1969)

① Evolution des monnaies étrangères par rapport au franc suisse

