

## Les investisseurs peuvent-ils remplacer les obligations ?

Roman von Ahl

Les obligations ("bonds") restent l'une des principales catégories de placement, même en période de taux d'intérêt bas et de rendements attractifs des actions. Elles ne peuvent pas être remplacées par des risques équivalents. La substitution entraîne des risques plus élevés et différents.

Pourquoi les obligations sont-elles détenues ?

- Coupons : flux de revenus réguliers, contrairement aux actions, où ni le montant ni la date des dividendes ne sont connus avec précision.
- Placement conservateur (faible volatilité) : la fluctuation de valeur - en particulier dans la monnaie nationale - est nettement inférieure à celle des actions.
- Diversification : les actions et les obligations n'évoluent pas 1:1, avec des effets sur le portefeuille qui réduisent les risques ("avantages de la diversification").
- Protection contre le ralentissement économique et la déflation : l'inflation entraîne une hausse des prix des biens et des services. Cela n'est pas bon pour les obligations, car leur flux de revenus nominaux (constants) perd du pouvoir d'achat. Un ralentissement économique a l'effet inverse : une croissance plus lente fait baisser l'inflation ; le flux de revenus fixes des obligations acquiert un pouvoir d'achat plus élevé. Parallèlement, la croissance des bénéfices des entreprises diminue, ce qui rend les obligations plus attrayantes que les actions.
- Autres raisons : Couverture des obligations de paiement à long terme ("gestion actif-passif"), respect des exigences en matière de capital de la part des autorités de surveillance, influence sur les taux d'intérêt lors de l'achat de grandes quantités d'obligations par les banques centrales ("Quantitative Easing"), etc.

La réduction des obligations au profit de l'immobilier est très appréciée des investisseurs institutionnels. Ils veulent ainsi échapper à la destruction garantie du capital des obligations. Comme le montre le graphique, la majorité des obligations CH restent dans la zone de destruction de capital bien au-delà des 10 prochaines années.

Contrairement aux obligations, les prix de l'immobilier dépendent de bien plus de facteurs de risque que les seuls taux d'intérêt (sensibilité aux taux d'intérêt "duration"). De multiples options contractuelles agissent, comme le montre par exemple Mihnea Constantinescu ("what is the duration of Swiss real estate ? ") de l'Université de Zurich :

- Option de taux : loyers plus élevés / plus bas en fonction des taux hypothécaires
- Option d'inflation : coûts d'exploitation plus élevés / plus bas en fonction de l'inflation
- Option de rénovation : loyers plus élevés après les rénovations
- Option de réinitialisation : en l'absence de rénovations déterminantes, le nouveau locataire peut exiger que son loyer soit proche de celui du locataire précédent.
- Les forces générales du marché ont un impact sur les variations de loyer. Les cash-flows immobiliers sont également influencés par d'autres facteurs que les variations des taux d'intérêt et d'escompte.

Les biens immobiliers donnent droit à des flux de trésorerie futurs. Les conditions du marché, les options intégrées et les taux d'actualisation adaptés au risque entraînent un flux de revenus variable. C'est pourquoi l'immobilier n'est en aucun cas un taux spécial, mais une catégorie d'investissement importante et distincte.

D'autres extensions d'investissement populaires ne sont pas non plus des substituts d'obligations, avec des caractéristiques de rendement et de risque parfois nettement différentes :

- Subordinated Loans, High Yield, Local Emerging Bonds : segments du marché obligataire présentant des risques de défaillance et de change accrus
- Insurance-Linked Bonds ILS : les revenus dépendent des risques actuariels (titrisés)
- Grandes (petites) actions : en cas de faillite, elles sont subordonnées aux obligations et présentent des risques de perte plus élevés ; ni durée fixe, ni dividendes fixes, négociées en bourse (les petites actions sont moins liquides)
- Placements sur le marché privé "Private Equity PE, Venture Capital VC" : idem, plus modèles d'affaires concentrés, longues périodes de détention (illiquidité encore plus élevée), pas de négoce en bourse
- Placements en infrastructures "Infra" : à évaluer par analogie en tant que segment de PE
- Hedge funds "HF" : stratégies les plus diverses présentant des corrélations avec les actions similaires à celles des PE

Les placements sont exposés aux risques de taux d'intérêt, de crédit, d'actions et de liquidité. Ceux-ci sont liés aux risques de croissance, de récession, d'inflation, de balance des paiements, de devises, de politique fiscale ou de politique institutionnelle.

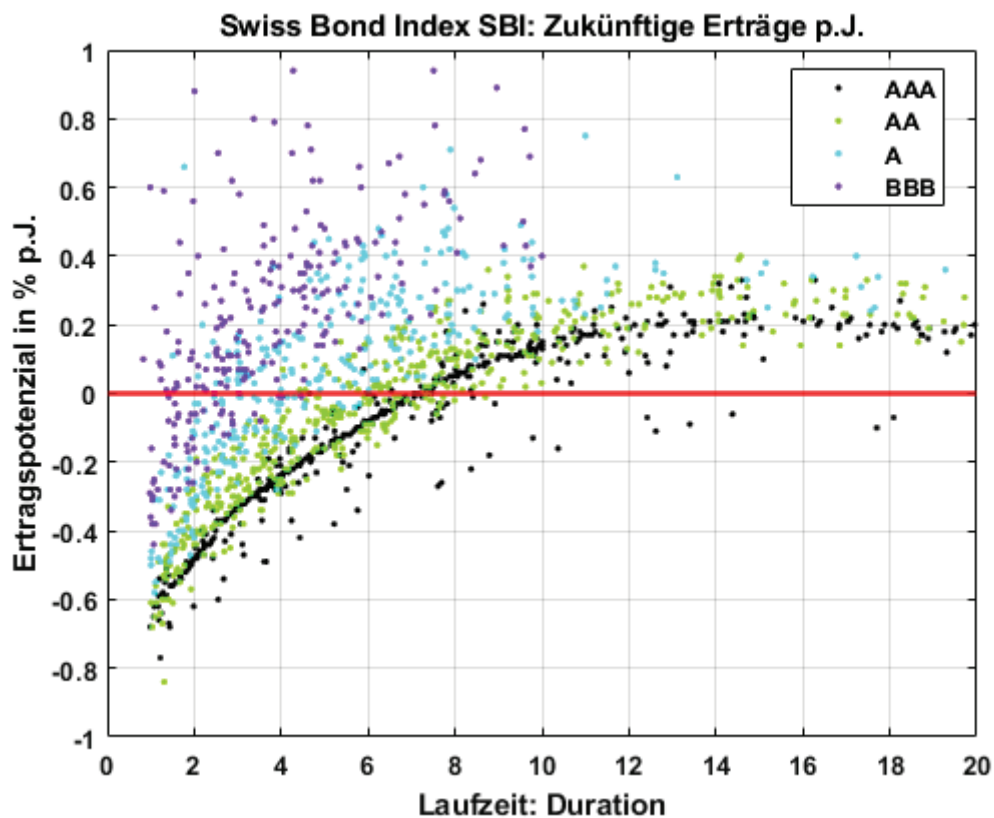
Les investissements alternatifs "AI" (PE, VC, Infra, HF) sont soumis dans une large mesure aux mêmes facteurs de risque que les catégories de placement classiques (liquidités, obligations, immobilier et actions). La recherche sur les marchés financiers montre que le rendement supposé des AI est souvent surestimé et que la volatilité est tout aussi nettement sous-estimée. Des courbes de rendement lissées (autocorrélations élevées), des volatilités et/ou des corrélations trop faibles surestiment considérablement les avantages de la diversification.

## **Conclusion**

Il n'y a pas d'opportunités sans risques, mais de nombreux risques n'apportent aucun rendement. Un placement réussi exploite les opportunités de rendement et renonce systématiquement aux risques non compensés financièrement. Les catégories de placement sont des sources de risque rémunérées efficacement, c'est-à-dire qui ne peuvent pas être diversifiées davantage. Le mélange optimal de liquidités, d'obligations, d'immobilier et d'actions détermine en grande partie le succès du placement. Les obligations ne peuvent pas être remplacées de manière équivalente, car les alternatives supposées ont des caractéristiques différentes en termes de rendement, de risque et de corrélation. Sans une compréhension complète et approfondie, les déceptions sont une fois de plus inévitables, surtout en cas de crise.

## Zone de texte & graphique

Les obligations sont le plus souvent des titres porteurs d'intérêts à durée limitée, émis par des Etats ou des entreprises pour se procurer des capitaux. Contrairement aux actionnaires, les créanciers des obligations d'entreprises sont privilégiés en cas d'insolvabilité du débiteur. Le graphique montre les rendements attendus («Ertragspotential in % p.J.») des obligations suisses dans le Swiss Bondindex SBI pour les 20 prochaines années («Duration»), en fonction de leur solvabilité. Les points en dessous de la ligne rouge zéro indiquent toutes les obligations qui, avec une garantie, entraîneront une destruction de capital sur la durée correspondante (duration en années).



<sup>i</sup> Roman von Ah, délégué du conseil d'administration de Swiss Rock Asset Management, président du conseil d'administration et enseignant au Centre de formation pour experts en investissements AZEK