

Quels investissements choisir en cas de hausse des taux d'intérêt ?

Eric Bourguignon

*Directeur de la Gestion Taux et Crédit de Swiss Life Asset Managers
Directeur Général Délégué de Swiss Life Asset Management (France)*

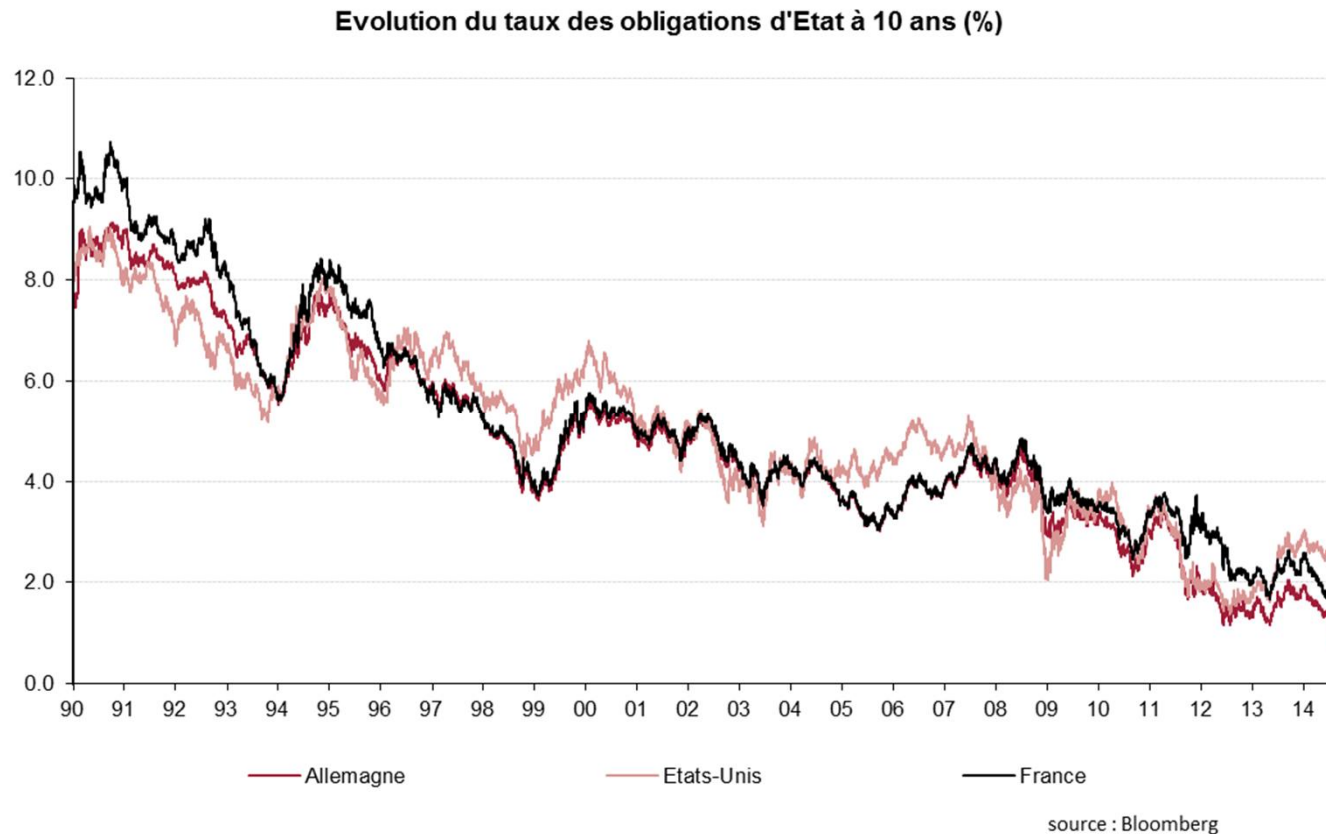
Sommaire

I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux

Les taux au plancher (1)

Record de faiblesse pour les taux longs

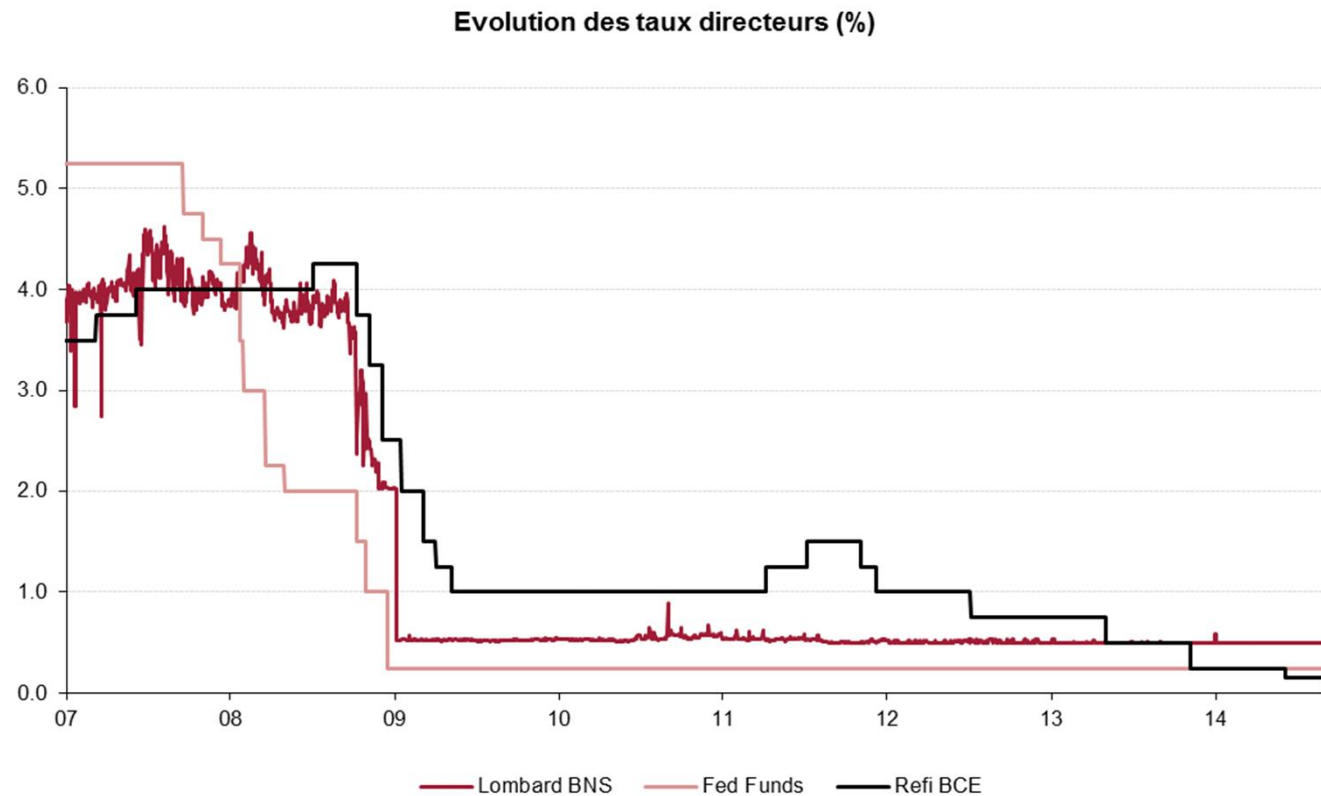
- Les taux longs ont renoué au cours des derniers mois avec leur plus bas historique au terme d'un cycle de baisse trentenaire



Les taux au plancher (2)

Les taux directeurs maintiennent les taux courts sous pression

- Les banques centrales ont porté leurs taux directeurs en « territoire inconnu »
- Certains sont même désormais négatifs

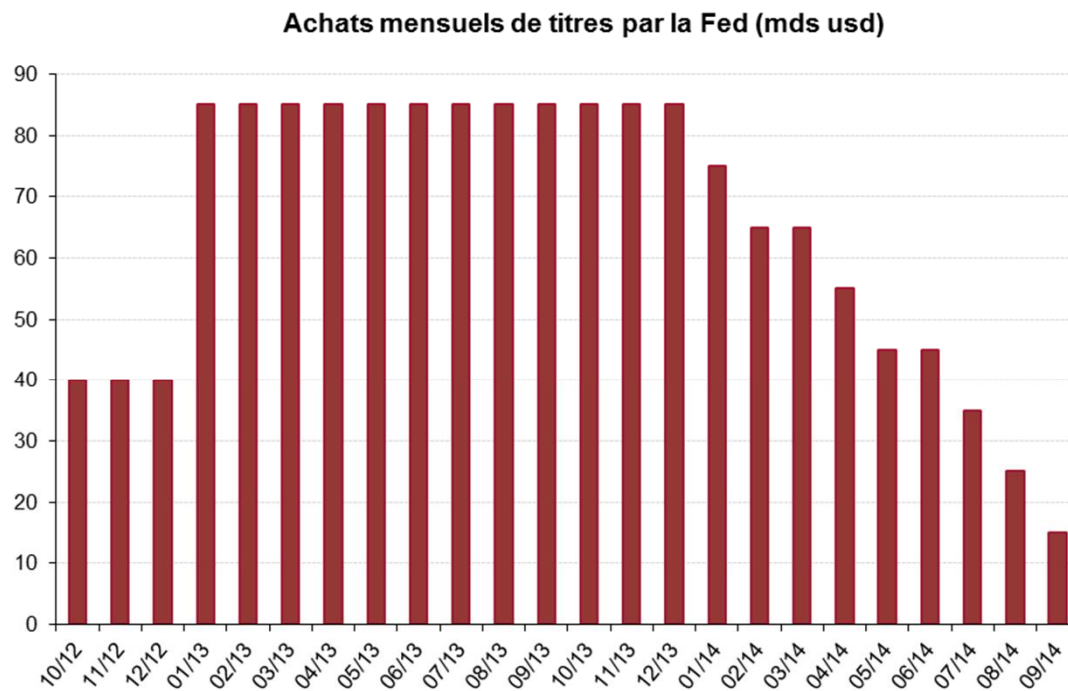


source : Bloomberg

Les marchés perdent un de leurs soutiens essentiels

Avec le resserrement de la politique monétaire américaine les marchés risquent de perdre un de leurs soutiens essentiels

- Fin du quantitative easing en 2014
- Premiers relèvements attendus des Fed funds en 2015

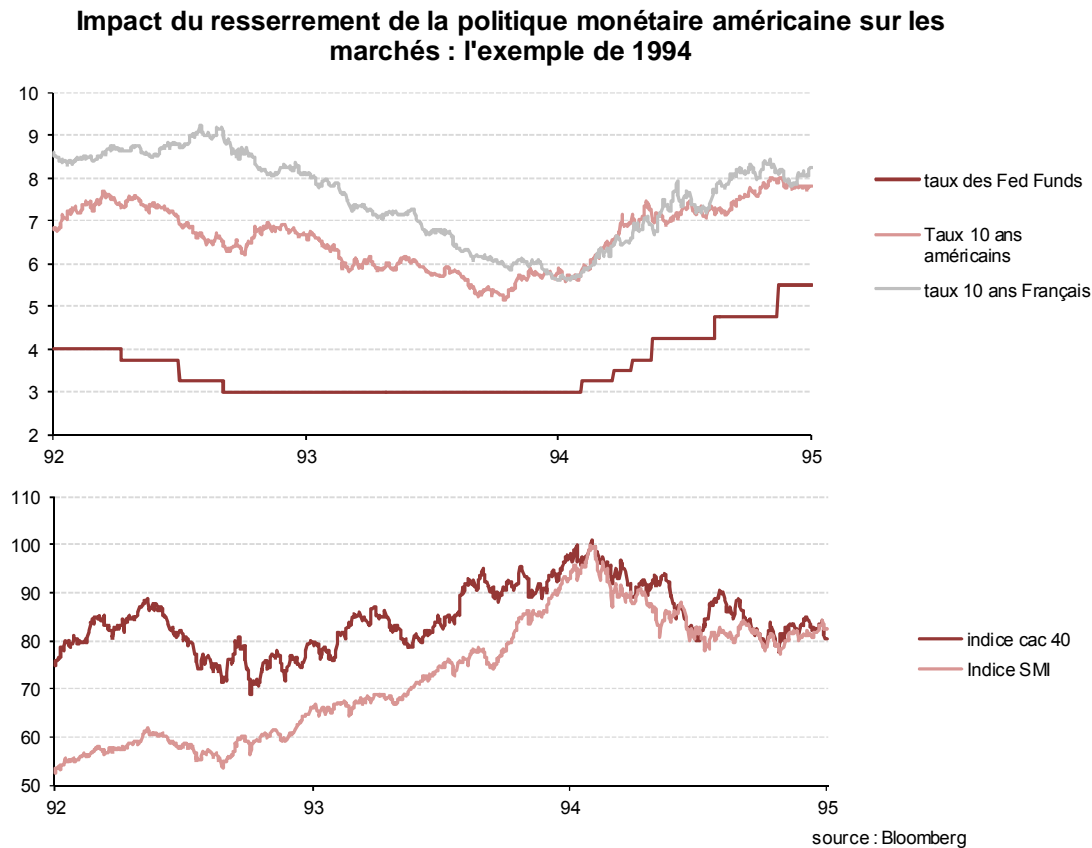


source : Bloomberg

Intégrer le changement de cycle

Le resserrement de la politique monétaire américaine peut être le catalyseur d'un retournement des marchés

- L'exemple de 1994 reste comme un cas d'école



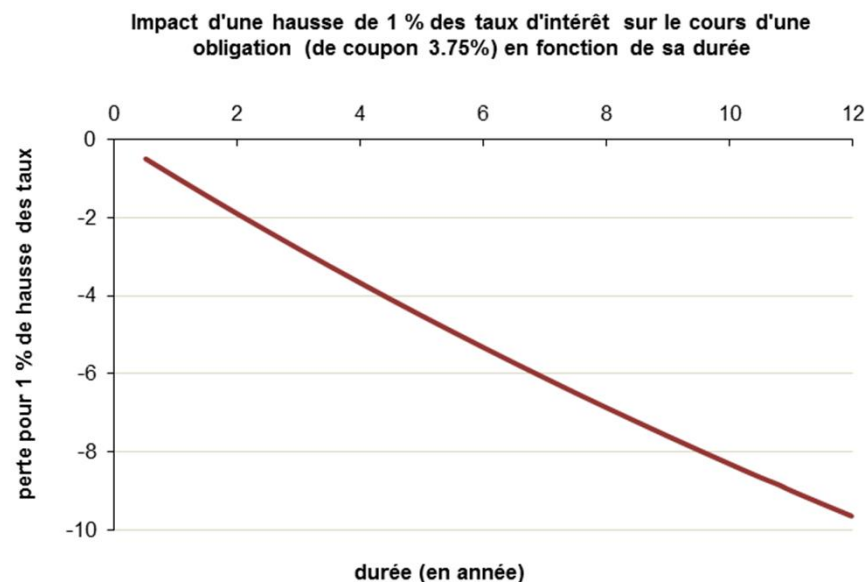
Sommaire

- I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux
- II. Réduire la sensibilité

Retour sur le risque de taux

Les obligations à taux fixe sont particulièrement exposées au risque de taux c.a.d. aux pertes en capital associées à une hausse des taux d'intérêt

- Ce risque résulte de la relation inverse existant entre le prix d'une obligation et son taux de rendement actuariel
- Il est mesuré par la sensibilité de l'obligation (ou la duration qui est une notion proche) :
 - La sensibilité, S , représente la variation relative du cours d'une obligation associée à une variation de 1% de son taux de rendement actuariel.
 - La sensibilité d'une obligation est une **fonction de sa durée** : plus l'échéance d'une obligation sera lointaine plus son risque sera élevé.



Réduire l'exposition au risque de taux

Pour limiter l'impact de la hausse des taux sur son portefeuille obligataire, l'investisseur doit réduire sa sensibilité. Plusieurs approches sont possibles:

- **Réduire la vie moyenne** du portefeuille : arbitrer les titres à taux fixes longs contre des titres courts.
- **Substituer des titres à taux variables** aux titres à taux fixe car ils sont moins sensibles : la hausse des taux se répercute sur le coupon et assez peu sur le cours de l'obligation. Il convient de distinguer :
 - Les titres indexés sur des taux interbancaires (libor, euribor, eonia...)
 - Les titres indexés sur des indices obligataires dont le rendement augmente avec la hausse des taux longs (emprunts CMS par exemple)
- **Céder les titres à taux fixe** contre des placements monétaires (fonds monétaires, dépôts à vue ou à terme,...)
 - Cette solution ne peut être que provisoire car elle présente un coût d'opportunité élevé compte tenu du niveau des taux monétaires
- **Couvrir le portefeuille** en recourant à des instruments dérivés comme les contrats à terme ou les swaps de taux
 - Cette approche permet de neutraliser le risque de taux

Sommaire

- I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux
- II. Réduire la sensibilité
- III. Les facteurs de risques d'un taux d'intérêt**

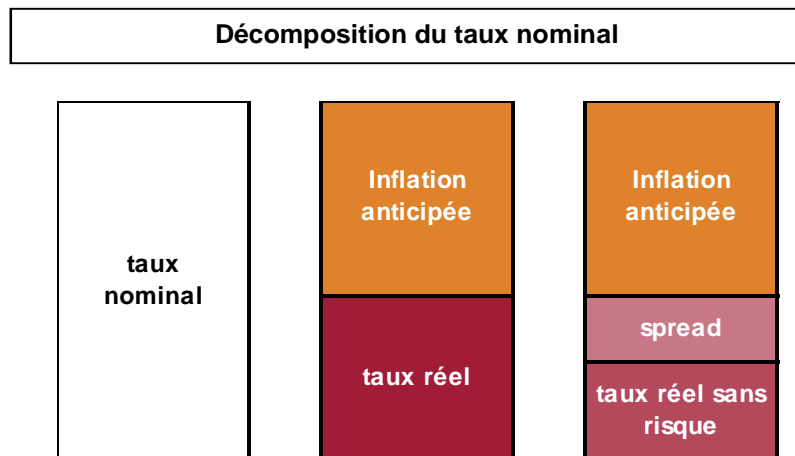
Décomposition d'un taux d'intérêt

Un taux d'intérêt peut se scinder en 2 composantes essentielles

- La rémunération du prêteur : le taux réel
- Une prime de risque destinée à le protéger du risque inflationniste appelée point mort d'inflation (breakeven)

Le taux réel peut cependant lui aussi être décomposé entre :

- Une prime de risque crédit : le spread, qui vise à protéger le prêteur contre le risque de défaut de l'emprunteur
- Le taux réel sans risque, qui constitue la véritable rémunération du prêteur, et est lié à la croissance économique : il représente la quote-part de valeur ajoutée revenant au prêteur



Analyse des composantes d'un taux d'intérêt

L'analyse des composantes des taux d'intérêt permet d'adapter la stratégie de l'investisseur aux facteurs susceptibles de provoquer leur hausse :

- La croissance : L'accélération de la conjoncture peut provoquer des tensions sur les taux réels
- L'inflation : L'augmentation de l'inflation conduit les prêteurs à exiger une prime plus élevée pour se protéger contre la hausse des prix
- Le risque crédit : Les craintes affectant la solvabilité d'un émetteur se traduisent par une hausse de son spread de crédit

Cette approche permet d'apporter une réponse plus fine au risque de remontée des taux d'intérêt

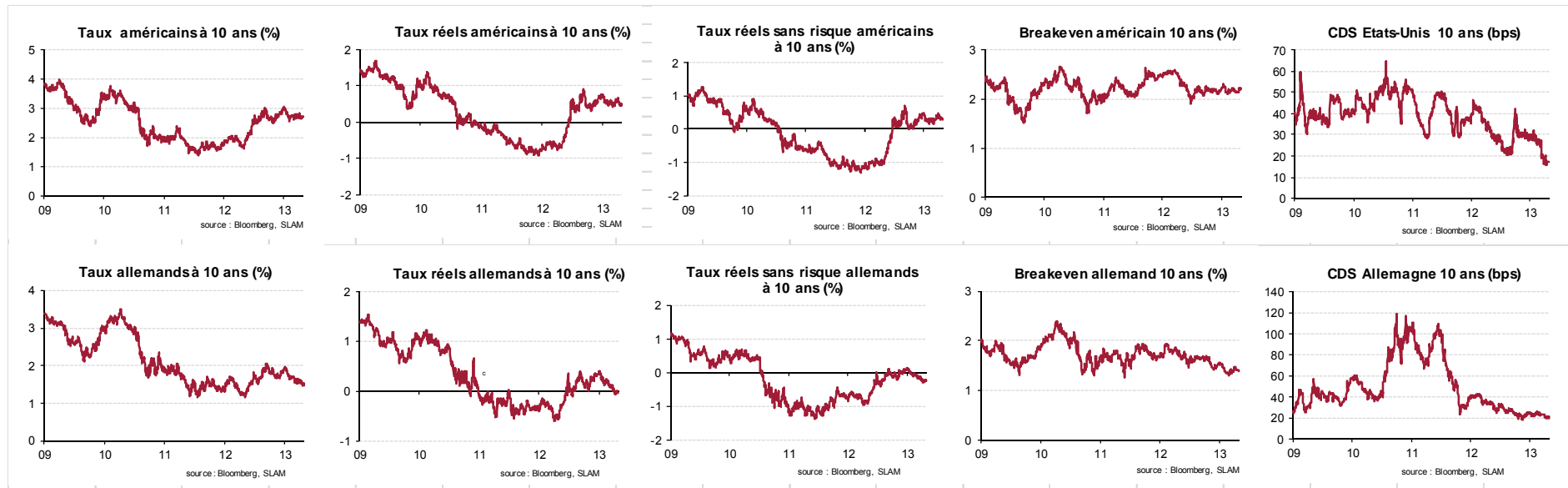
Evolution de la structure des taux

La structure des taux d'intérêt n'est pas figée.

- Elle varie selon l'émetteur et l'horizon considéré
- Elle évolue beaucoup dans le temps

Les composantes des taux d'intérêt nominaux sont plus volatiles que les taux nominaux

Evolution de la structure des taux d'Etat américains et allemands à 10 ans



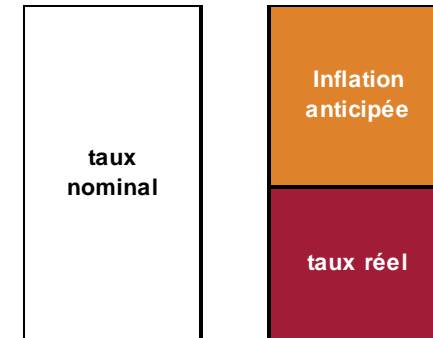
Sommaire

- I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux
- II. Réduire la sensibilité
- III. **Se protéger de l'Inflation**

Taux d'intérêt et risque inflationniste

« L'inflation est « une maladie dangereuse et parfois fatale » (Milton Friedman).

- Elle l'est en tout cas pour les obligations (à taux fixe), dont les cours ont effectivement tendance à baisser quand les prix à la consommation augmentent.
- Techniquement, la transmission du risque inflationniste au marché obligataire résulte de la structure duale des taux longs.
- Durant les périodes d'accélération de l'inflation, les anticipations d'inflation progressent, ce qui rejait mécaniquement sur les taux nominaux et la valeur des placements obligataires.
- Inversement durant les périodes de baisse de l'inflation, les anticipations d'inflation se relâchent, ce qui entraîne une baisse des taux nominaux et une appréciation des titres à taux fixe.
- 3 approches peuvent être suivies pour faire face au risque inflationniste



Les obligations indexées sur l'Inflation

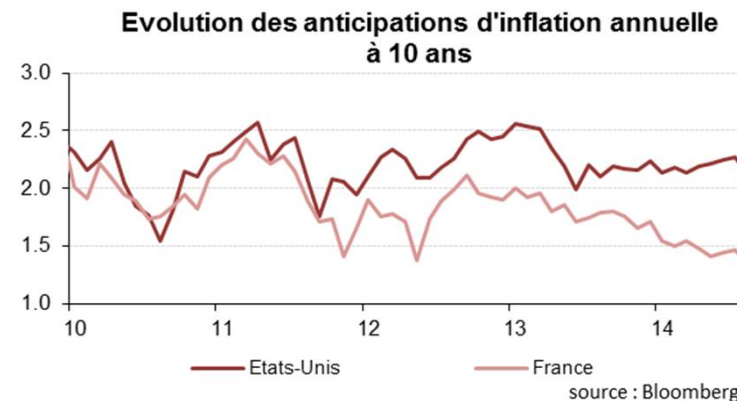
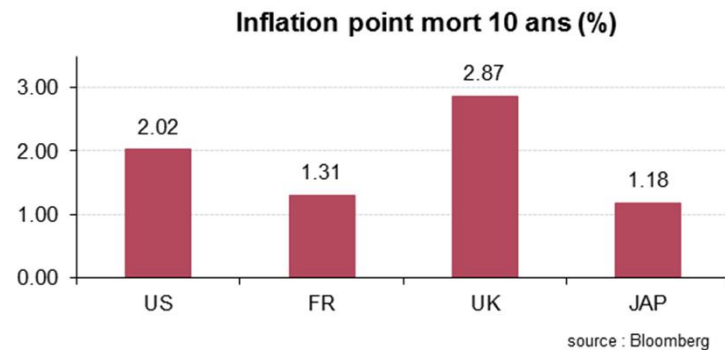
Caractéristique des obligations indexées sur l'Inflation :

- Titres dont le coupon et le prix de remboursement sont indexés sur l'indice des prix à la consommation.
- Grâce à ce mécanisme d'indexation, les obligations indexées sur l'inflation constituent un des rares actifs qui permet de préserver le pouvoir d'achat de l'investisseur dans un environnement inflationniste :
 - Si l'inflation est nulle, l'investisseur encaisse un coupon fixe et le prix de remboursement à l'échéance.
 - Sinon, il encaisse le coupon fixe et le prix de remboursement augmentés de l'inflation constatée
- En raison de leur composante taux fixe, les obligations indexées sont cependant sensibles à la hausse des taux d'intérêt
 - Leur cours peut donc baisser en cas de remontée des taux, ce qui survient généralement lorsque l'inflation augmente
 - La moins-value enregistrée peut ainsi rogner le surcroît de rendement généré par le processus d'indexation

Les produits breakeven d'inflation

Caractéristique des produits breakeven :

- Contrairement aux produits indexés sur l'inflation, les produits breakeven ne sont pas investis sur des taux d'intérêt mais sont exposés (de façon synthétique) sur des taux d'inflation anticipés appelés *breakeven* ou *inflation point mort*
- A tout instant les marchés de taux permettent de connaître qu'elle sont les **taux d'inflation anticipés** par les marchés financiers

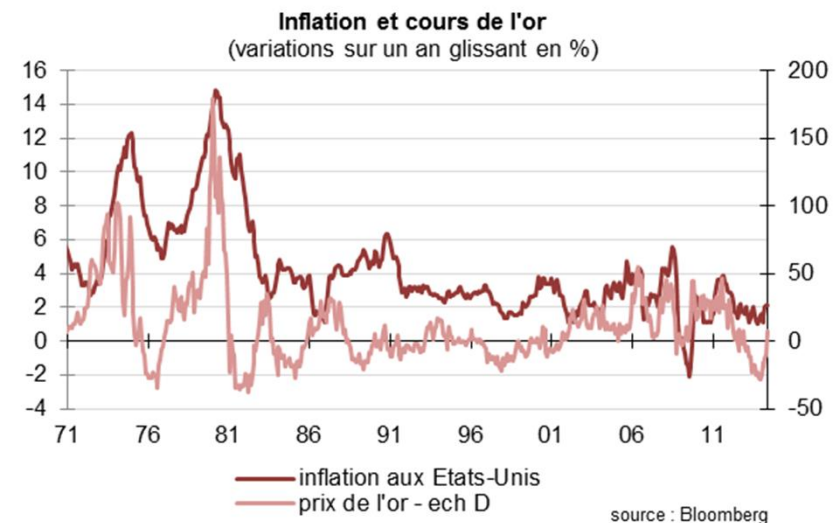
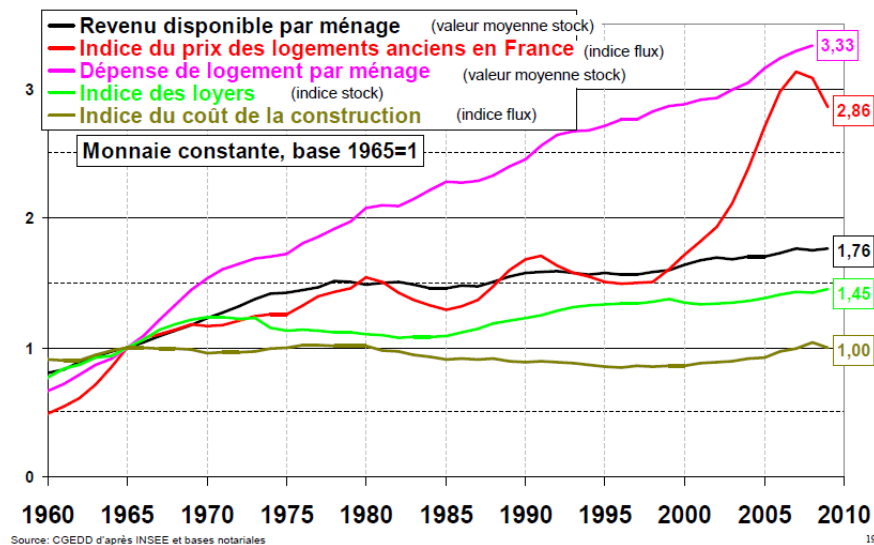


- Les produits breakeven progressent quand l'inflation anticipée augmente ou quand l'inflation réalisée dépasse l'inflation anticipée.

Les biens «réels»

Les biens réels protègent clairement de l'inflation sur longue période

- Les biens réels sont cependant soumis à une spéculation intense
- Leur rendement peut être faible ou nul (or)



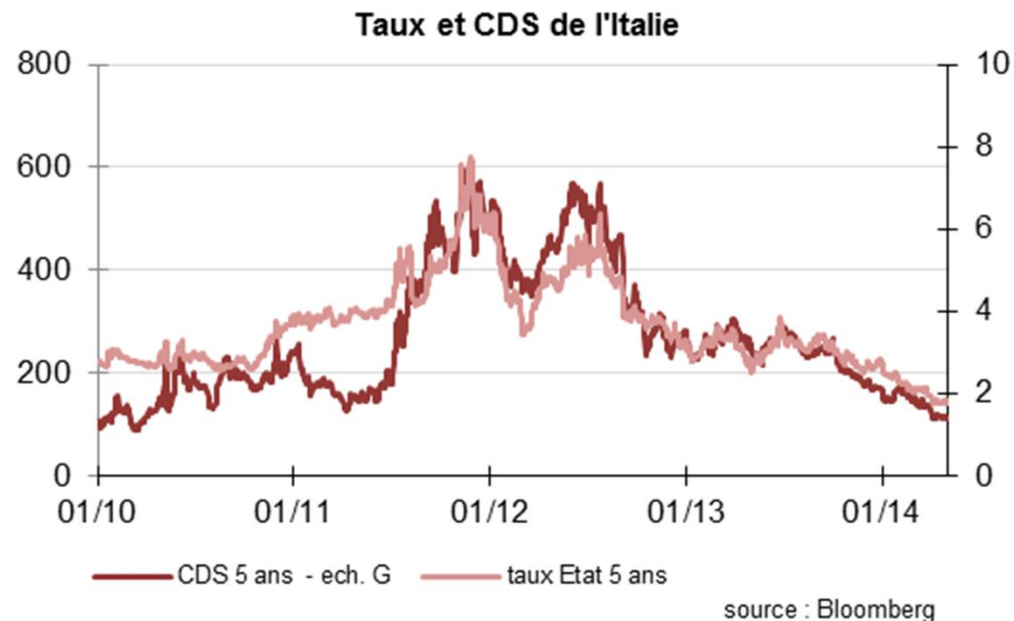
Sommaire

- I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux
- II. Réduire la sensibilité
- III. Se protéger de l'Inflation
- IV. Taux d'Intérêt et risque de crédit**

Impact d'un écartement des spreads

Une hausse des taux peut résulter d'une crise de confiance à l'égard d'un émetteur ou d'un groupe d'émetteurs

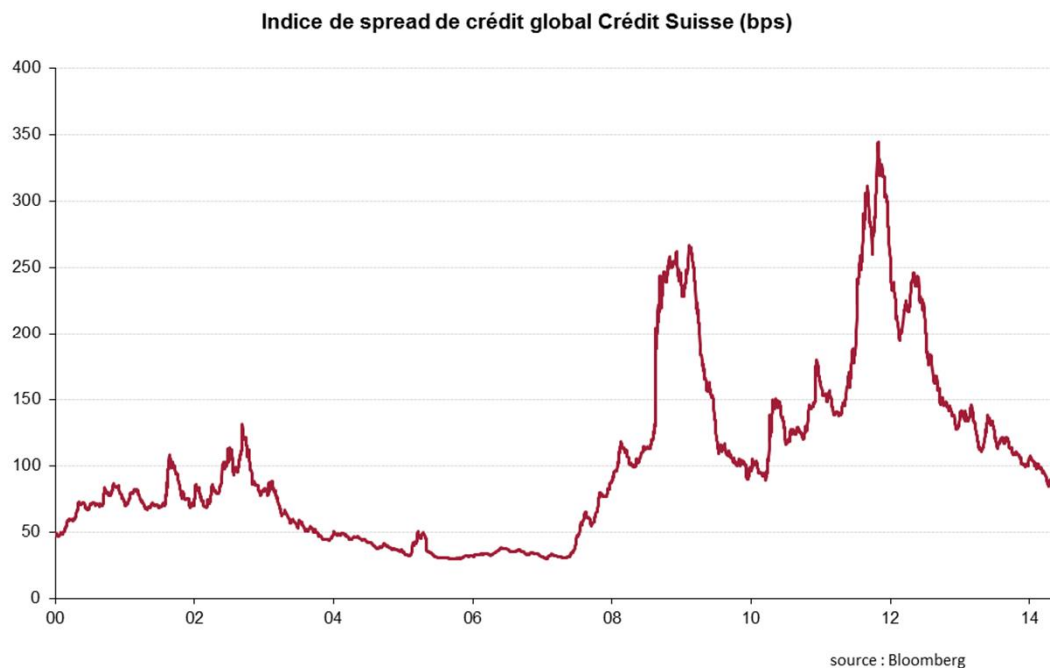
- Quand une crise de confiance survient, les investisseurs exigent une augmentation de la prime de risque (spread) pour accepter de prêter
- La hausse des spreads se traduit mécaniquement par une hausse des taux d'intérêt comme la crise des dettes souveraine en zone euro l'a illustré



Le risque de crédit est mal rémunéré

Compte tenu des spreads actuels, on peut considérer que le prêteur est mal rémunéré au regard des risques qu'il prend

- L'éventualité d'une remontée des spreads expose l'investisseur à un risque de perte en capital élevé



Stratégie de réduction du risque de crédit

Pour réduire son exposition au risque de crédit, l'investisseur peut :

- Céder les lignes les plus risquées de son portefeuille pour se reporter sur des emprunteurs de meilleure qualité
 - Pour évaluer le risque de crédit, il peut recourir aux notations d'agences spécialisées
 - Les notations des agences ne doivent en aucun cas se substituer à une analyse personnelle de la situation d'un émetteur ou d'une émission.

Echelles de notation long terme		
Moody's	Standard and Poor's	Signification
Aaa	AAA	Le risque est quasi nul, la qualité de la signature est la meilleure possible.
Aa	AA	Quasiment similaire à la meilleure note, l'émetteur noté AA est très fiable.
A	A	Bonne qualité mais le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.
Baa	BBB	Solvabilité moyenne
Ba	BB	A partir de cette note, l'affaire commence à être spéculative. Le risque de non remboursement est plus important sur le long terme
B	B	La probabilité de remboursement est incertaine. Il subsiste un risque assez fort.
Caa	CCC	Risque très important de non remboursement sur le long terme.
Ca	CC	Très proche de la faillite, emprunt très spéculatif.
C	D	Situation de faillite de l'emprunteur.

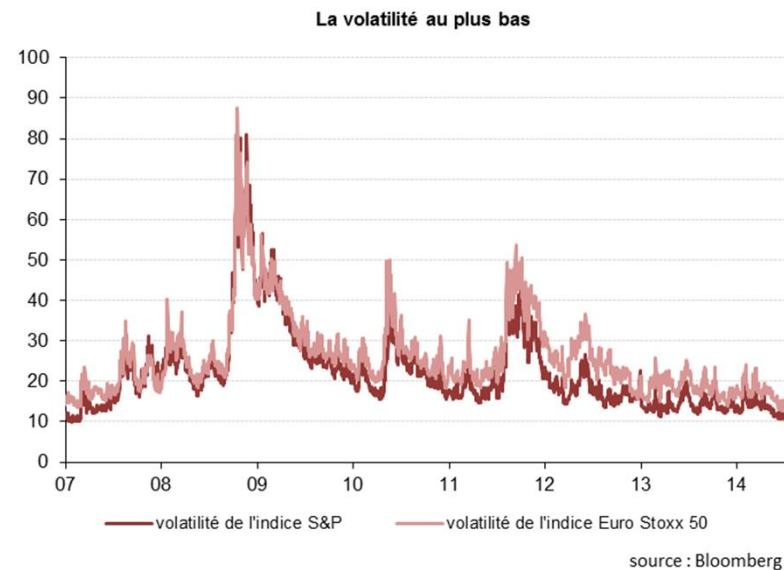
- Recourir à des instruments dérivés comme les *Credit Default Swap* qui permettent de s'assurer contre le défaut d'un émetteur moyennant le paiement d'une prime.

Sommaire

- I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux
- II. Réduire la sensibilité
- III. Se protéger de l'inflation
- IV. Taux d'intérêt et risque de crédit
- V. Adapter les modes de gestion

Renforcer la diversification

La remontée des taux ne manquera pas de provoquer des pics de volatilité sur les marchés financier



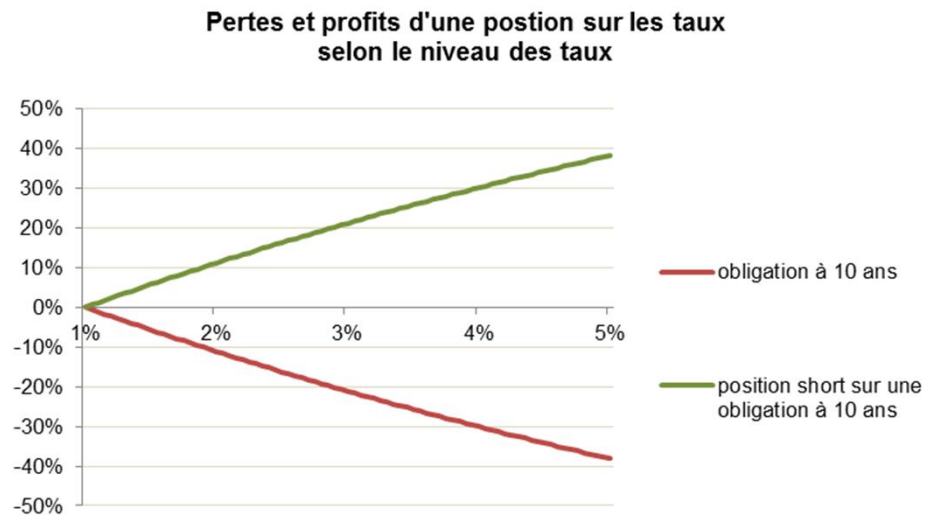
Savoir s'adapter aux différentes conditions de marché qui se présenteront, et gérer ces pics de volatilité peut s'avérer payant

- Cette stratégie passe par un renforcement de la diversification des portefeuilles ou le recours à des fonds à l'allocation très flexible

La gestion en performance absolue

La gestion en performance absolue est tout à fait adaptée à un contexte de remontée des taux puisque elle est censée délivrer un rendement positif en toutes circonstances

- Elle présente notamment l'immense avantage de pouvoir prendre des positions short (vendeuses) sur les marchés de taux qui seront gagnantes si les taux remontent



Sommaire

- I. Vers la fin du cycle trentenaire de baisse des taux
- II. Réduire la sensibilité
- III. Se protéger de l'Inflation
- IV. Taux d'Intérêt et risque de crédit
- V. **Conclusion**

Faire face à la remontée des taux

- **Après 30 ans de baisse des taux, le risque d'une remontée des taux nous semble élevé, et ce risque est sans doute sous-estimé**
- **L'Impact de la remontée des taux sera fonction :**
 - De l'ampleur de cette remontée
 - Des facteurs qui la provoqueront (inflation, crédit,...)
- **Face à cette remontée l'Investisseur peut adopter plusieurs stratégies:**
 - **Arbitrage** (taux variable contre taux fixe, crédits biens notés contre crédits de moins bonne qualité, produits inflation contre produits à taux fixe...)
 - **Couverture** en utilisant des produits dérivés
 - **Gestion flexible** pour réduire les risques et saisir les opportunités de marchés
 - **Gestion en performance absolue** qui permet de générer de la performance en cas de remontée des taux

Disclaimers

Les chiffres cités ont traités aux années écoulées. Les performances, volatilité, prix et classement passés ne sont pas un indicateur fiable des performances, volatilités, prix et classements futurs. Les performances indiquées peuvent être différentes de celles indiquées dans la partie B des prospectus : leur calcul n'a pas été effectué sur la base des exercices comptables clos. Les performances présentées sont nettes de frais de gestion. Les performances depuis création sont des informations réservées aux clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Tout investisseur ne répondant pas à cette classification ne doit en aucune manière tenir compte de ces informations.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Management (France). Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de Swiss Life Asset Management (France) et sur leur adéquation avec sa situation financière, patrimoniale ou personnelle. A cet effet l'investisseur devra prendre connaissance du prospectus simplifié de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur simple demande au siège social de Swiss Life Asset Management (France) au 86 Bld Haussmann 75380 paris cedex 08 ou sur le site www.sl-am-france.com. Les données contenues dans cette fiche ne sont ni contractuelles, ni certifiées par les commissaires aux comptes.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, une recherche sur investissement, un prospectus de vente, une offre ou de vente ou une incitation à effectuer un placement.. La responsabilité de Swiss Life Asset Management (France) ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Swiss Life Asset Management (France) se réserve le droit de modifier à tout moment la gamme de services, les produits ainsi que les prix sans préavis et que toutes les informations et opinions peuvent faire l'objet de modifications.

L'avenir commence ici.

Adresse de visite
Immeuble Wilson
44 Avenue Georges Pompidou
92300 Levallois-Perret

Adresse postale
7 rue Belgrand
92682 Levallois-Perret Cedex

Agrément AMF 23/12/2003

N^o : GP 03 026

SA au capital de € 3.000.000

RCS Paris 344 677 885

Tel : 01.46.17.21.02

www.sl-am-france.com