

# Les obligations suisse confrontées au défi des taux négatifs

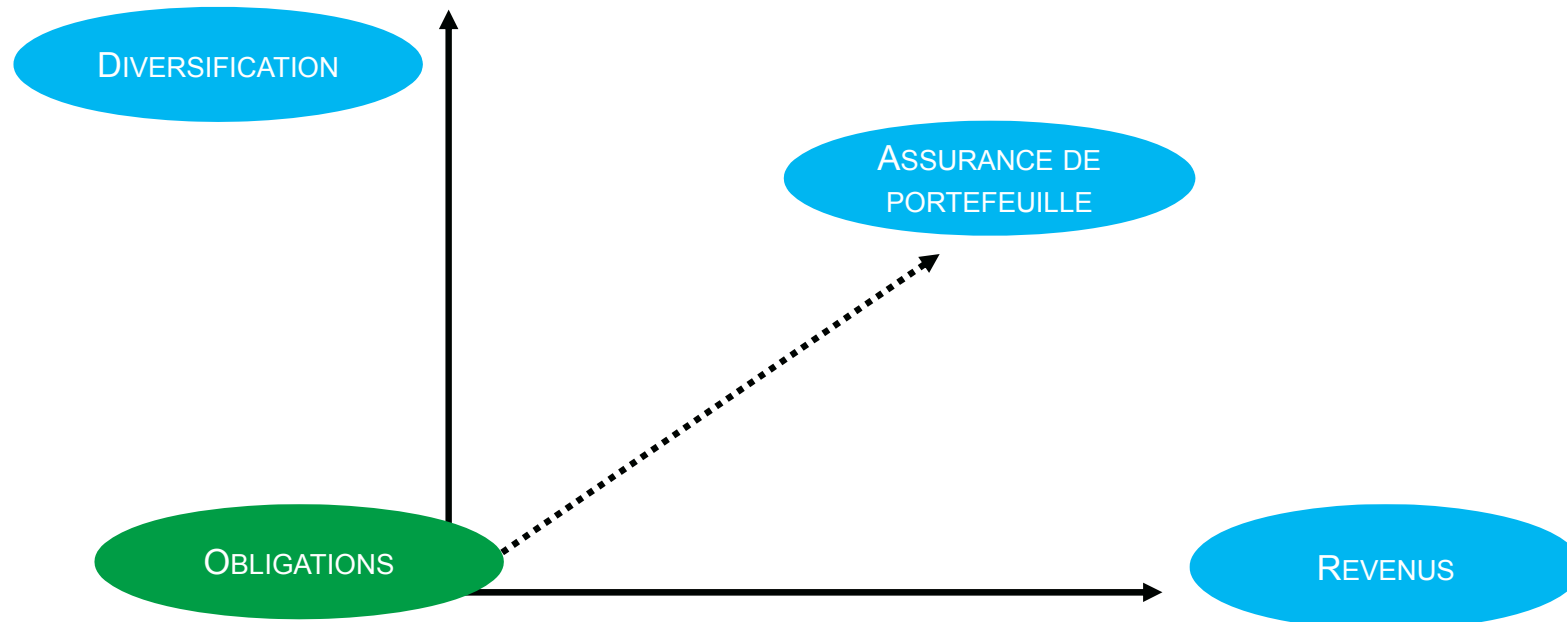
Banque Cantonale Vaudoise

Conférence Coninco des 2 et 3.11.2016

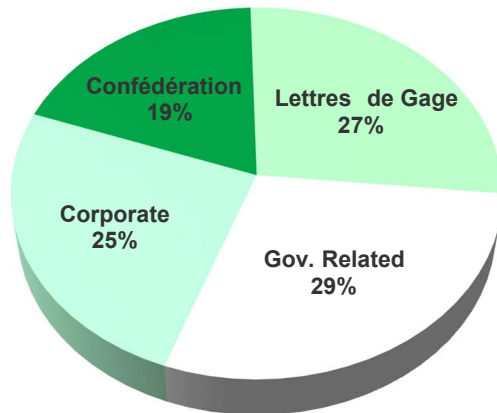


- 1 Univers obligataire suisse: vue par maturité**  
le rôle des obligations dans un portefeuille est multiple
- 2 Rapport rendement risque attractif pour les maturités courtes**  
privilégier une volatilité faible et être sélectif dans le choix des titres de rendement
- 3 Le rôle d'assurance d'un portefeuille obligataire est réduit**  
une gestion plus active et opportuniste est nécessaire
- 4 Nouveau régime ou 'taux bas persistants'**  
tous les regards sont rivés sur l'inflation

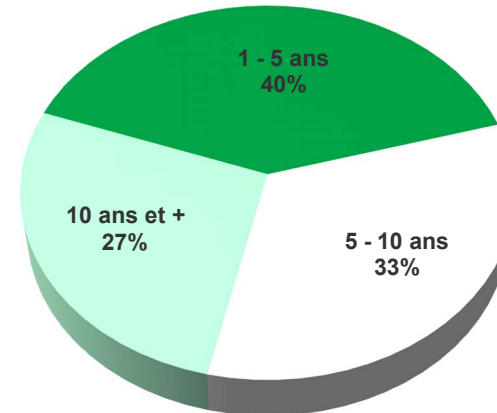
# Les obligations ont de multiples rôles dans un portefeuille



Répartition Obligataire Sectorielle

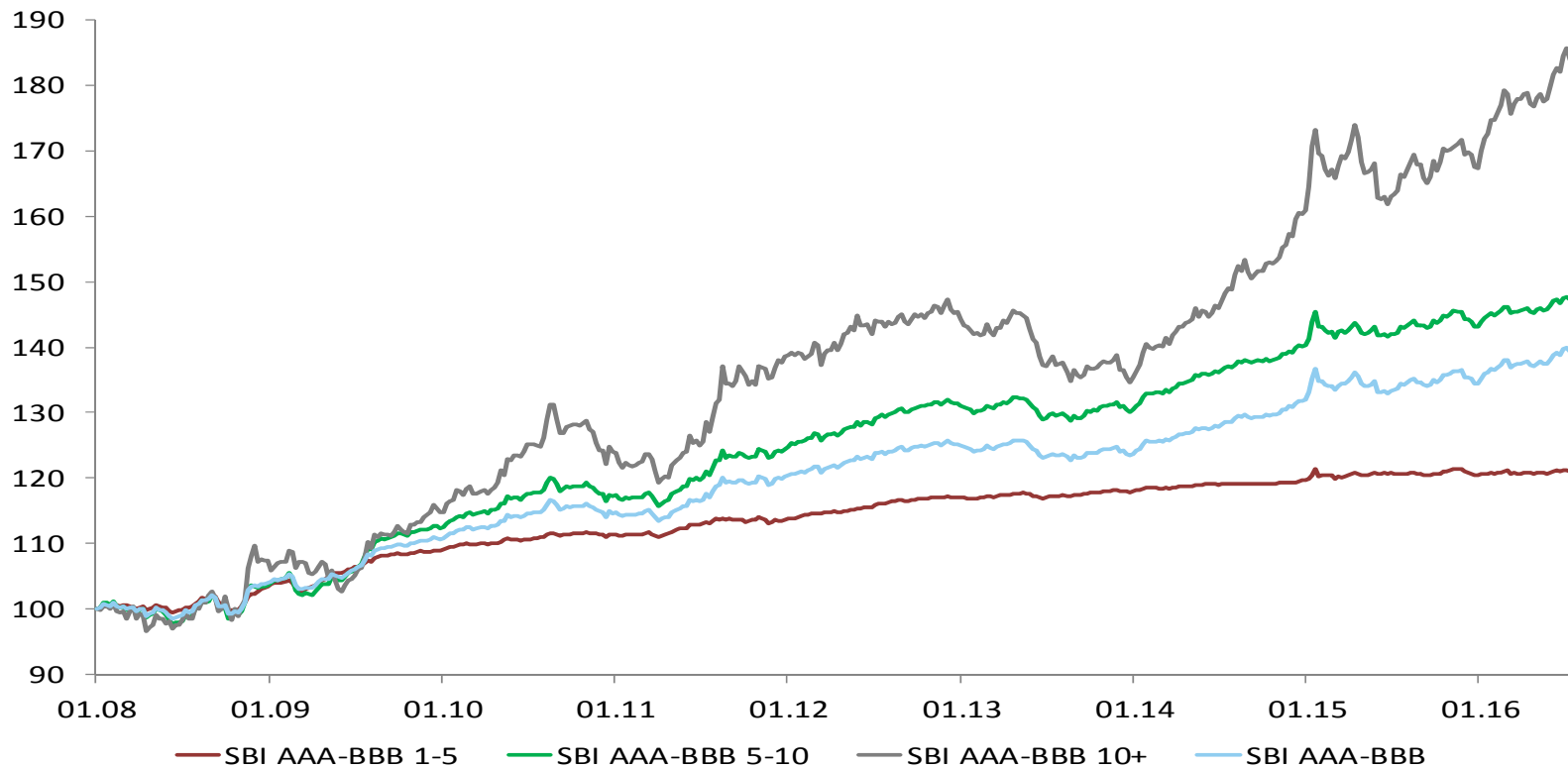


Répartition Obligataire par Échéances



Dans l'environnement actuel, une analyse par maturité est plus adaptée pour un positionnement dans les obligations

# Qu'en est-il en termes de performances?



	SBI AAA - BBB			
Maturité (années)	1 - 5	5 - 10	10+	Total
<b>Données (annualisées) pour 2008 - 2016</b>				
Performance	2.25%	4.59%	7.39%	3.92%
Volatilité	1.36%	3.10%	6.71%	2.65%
Ratio de Sharpe	1.65	1.48	1.09	1.48
<b>Données (actuelles)</b>				
Duration	2.86	6.84	15.39	7.53
Poids (%)	39.80	33.50	26.70	
Rendement à échéance (%)	-0.31	-0.12	0.02	-0.12

Sur une base ajustée du risque, les obligations avec une plus faible volatilité ont les meilleures performances

# Mêmes conclusions concernant les obligations américaines

... que ce soit sur les Treasuries ou sur les titres de crédit de bonne qualité...

(1993 – 2015)	Treasuries			IG corp spreads		
Maturité (an)	1–5	5–10	10+	1–5	5–10	10+
<b>Duration</b>	2.52	6.25	12.8	2.83	6.1	11.43
<b>Performance</b>	1.6% (*)	3.10%	4.50%	0.8% (**)	0.40%	-0.10%
<b>Volatilité</b>	2.10%	5.60%	10.10%	2.60%	4.50%	6.90%
<b>Sharpe ratio</b>	0.74	0.55	0.45	0.3	0.1	-0.01

Source: Barclays Point

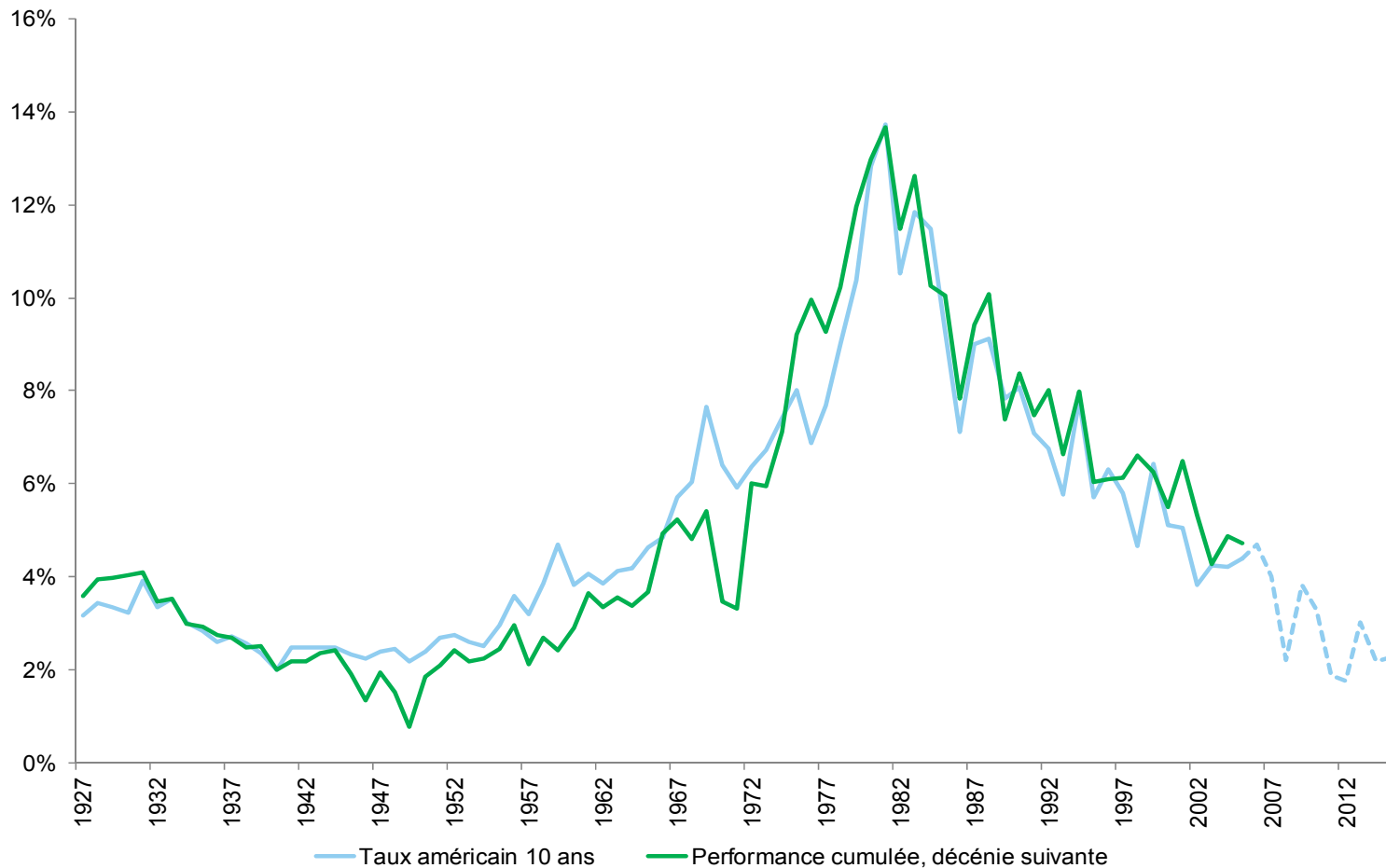
(\*) Performance relative au Libor

(\*\*) Performance relative aux obligations gouvernementales américaines

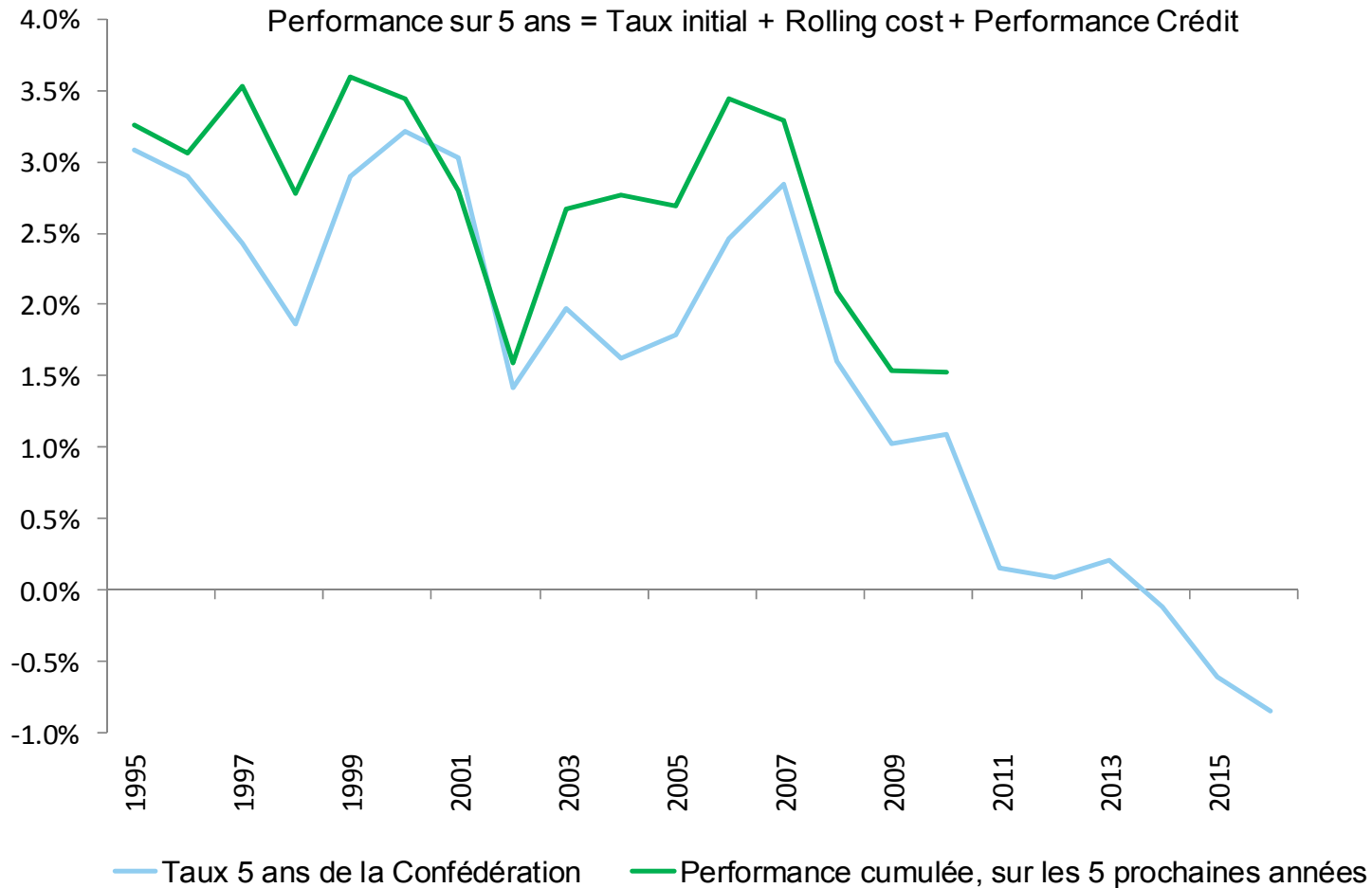
- La partie des obligations de 1-5 ans joue le rôle de la stratégie de basse volatilité dans un portefeuille obligataire
- Le portefeuille de basse volatilité sert de portefeuille 'core', et plus spécialement dans un régime de haute volatilité
- D'un point de vue Contrarian, la performance dans cette stratégie devrait s'avérer meilleure que celle reposant sur les longues échéances

# Les performances futures d'un portefeuille obligataire sont plus prévisibles que celles des actions

Stratégie «buy & roll»: le **rendement attendu des obligations** est déterminé par le niveau des taux au moment de l'investissement et non par les mouvements futurs

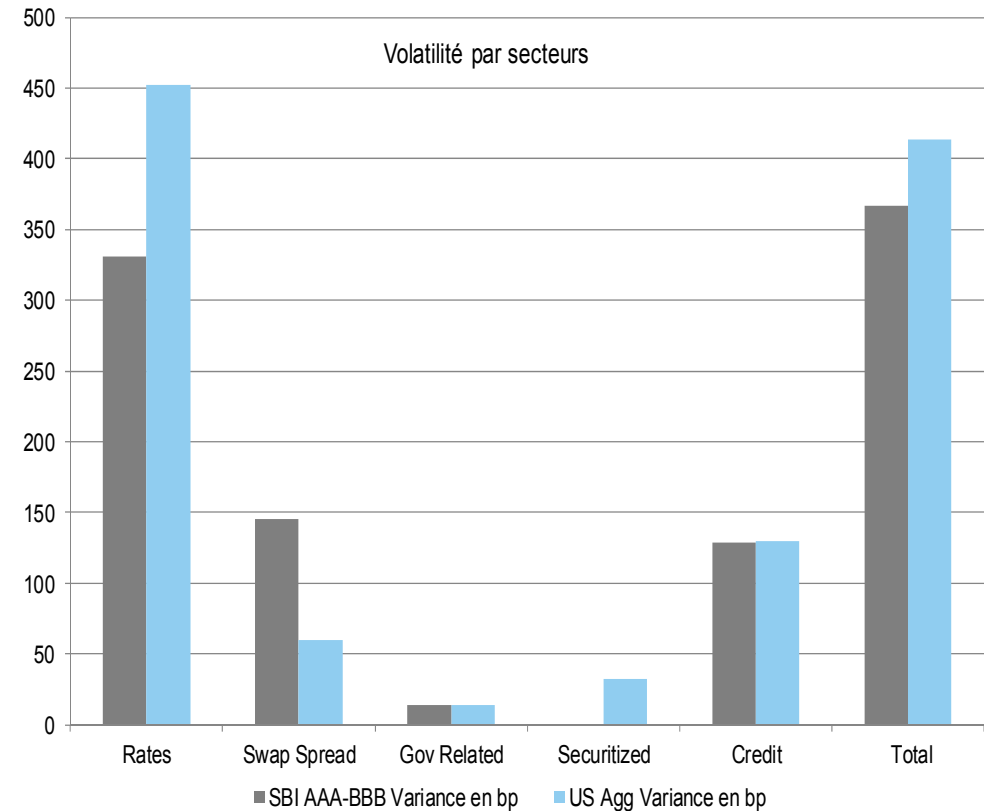
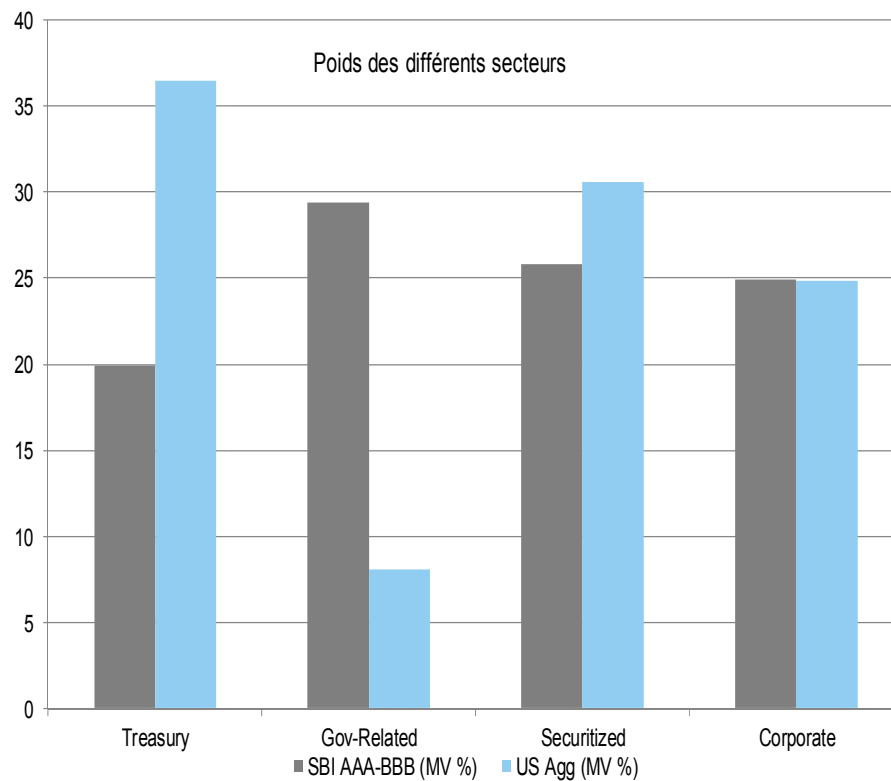


La relation entre la performance future et le niveau initial des taux est valide quand la duration est stable, ce qui est le cas pour la plupart des portefeuilles institutionnels



Dans les 5 prochaines années, le **rendement total** du SBI AAA-BBB 1-5 ans (40% de l'univers suisse), avec un rendement à l'échéance de -0.35% sera mathématiquement proche de zéro

Les indices obligataires sont principalement constitués du risque de taux (duration)



- Une **approche de conviction**, sans contrainte de benchmark et basée sur des concepts «smart beta» et des facteurs de risque
- L'objectif est de **construire un portefeuille adapté au cycle économique** et non de suivre le rythme des nouvelles émissions



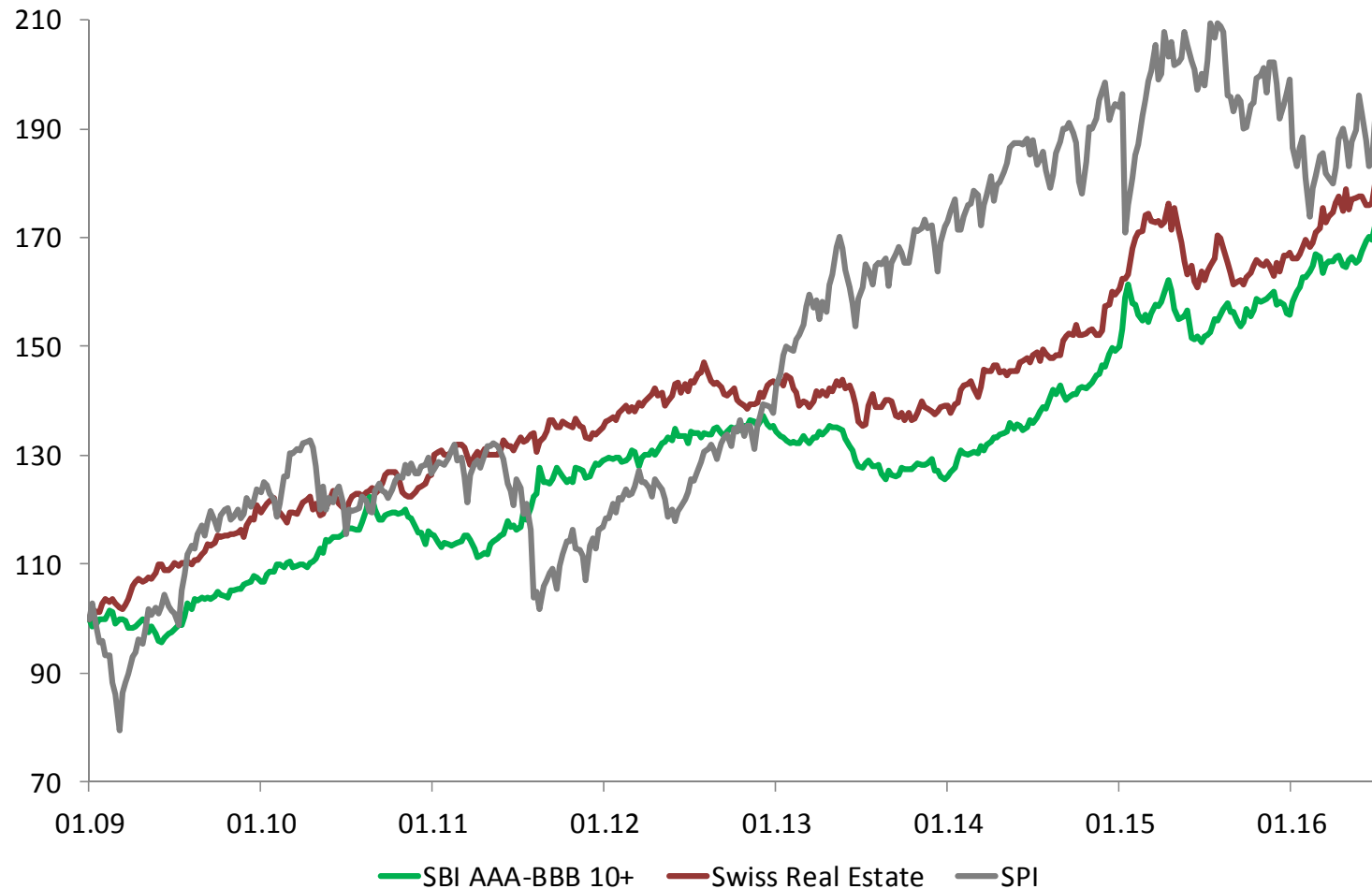
## Adapter le portefeuille à chaque phase du cycle économique sans dénaturer les caractéristiques de la classe d'actif

- en générant un **rendement positif à travers les cycles**, sans pour autant se mettre une contrainte de rendement positif chaque mois comme sur les fonds «absolute returns»
- Le revenu sera la principale source de rendement. Celui-ci sera **privilegié** à la recherche de gains en capitaux, gains de change ou autres stratégies de type «hedge fund»

## Gérer avec flexibilité et conviction

- en implémentant une **rotation dynamique des facteurs de risque** selon les phases du cycle économique
- **en sélectionnant des titres** basés sur la conviction des gérants, où la **recherche de valeur** prime sur toute considération par rapport à un éventuel benchmark

# Depuis la crise...la performance vient de la «duration»

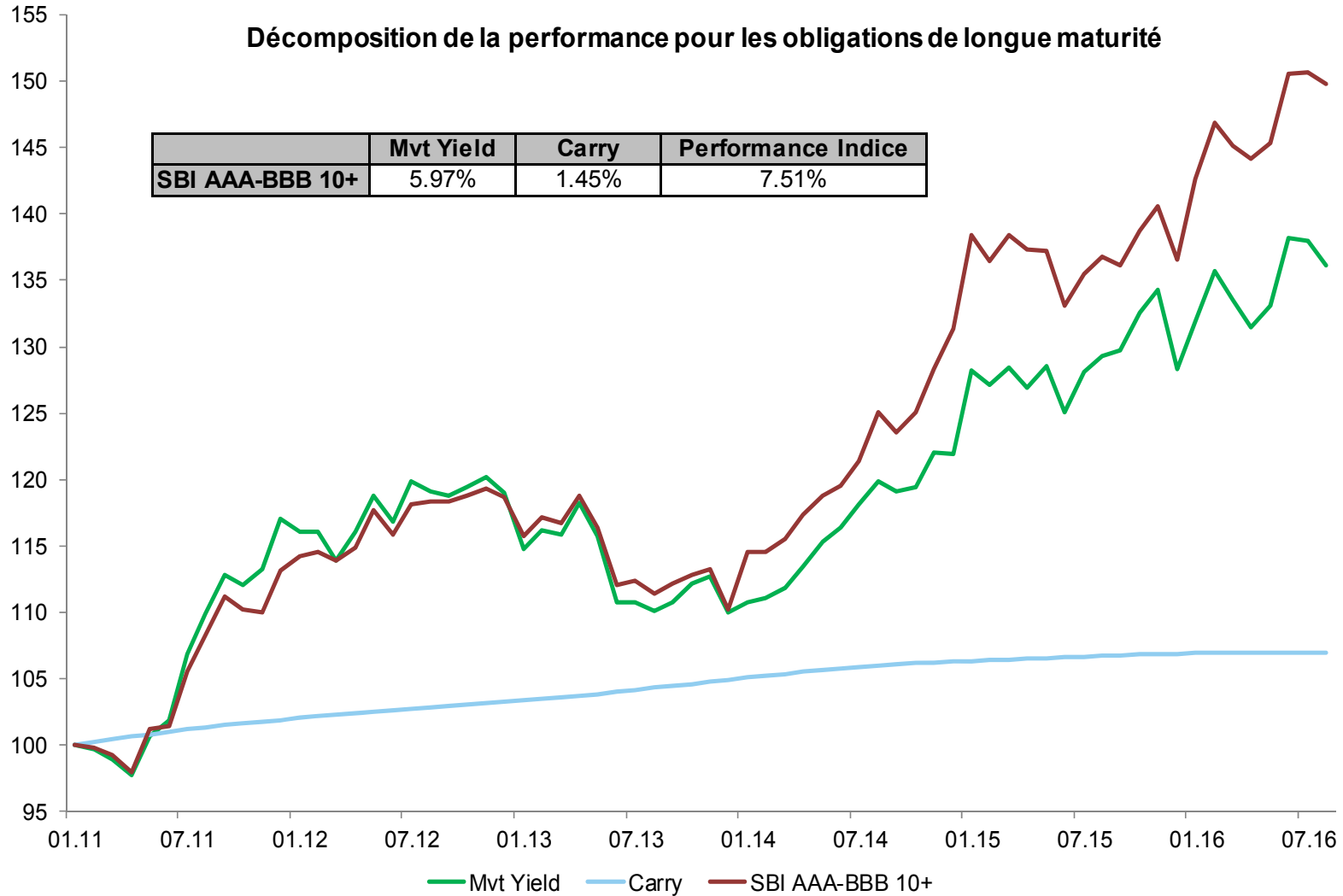


Données pour 2009 - 2016	SBI AAA - BBB 10+	Swiss Real Estate	SPI
Performance	7.42%	7.95%	9.09%
Volatilité	6.31%	6.82%	15.99%
Ratio de Sharpe	1.18	1.17	0.57

Performances équivalentes...

...mais volatilité moindre

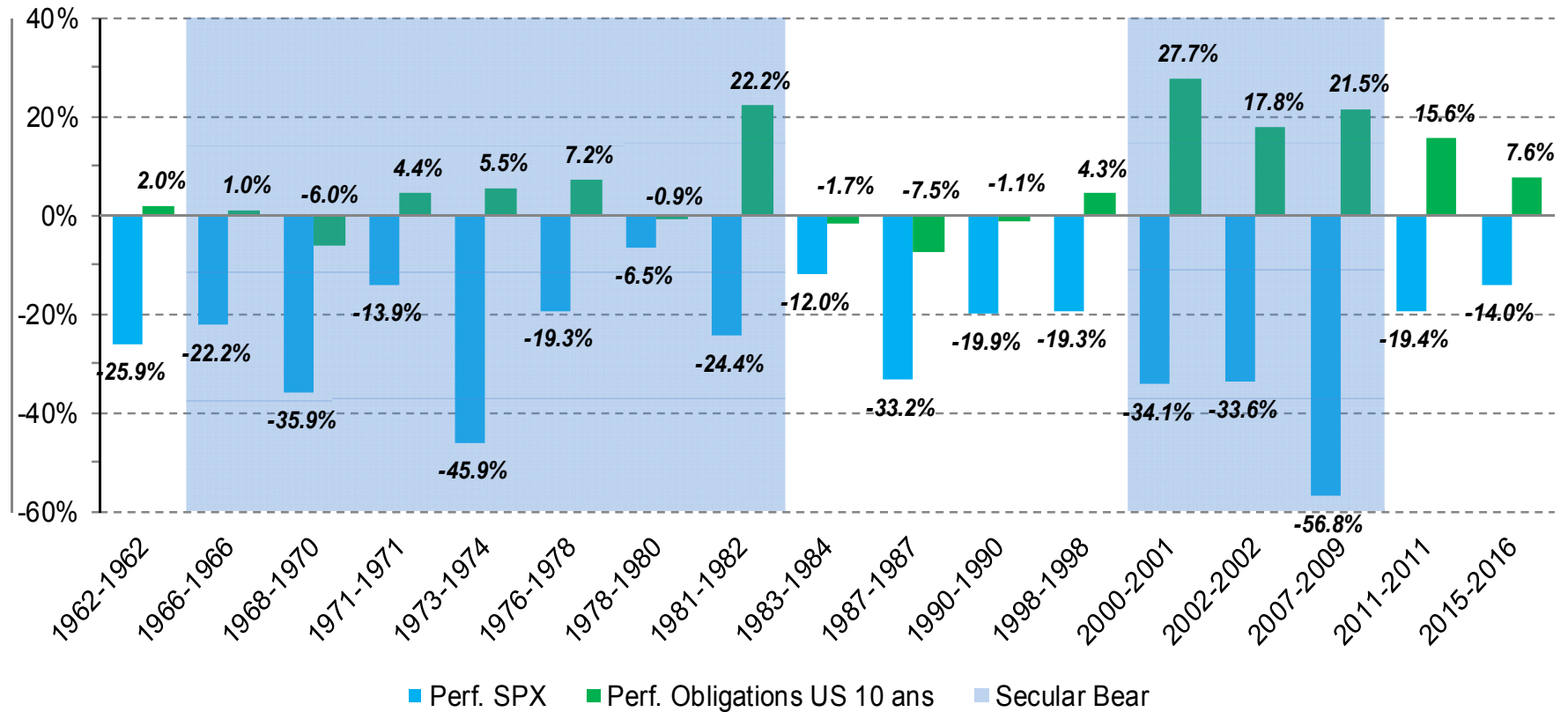
# Difficile aujourd'hui de reproduire cette performance pour les obligations de longue maturité



Durant les cinq dernières années, la baisse de taux a contribué près de 4 fois plus à la performance que le carry.

# Les obligations ont joué un rôle de valeur refuge durant tous les épisodes de baisse des marchés

## Performance sur différents cycles



### Secular Bear market:

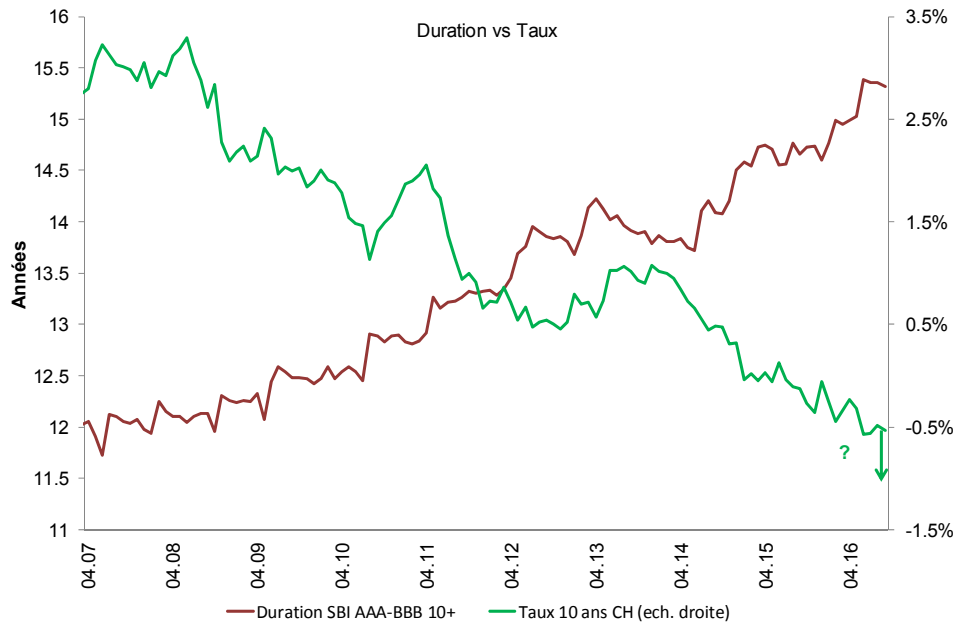
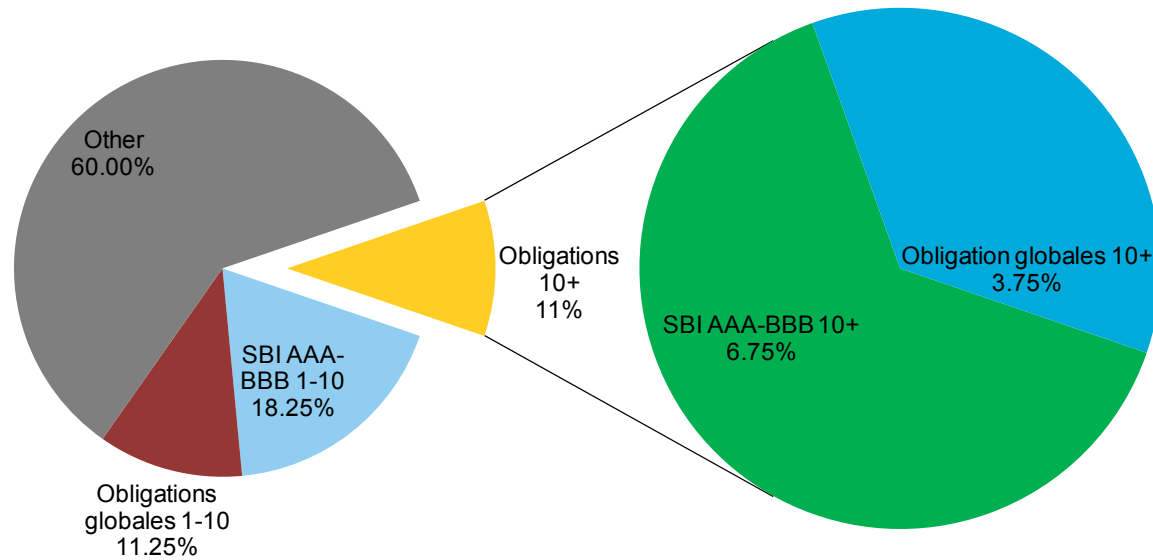
- les actions ont une performance médiane de -29%, les obligations ont bien joué leur rôle d'assurance avec une performance médiane de +6%

### Bull market:

- même dans les cas de baisse des actions dans un bull market, (perf. médiane de -19%), les obligations ont compensé ce mouvement pour +2%

# Obligations de longue maturité: encore une assurance dans un portefeuille équilibré?

Décomposition type portefeuille équilibré

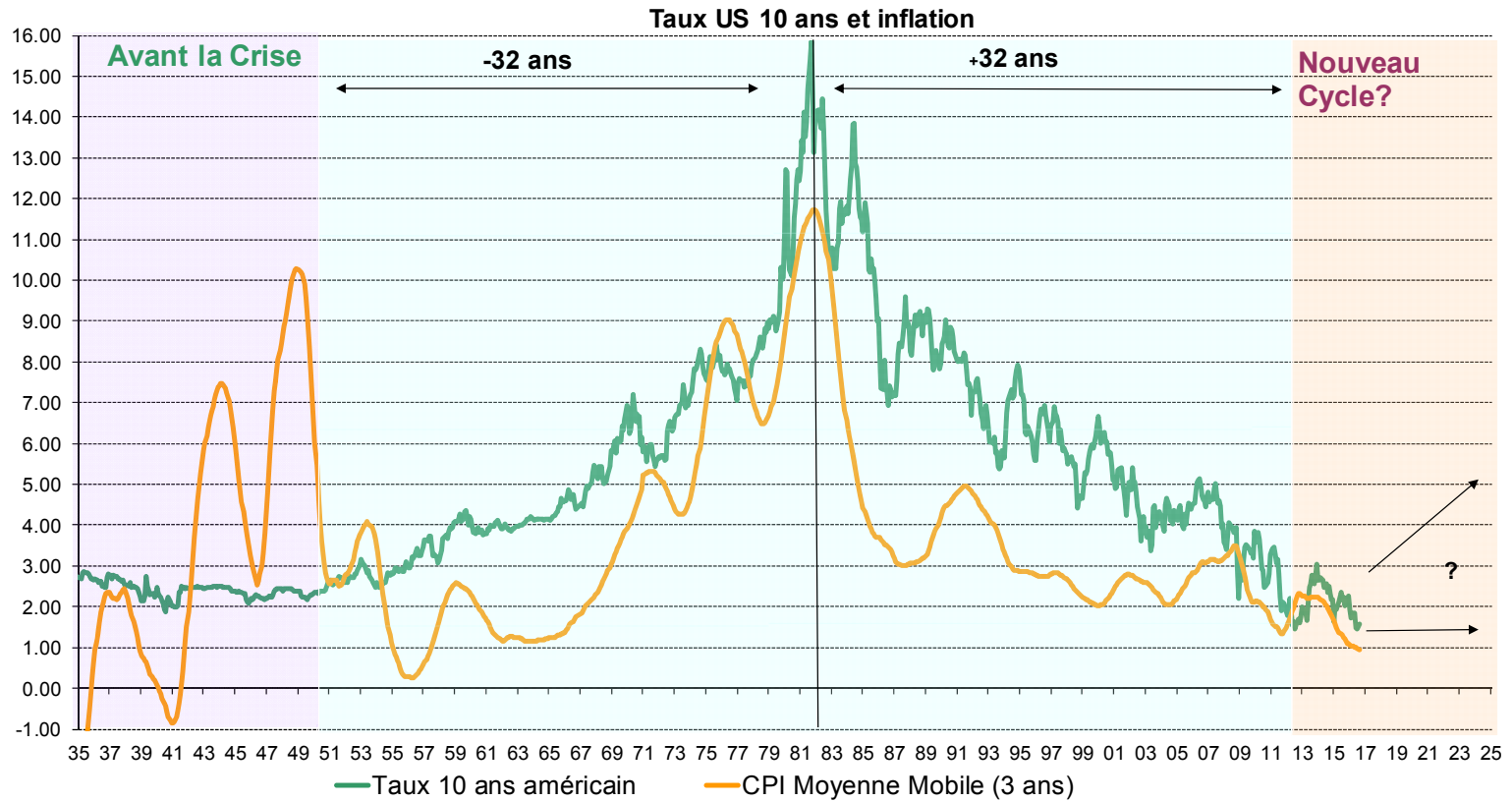


Avec un poids de 11% d'obligations long terme et une durée de 15 ans, quel est l'impact d'une baisse de taux de 0.50% ?

$$Performance \cong - Duration * \Delta Taux * Poids$$

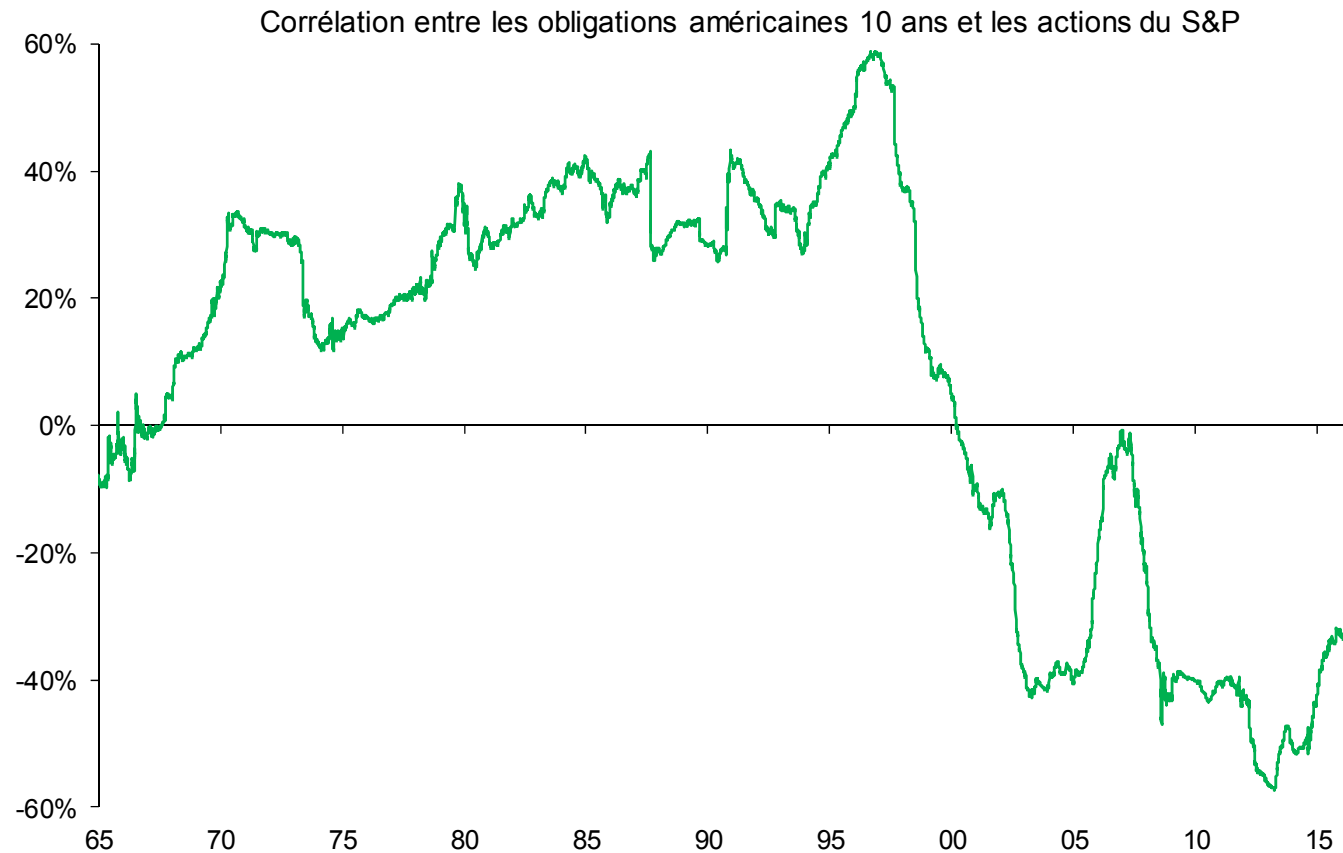
$$+0.75\% \cong - 15 * (-0.50\%) * 11\%$$

# Nouveau cycle de hausse de taux ou des «taux bas persistants»? Tous les regards sont rivés sur l'inflation

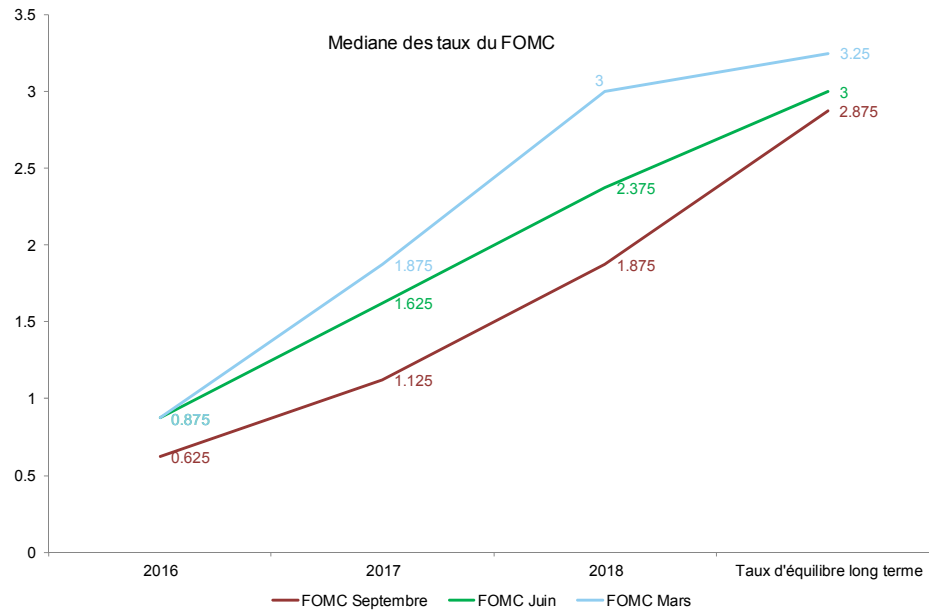


Après la crise de 1930, les 'taux bas persistants' ont duré 15 ans, avec des niveaux entre 2% et 3%

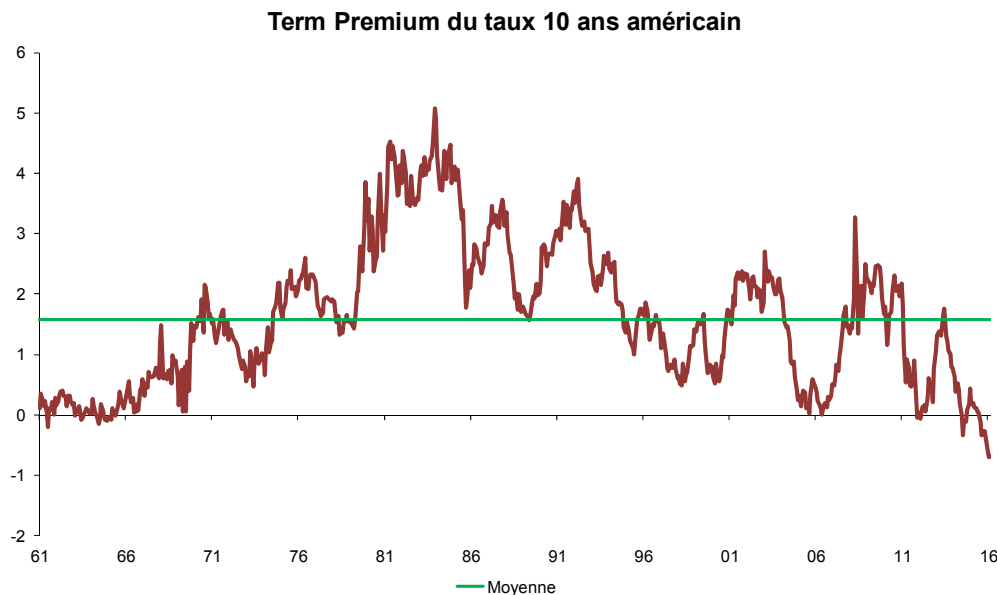
# La corrélation entre les obligations et les actions n'a pas toujours été négative...



- 1960 – 2000: une corrélation positive entre les performance des actions et obligations, qui dépend principalement de l'inflation;
- la gestion obligataire doit être plus active dans un nouveau régime d'inflation; moins de stabilité dans les performances



La FED continue d'abaisser les prévisions de taux d'intérêts réels; L'inflation à atteindre reste à 2%



Le niveau de Term premium actuel est plus bas que celui qui prévalait dans les années 1960, avant la hausse de taux et de l'inflation.  
  
La réduction du bilan de la FED est un élément clé pour la normalisation du Term Premium.



- 1 Les obligations sont à un croisement, dû à des rendements bas et à une grande sensibilité aux mouvements taux**  
Les portefeuilles doivent être structurés par rapport à leurs fonctionnalités
- 2 Les obligations de courte maturité ont un meilleur rapport rendement/risque**  
Le Total Return, avec une approche «bottom-up» et une dépendance moindre aux indices
- 3 Le rôle d'assurance des obligations est réduit**  
Une stratégie plus active et opportuniste pour la gestion des obligations de longues maturités est requise
- 4 La performance des obligations de longue maturité ces dernières années sera difficile à reproduire**  
La gestion obligataire est confrontée à des défis pour préserver la performance, même dans un scénario de «taux bas persistants»

## Agim Xhaja, PhD, CIO Fixed Income



Responsable de la gestion obligataire depuis 2006, Agim Xhaja gère aussi le fonds BCV International Bonds. Il a débuté sa carrière en 2001 à l'UBS où il a occupé plusieurs postes dans les divisions «Recherche financière» et «Contrôle du risque crédit».

Il possède une expérience de quatorze ans dans le domaine des investissements et détient un PhD en finance délivré par le FAME et l'Université de Lausanne ainsi qu'un Master en International Economics de HEI Genève. Il a obtenu son diplôme en Mathématiques à l'université du Tirana.

☎ 021 212 21 13  
agim.xhaja@bcv.ch

## Fabio SIMONCINI, PhD, Investment Manager



Gestionnaire des mandats et fonds obligataires en franc suisse semi-actifs et indiciels, Fabio Simoncini a rejoint l'équipe de gestion obligataire en juillet 2013. Auparavant, il a travaillé onze ans chez Lombard Odier à Genève, d'abord en tant que gérant quantitatif sur les actions puis gérant obligataire, en charge de la gestion indicielle et du développement de stratégies quantitatives. Fabio Simoncini possède une expérience de plus de quinze ans et détient un Master ainsi qu'un PhD en mathématiques de l'Ecole polytechnique fédérale de Lausanne (EPFL).

☎ 021 212 20 91  
fabio.simoncini@bcv.ch