

Influence d'une reflation sur les portefeuilles

Différentes attentes

Le marché et les asset managers ont des attentes différentes concernant les rendements à l'échéance des obligations d'Etat. Avec reflation il faut réduire l'exposition au taux au profit d'autres sources de rendement.

EN BREF

L'exposition en obligations en francs a été bien rémunérée depuis le milieu des années 1990. Elle ne le sera plus dans un contexte de changement de cycle.

Afin de choisir une stratégie d'investissement leur permettant de générer un rendement suffisant pour financer leur activité, les investisseurs institutionnels utilisent des hypothèses de rendement à moyen et long terme pour différentes classes d'actifs. La détermination de valeurs normatives est donc nécessaire, notamment concernant l'inflation et les taux d'intérêt. Dans le contexte de reflation amorcée au 4^{ème} trimestre 2016 accompagnée d'une performance des obligations de la Confédération de -4.2%, ces valeurs normatives ont sans doute évolué. Afin de le vérifier, nous avons réalisé un sondage auprès de 25 asset managers concernant leurs attentes d'inflation ainsi que de taux d'intérêt à dix ans, puis nous les avons comparées aux attentes du marché.¹

Comme le montre le graphique du rendement à l'échéance à dix ans des

obligations d'Etat attendu dans cinq ans, les attentes du marché et la médiane des réponses au sondage des asset managers sont relativement proches pour le Royaume-Unis (GBP) et les Etats-Unis (USD), alors que les attentes des marchés sont très inférieures pour la Suisse, la zone Euro et le Japon (JPY).

Risque de taux élevé en Suisse

Quel est l'impact de ce constat sur la performance des obligations d'Etat? Pour le Royaume-Unis et les Etats-Unis, la hausse des taux d'intérêt aura une influence négative plus limitée sur le prix des obligations d'Etat qui intègrent déjà cette hausse. En revanche, ce n'est pas le cas pour la Suisse, la zone Euro et le Japon. Ainsi, pour la Suisse, en prenant en considération les rendements à l'échéance actuels et attendus ainsi que les caractéristiques des obligations de la Confédération, l'attente de performance annualisée moyenne à cinq ans est de -0.8%.

Toutefois, pourquoi ne pas déterminer les valeurs normatives uniquement

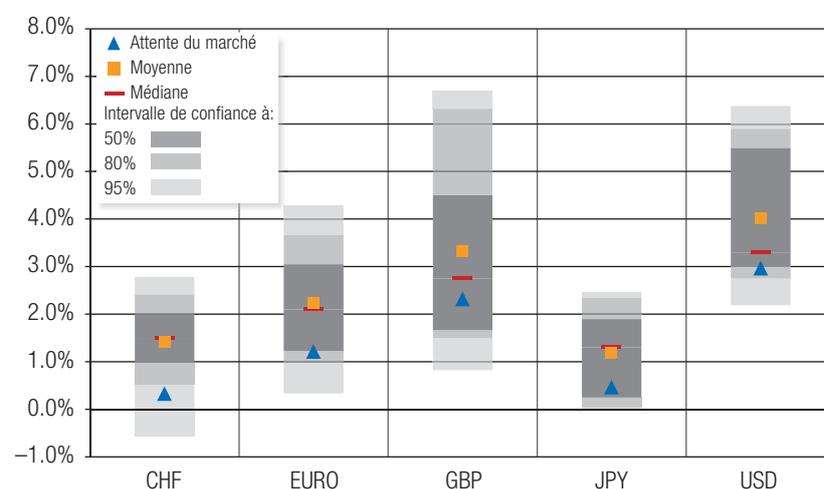
¹ Les attentes de marché sont déduites de la courbe actuelle des rendements à l'échéance des obligations d'Etat.



Sébastien Brocard

ASA, CIIA, CSEP; Swiss Risk & Care

Rendement à l'échéance à dix ans des obligations d'Etat attendu dans cinq ans



en considérant les attentes du marché? Car concernant les taux d'intérêt à moyen et long terme, les attentes du marché s'avèrent souvent incorrectes. En effet, en mesurant l'écart du rendement à l'échéance à cinq ans de la Confédération attendu par le marché dans cinq ans avec la valeur effective cinq ans plus tard, l'écart moyen obtenu sur les 29 dernières années a été de 1.8 point de pourcentage. Ainsi, par exemple, il y a cinq ans le marché attendait un taux de 1.3%, alors qu'il est de -0.7% à fin 2016.

Changement de cycle

Les investisseurs institutionnels présentent historiquement une proportion importante d'obligations dans leur stratégie d'investissement donc une exposi-

tion au risque de taux d'intérêt élevée en raison d'un profil rendement/risque historiquement favorable ou de contraintes légales. Selon différentes études ou indices concernant les institutions de prévoyance suisses, la proportion d'obligations en francs dans les portefeuilles est actuellement d'environ 25%. Si cette importante exposition a été très bien rémunérée en raison d'une baisse des taux d'intérêt depuis le milieu des années 1990, entraînant mécaniquement une hausse du prix des obligations, elle ne le sera probablement plus dans un contexte de changement de cycle, notamment pour les obligations en francs.

Cependant, bien que modérée, cette reflation permettra aux portefeuilles d'actifs diversifiés de réaliser progressive-

ment de meilleures performances et de réduire la pression sur les paramètres techniques telle que la baisse du taux de conversion pour les institutions de prévoyance par exemple.

Si ce scénario de reflation se confirme et s'il en a la possibilité, un investisseur institutionnel devrait réduire stratégiquement son exposition au risque de taux d'intérêt suisses et analyser d'autres opportunités d'investissement tout en contrôlant le risque global de son portefeuille d'actifs. **I**

Einfluss einer Reflation auf die Portfolios

Unterschiedliche Erwartungen

Der Markt und die Asset Manager haben unterschiedliche Erwartungen

in Bezug auf die Renditen am Ende der Laufzeit von Staatsanleihen.

Bei Reflation muss das Zinsrisiko zugunsten anderer Renditequellen gesenkt werden.

Bei der Wahl einer Anlagestrategie, mit der die institutionellen Anleger eine Rendite generieren können, die zur Finanzierung ihrer Tätigkeit ausreicht, verwenden sie mittel- und langfristige Renditeannahmen für unterschiedliche Anlageklassen. Daher müssen normative Werte festgelegt werden, insbesondere betreffend Inflation und Zinssätze. Im Kontext der im 4. Quartal 2016 einsetzenden Reflation, die mit einer Performance der Bundesobligationen von -4.2 Prozent einherging, haben sich diese normativen Werte zweifellos verändert. Wir wollten dies überprüfen und führten bei 25 Asset Managern eine Umfrage zu ihren Erwartungen betreffend Inflation und 10-Jahres-Zinssätzen durch, die wir anschliessend mit

den Erwartungen des Markts verglichen.¹

Der Grafik mit der in fünf Jahren erwarteten Rendite von Staatsanleihen bei Ablauf der 10-jährigen Laufzeit ist zu entnehmen, dass die Erwartungen des Markts und der Medianwert der Umfrageergebnisse, das heisst der Antworten der Asset Manager, für das Vereinigte Königreich (GBP) und die USA (USD) relativ nah beieinander liegen, während die Markterwartungen für die Schweiz, die Eurozone und Japan (JPY) deutlich tiefer ausfallen.

IN KÜRZE

Das Risiko von Obligationen in Franken führte seit Mitte der 1990er Jahre zu einträglichen Renditen. Dies wird nach einem Zykluswechsel wohl nicht mehr der Fall sein.

¹ Die Erwartungen des Markts werden aus der aktuellen Renditekurve bei Fälligkeit der Staatsanleihen abgeleitet.

Hohes Zinsrisiko in der Schweiz

Welchen Einfluss hat dieses Ergebnis auf die Performance der Staatsanleihen? Im Vereinigten Königreich und in den USA wirkt sich der Anstieg der Zinssätze weniger negativ auf den Kurs der Staatsanleihen aus, die diese Entwicklung bereits beinhalten. Dies trifft hingegen auf die Schweiz, die Eurozone und Japan nicht zu. So liegt die durchschnittliche erwartete Performance auf Jahresbasis für fünf Jahre für die Schweiz bei -0.8 Prozent, wenn dabei die aktuellen und erwarteten Renditen bei Fälligkeit sowie die Merkmale der Bundesobligationen berücksichtigt werden.

Weshalb sollen aber die normativen Werte nicht ausschliesslich aufgrund der Erwartungen des Markts festgelegt wer-

den? Denn in Bezug auf die mittel- und langfristigen Zinssätze erweisen sich die Erwartungen des Markts oft als falsch. Vergleicht man nämlich die vom Markt in fünf Jahren erwartete Renditeabweichung bei Ablauf der 5-jährigen Laufzeit der Bundesobligation mit dem effektiven Wert fünf Jahre später, beträgt die durchschnittliche, über die letzten 29 Jahre gemessene Abweichung 1.8 Prozentpunkte. Beispiel: Der Markt rechnete vor fünf Jahren mit einem Zinssatz von 1.3 Prozent, der jedoch Ende 2016 bei -0.7 Prozent lag.

Veränderung im Zyklus

Die institutionellen Anleger setzen in ihrer Anlagestrategie traditionell auf einen hohen Obligationenanteil und ak-

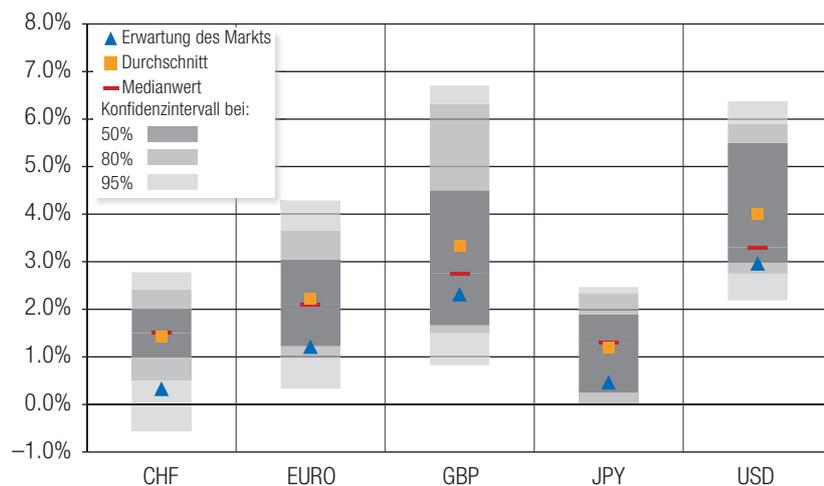
zeptieren damit aufgrund eines historisch günstigen Rendite-Risiko-Profiles oder aufgrund gesetzlicher Vorschriften ein hohes Zinsrisiko. Gemäss verschiedener Untersuchungen und Indizes zu den schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen beträgt der Obligationenanteil in Franken in den Portfolios gegenwärtig rund 25 Prozent. Dieses hohe Risiko führte zwar wegen des Rückgangs der Zinssätze seit Mitte der 1990er Jahre zu einträglichen Renditen, was automatisch einen Anstieg der Obligationenkurse bewirkte, doch dies wird angesichts eines Zykluswechsels wahrscheinlich nicht mehr der Fall sein, insbesondere nicht für Obligationen in Schweizer Franken.

Diese Reflation wird, auch wenn sie gemässigt ausfällt, den diversifizierten Anlageportfolios die Möglichkeit geben, mit der Zeit immer bessere Performances zu erwirtschaften und den Druck auf die technischen Parameter zu verringern, wie beispielsweise die Senkung des Umwandlungssatzes durch die Vorsorgeeinrichtungen.

Falls sich dieses Reflationsszenario bewahrheitet, sollte ein institutioneller Anleger nach Möglichkeit sein Franken-Zinsrisiko strategisch verringern und andere Anlageoptionen unter die Lupe nehmen, ohne dabei das Gesamtrisiko seines Anlageportfolios aus den Augen zu verlieren. |

Sébastien Brocard

In fünf Jahren erwartete Rendite bei Verfall 10-jähriger Staatsanleihen



WERBUNG

PUBLICITÉ



Denn ich will flexible Lösungen

Als Sammelstiftung mit verschiedenartigen Vorsorgewerken bietet die Previs Vorsorge massgeschneiderte Lösungen für Unternehmen jeder Grösse – mit freier Planwahl und Festlegung der Anlagestrategie. Überzeugen Sie sich von der persönlichen Kundenbetreuung und der Servicequalität auf höchstem Niveau.

www.previs.ch

previs 
Vorsorgen mit Durchblick