PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

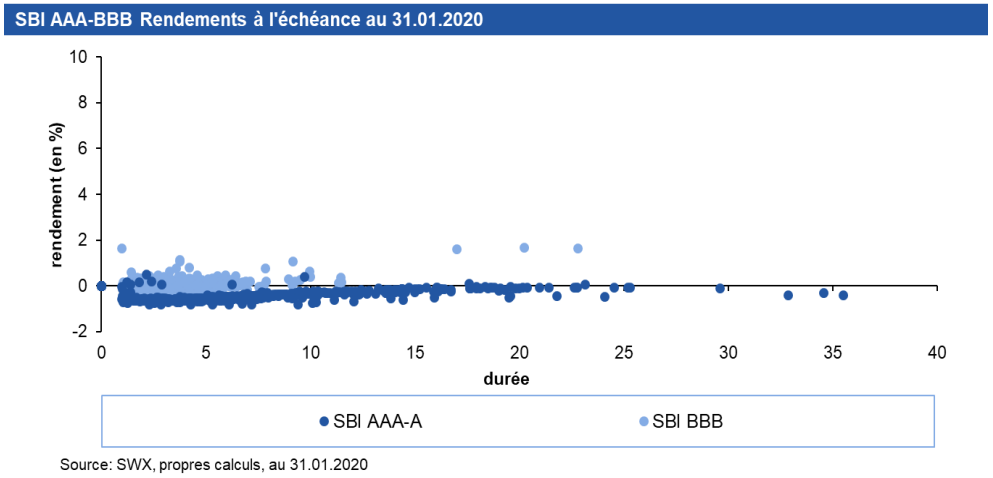
Analyse structurelle du marché des obligations en CHF depuis l'apparition de la pandémie de coronavirus

PPCmetrics SA
Dr. Stephan Skaanes, CFA, Associé
Adrian Imhof, Senior Investment Consultant
Luca Tonizzo, Investment Consultant

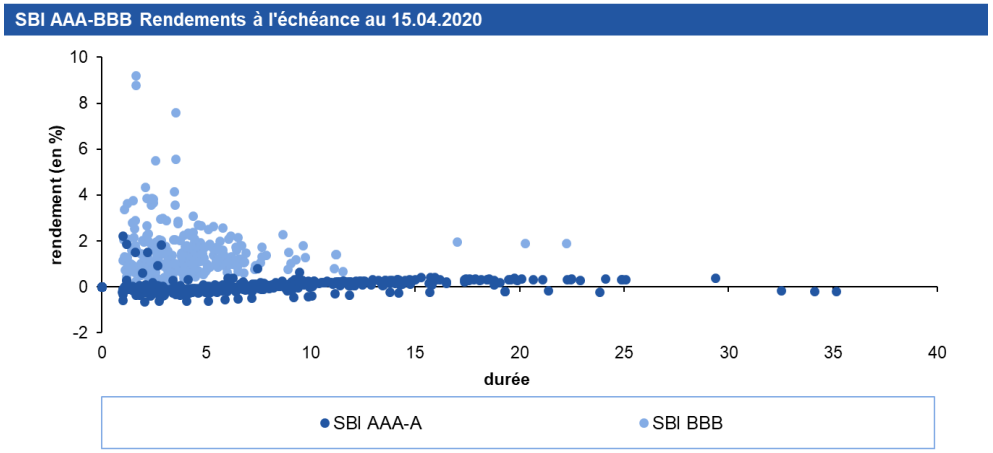
Zurich, le 27 avril 2020

© PPCmetrics SA

Situation initiale



Source: SWX, propres calculs, au 31.01.2020



Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

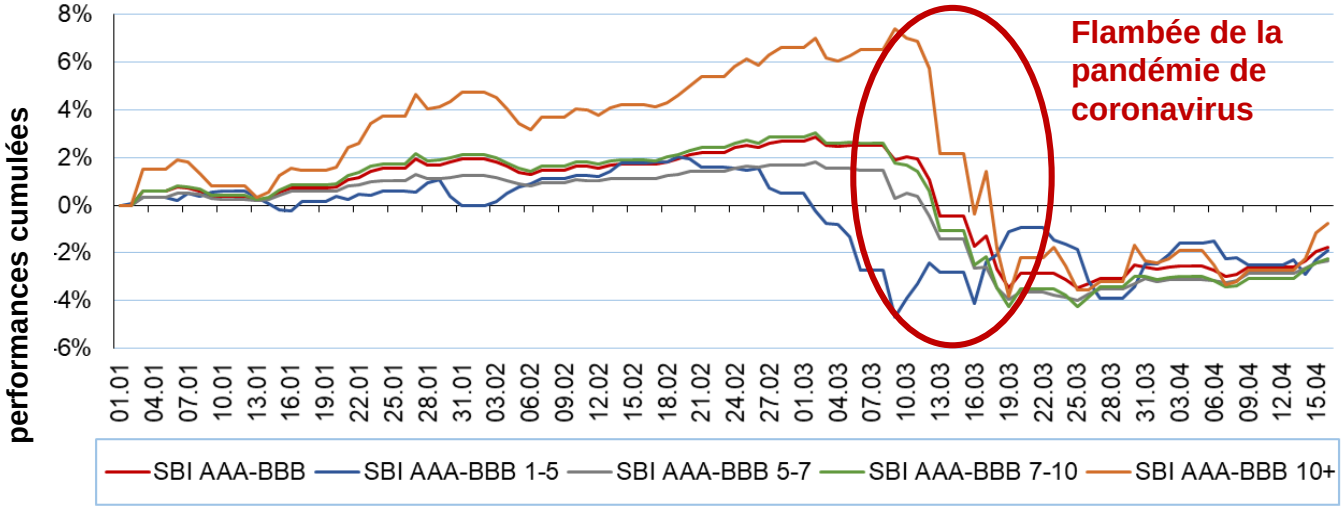
- Les récents développements des marchés financiers ont eu un **impact significatif sur la structure du marché des obligations en CHF**.
- **A mi-avril 2020**, les obligations en CHF **affichent des rendements à l'échéance nettement plus élevés sur tous les segments de duration et de notation** par rapport à fin janvier 2020.
- L'analyse suivante montre l'évolution du marché des obligations en CHF au cours des derniers mois.

Rendements à l'échéance et duration

Risque de taux d'intérêt

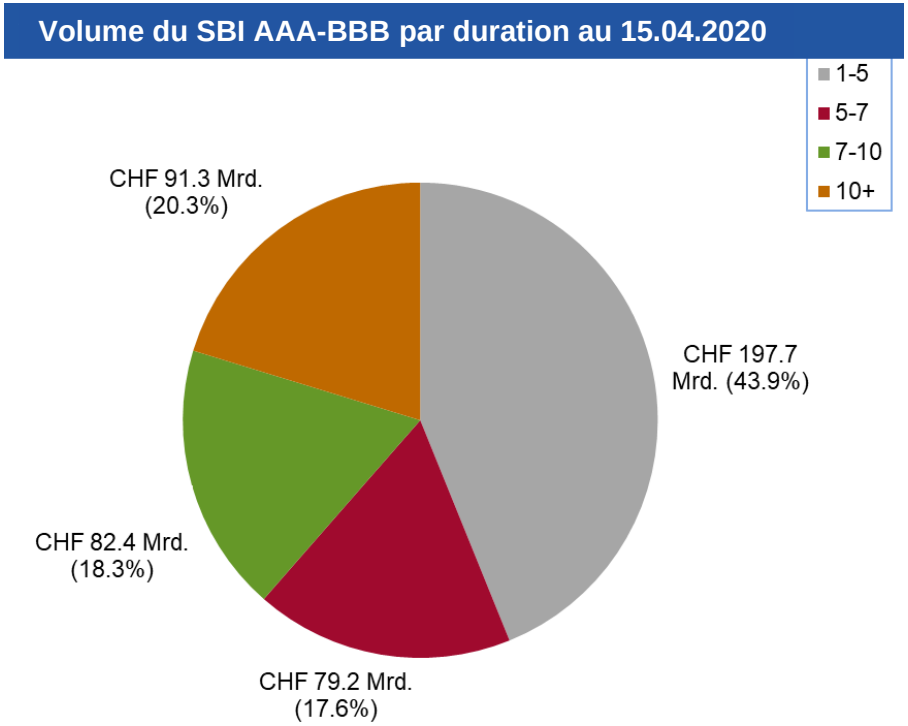
- Le graphique, ci-dessous, présente la **performance cumulée des différents segments** (selon la duration) de l'indice SBI depuis le début de l'année.
- Dès le début de la pandémie, les obligations **présentant un risque de taux plus élevé (duration longue) ont eu tendance à afficher des performances négatives plus importantes**.
- Les **performances** se sont stabilisées **depuis fin mars**.

Comparaison des performances de l'indice SBI par notation (YTD, 01.01. - 16.04.2020)



Source: Bloomberg, propres calculs

Volume du SBI AAA-BBB par duration



Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- **Le volume** de l'indice SBI AAA-BBB est **réparti de manière relativement uniforme selon les durations.**
- Les obligations avec une **duration de 1 à 5 ans** sont majoritaires (43.9%), tandis que les obligations avec une **duration de 5 à 7 ans** sont minoritaires (17.6%).

Distribution des rendements à l'échéance par duration

Distribution des rendements à l'échéance par duration au 31.01.2020					
durée	**min**	**T3**	**médiane**	**T1**	**max**
1-5	-0.80%	-0.55%	-0.37%	-0.12%	1.67%
5-7	-0.79%	-0.47%	-0.37%	-0.12%	0.48%
7-10	-0.81%	-0.39%	-0.31%	-0.15%	1.08%
10+	-0.74%	-0.24%	-0.14%	-0.06%	1.68%

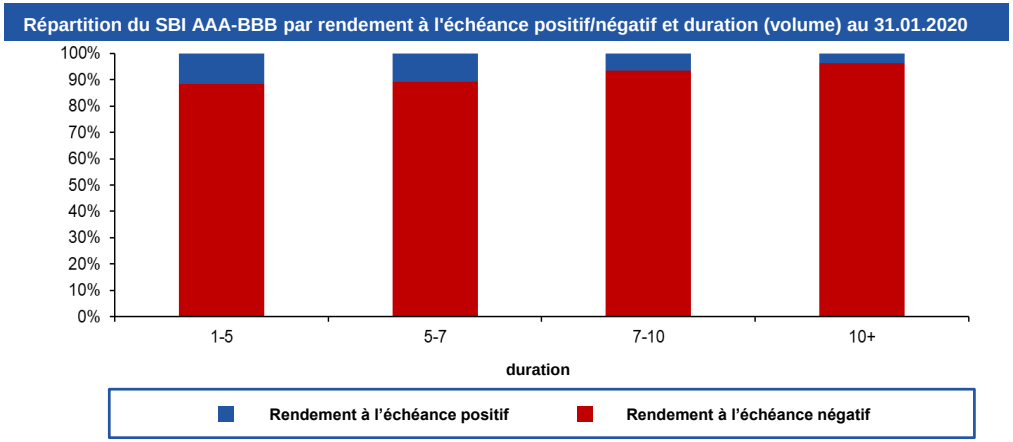
Source: SWX, propres calculs, au 31.01.2020

Distribution des rendements à l'échéance par duration au 15.04.2020					
durée	**min**	**T3**	**médiane**	**T1**	**max**
1-5	-0.65%	-0.07%	0.43%	1.14%	9.22%
5-7	-0.59%	-0.02%	0.14%	0.87%	3.24%
7-10	-0.47%	0.08%	0.21%	0.72%	3.72%
10+	-0.39%	0.19%	0.29%	0.36%	1.96%

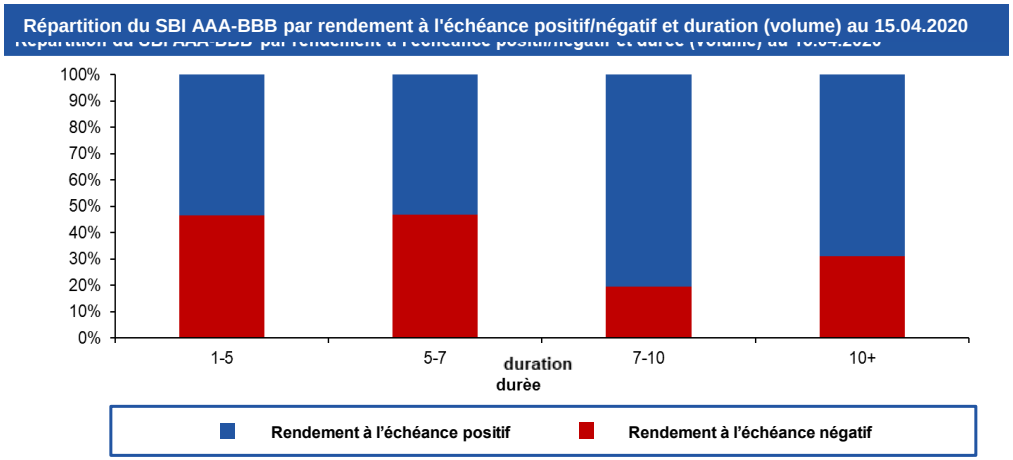
Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- Par rapport à fin janvier 2020, une augmentation des rendements à l'échéance peut être observée **pour toutes les durations**.
- **La dispersion du rendement à l'échéance** à la mi-avril 2020 était la **plus forte pour la fourchette de duration de 1 à 5 ans**.
- Cette dispersion dépend également de l'**évolution des risques de crédit dans les fourchettes de duration**.

Part des obligations ayant un rendement à l'échéance négatif par duration



Source: SWX, propres calculs, au 31.01.2020



Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

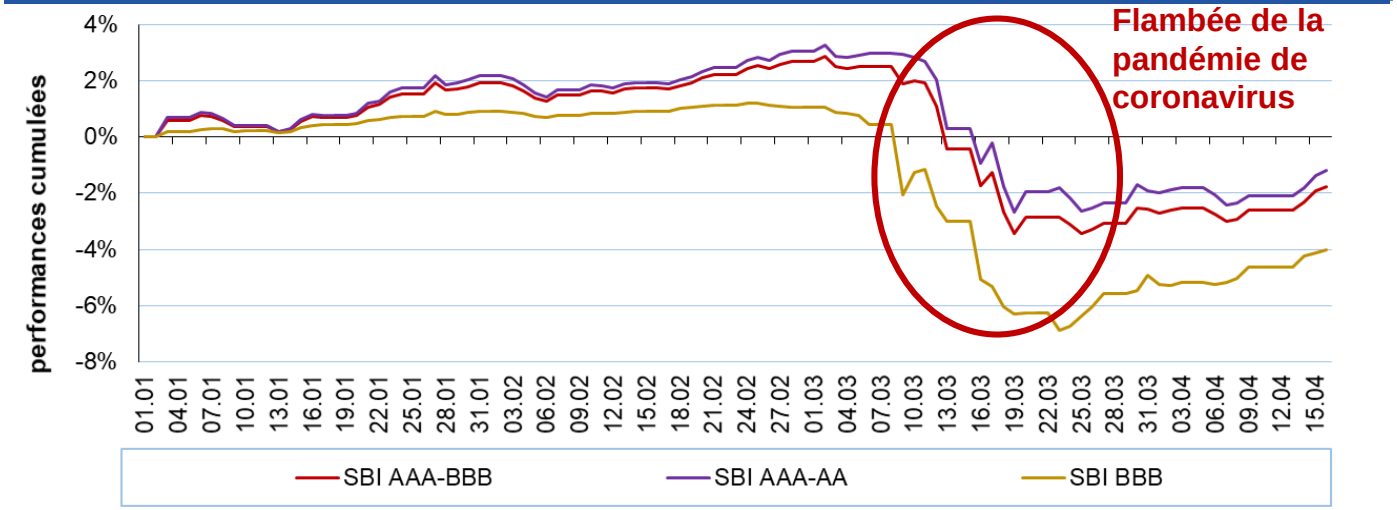
- À la mi-avril 2020, la **part des obligations**, en termes de volume, **ayant un rendement à l'échéance négatif** a **fortement diminué** pour toutes les durations par rapport à la fin janvier 2020.
- Les obligations ayant une duration **plus longue** ont une part plus importante de rendement à l'échéance positif (exception : duration 10 ans et plus).

Rendements à l'échéance et notation

Risque de crédit

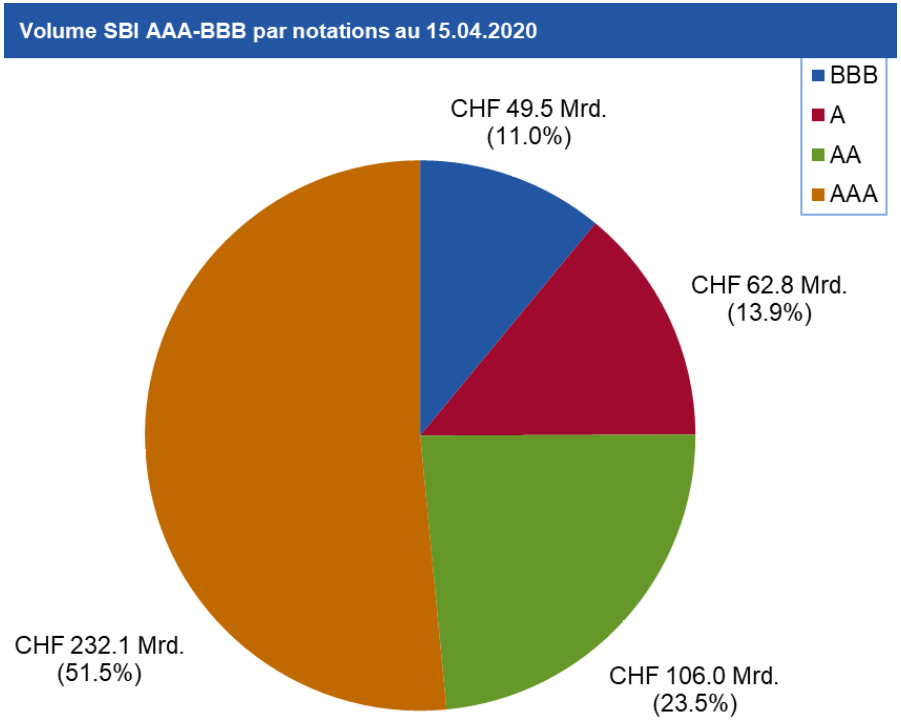
- Le graphique, ci-dessous, présente la **performance cumulée des différents segments de notation** de l'indice SBI depuis le début de l'année.
- Dès le début de la pandémie, les obligations **présentant un risque de crédit plus élevé ont eu tendance à afficher des performances plus négatives**.
- Les **performances de tous les segments de notation** se sont stabilisées **depuis fin mars**.

Comparaison des performances de l'indice SBI par notation (YTD, 01.01.-15.04.2020)



Source : Bloomberg, propres calculs

Volume SBI AAA-BBB par notation



Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- La part d'obligations ayant une **notation de crédit «AAA»** est d'environ **51%**, ce qui en fait le **plus grand segment** de l'indice.
- Les obligations avec une notation de crédit **«BBB»** représentent environ **11%** de l'indice.

Distribution des rendements à l'échéance par notation

Distribution des rendements à l'échéance par notation au 31.01.2020					
notation	**min**	**T3**	**médiane**	**T1**	**max**
BBB	-0.39%	-0.11%	0.05%	0.21%	1.68%
A	-0.58%	-0.31%	-0.18%	-0.05%	0.57%
AA	-0.67%	-0.50%	-0.37%	-0.22%	0.22%
AAA	-0.81%	-0.57%	-0.45%	-0.29%	0.53%

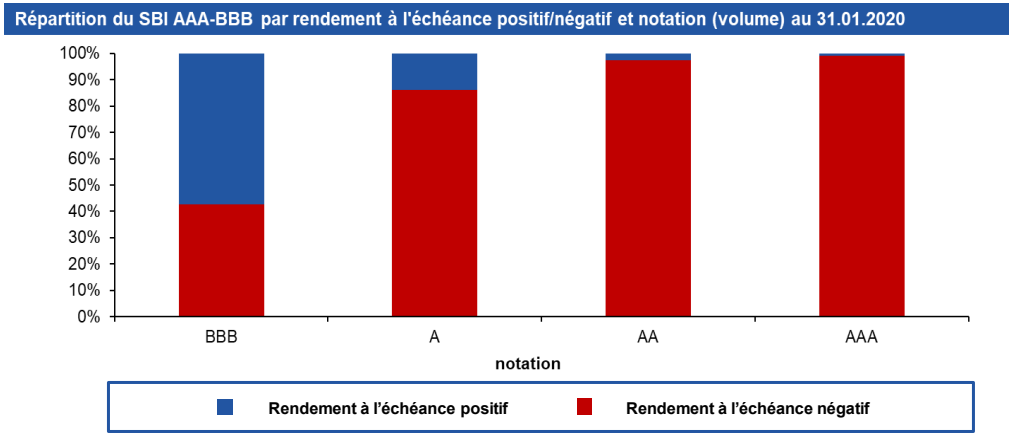
Source: SWX, propres calculs, au 31.01.2020

Distribution des rendements à l'échéance par notation au 15.04.2020					
notation	**min**	**T3**	**médiane**	**T1**	**max**
BBB	0.12%	0.90%	1.31%	1.95%	9.22%
A	-0.18%	0.37%	0.73%	1.23%	7.56%
AA	-0.32%	0.01%	0.14%	0.38%	2.70%
AAA	-0.65%	-0.10%	0.01%	0.18%	2.24%

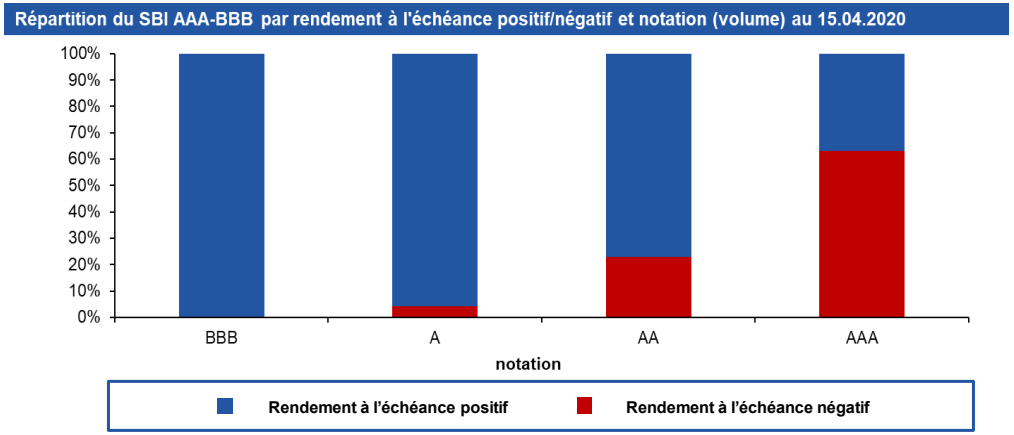
Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- **Plus le risque de crédit est élevé, plus les rendements à l'échéance ont augmenté et plus importante était la dispersion** des rendements à l'échéance à la mi-avril 2020.
- Toutes les obligations avec une notation **«BBB»** présentent des **rendements à l'échéance positifs** à la mi-avril 2020.

Part des obligations ayant un rendement à l'échéance négatif par notation



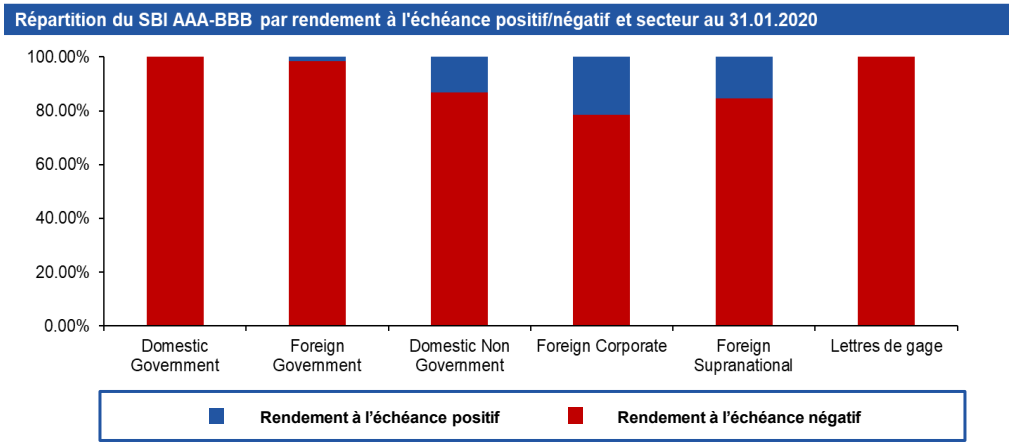
Source: SWX, propres calculs, au 31.01.2020



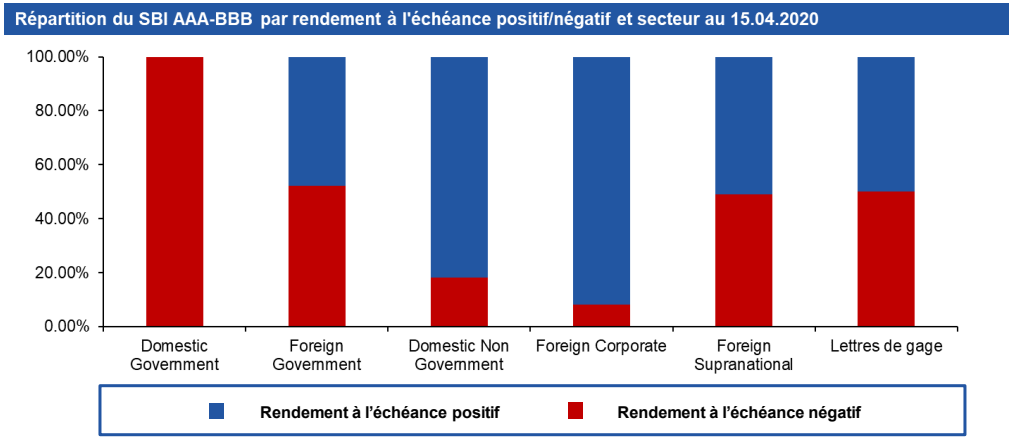
Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- Pour toutes les notations, on observe une **forte baisse de la proportion d'obligations ayant des rendements à l'échéance négatifs**.
- **Plus la notation de crédit est basse**, plus la proportion des obligations avec un **rendement à l'échéance négatif** est faible.
- À la mi-avril 2020, **presque toutes les obligations «BBB» et «A»** ont un rendement à l'échéance positif.

Part des obligations ayant un rendement à l'échéance négatif par type



Source: SWX, propres calculs, au 31.01.2020



Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- À l'exception des obligations de la Confédération, il y a eu une **forte baisse de la proportion des obligations ayant un rendement à l'échéance négatif**.
- Le secteur des **«Foreign Corporates»** a la **plus faible proportion** d'obligations ayant un rendement à l'échéance négatif.
- **Les obligations de la Confédération** continuent d'afficher des rendements à l'échéance négatifs.

Rendements à l'échéance des obligations«BBB»

Les 10 rendements à l'échéance les plus bas avec un classement BBB au 15.04.2020			
instrument	**secteur**	**notation**	**l'échéance**
2.125 SWEMA 13-23	Foreign Corporate	BBB	0.12%
0.41 AMGNE 16-23	Foreign Corporate	BBB	0.20%
2.125 GIV 11-21	Domestic Non Government	BBB	0.26%
0 GIV 16-22	Domestic Non Government	BBB	0.34%
0.375 VERIZON 17-23	Foreign Corporate	BBB	0.34%
0.25 COOP 16-22	Domestic Non Government	BBB	0.35%
3.25 ICO 07-24	Foreign Government	BBB	0.38%
1 COOP 14-23	Domestic Non Government	BBB	0.39%
0.50 ALL 18-23	Domestic Non Government	BBB	0.42%
0.02 KUEHNE 19-22	Domestic Non Government	BBB	0.43%

Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

Les 10 rendements à l'échéance les plus élevés avec un classement BBB au 15.04.2020			
instrument	**secteur**	**notation**	**l'échéance**
1.115 CBQLTD 18-22	Foreign Corporate	BBB	3.82%
4.75 RAIFFINT 12-22	Foreign Corporate	BBB	3.85%
1.75 ACFR 14-22	Foreign Corporate	BBB	3.87%
3.25 NCKTZ 18-23	Foreign Corporate	BBB	4.17%
3.638 NCKTZ 14-22	Foreign Corporate	BBB	4.34%
0.60 TANNER 20-22 /Z	Foreign Corporate	BBB	5.52%
1.50 BOSFL 19-23	Foreign Corporate	BBB	5.56%
1.75 PEMEX 18-23	Foreign Corporate	BBB	7.60%
1 TANNER 19-21	Foreign Corporate	BBB	8.79%
2.375 PEMEX 16-21	Foreign Corporate	BBB	9.22%

Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

- À la mi-avril 2020, les **différences** de **rendement à l'échéance** des obligations notées **«BBB»** pouvaient atteindre jusqu'à **9 points de pourcentage**.
- Cela signifie que les **notations** ont **peu de signification** dans la situation actuelle.

Rendements à l'échéance des obligations «AAA»

Les 10 rendements à l'échéance les plus bas avec un classement AAA au 15.04.2020			
instrument	**secteur**	**notation**	**l'échéance**
2 EIDG 11-22	Swiss Government	AAA	-0.65%
4 EIDG FE 98-23	Swiss Government	AAA	-0.62%
1.25 EIDG 12-24	Swiss Government	AAA	-0.60%
1.50 EIDG 13-25	Swiss Government	AAA	-0.59%
2 EIDG 10-21	Swiss Government	AAA	-0.59%
1.25 EIDG 14-26	Swiss Government	AAA	-0.56%
3.25 EIDG 07-27	Swiss Government	AAA	-0.50%
4 EIDG AP 98-28	Swiss Government	AAA	-0.47%
0 EIDG 16-29	Swiss Government	AAA	-0.45%
0.50 EIDG 15-30	Swiss Government	AAA	-0.42%

Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

Les 10 rendements à l'échéance les plus élevés avec un classement AAA au 15.04.2020			
instrument	**secteur**	**notation**	**l'échéance**
1.50 ZGZG KB 12-37	Domestic Non Government	AAA	0.42%
0.15 SWAUTO 19-22	Domestic Non Government	AAA	0.62%
2.25 EBO 10-30	Foreign Corporate	AAA	0.66%
0.25 NYL 19-27	Foreign Corporate	AAA	0.80%
0 FISWMO 19-22 /Z	Domestic Non Government	AAA	0.95%
0.22 SWCABS 18-21	Domestic Non Government	AAA	1.50%
0.04 SWICRE 19-22	Domestic Non Government	AAA	1.51%
0 FISWAG 20-23 /Z	Domestic Non Government	AAA	1.85%
0.10 SCCISS 18-21	Domestic Non Government	AAA	1.87%
0.12 SWISSCAR3 18-21	Domestic Non Government	AAA	2.24%

Source: SWX, propres calculs, au 15.04.2020

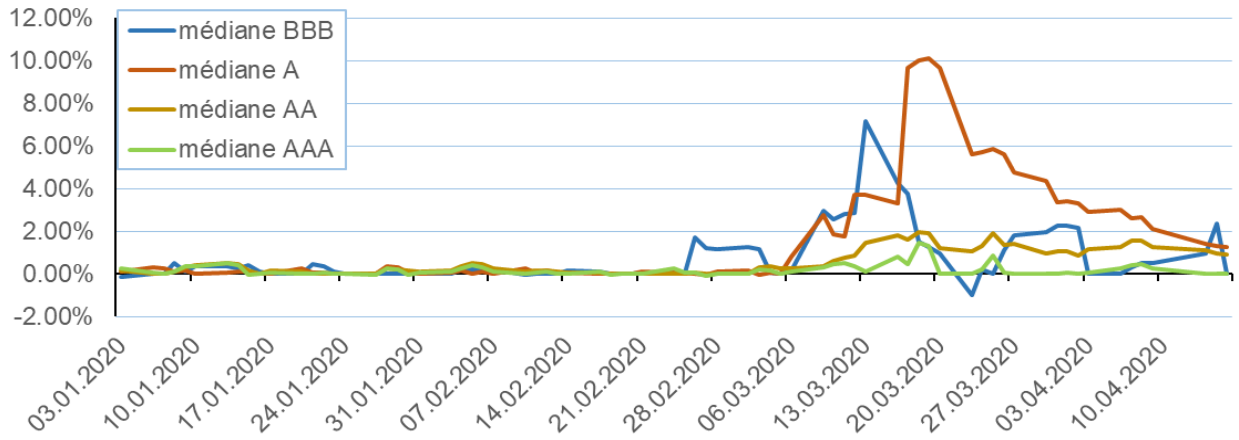
- Même les **obligations** avec une notation **«AAA»** présentent parfois **des rendements à l'échéance très élevés** ainsi que de très grandes différences de rendements à l'échéance.

Liquidité : coûts indirects de vente et d’achat

Coûts indirects de vente

- Le graphique ci-dessous montre le **coût de spread de vente** par notation des obligations avec un rendement à l'échéance médian (comparaison p. 11).
- **Les coûts de spread de vente** ont **fortement augmenté** depuis mars 2020.
- **Plus le risque de crédit est élevé, plus les coûts de spread de vente sont élevés**.
- Dans certains cas, les **coûts de spread de vente s'élevaient à plus de 7%**.

Coûts de spread lors de la vente d'obligations (écart moyen d'offre en % de la moyenne)

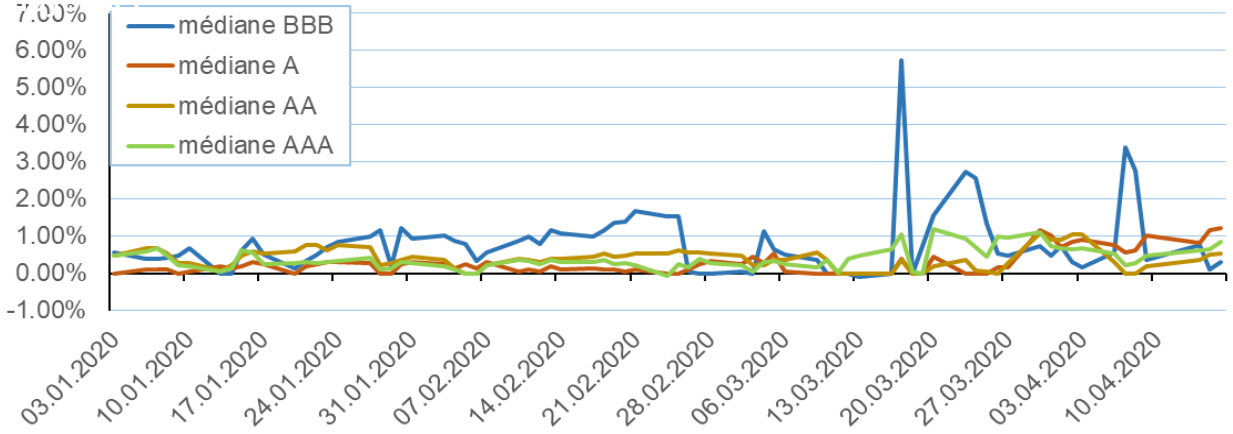


Source : Bloomberg, propres calculs

Coûts indirects d'achat

- Le graphique ci-dessous montre les **coûts de spread d'achat** des obligations avec un rendement à l'échéance par notation (comparaison p. 11).
- Par rapport aux **coûts de spread de vente**, les **coûts de spread d'achat** sont **plus faibles et plus stables** depuis le mois de mars.
- Toutefois, dans **certains cas**, on peut également observer une **augmentation** des **coûts de spread d'achat** (en particulier pour les notations inférieures).

Coûts de spread lors de l'achat d'obligations (écart moyen de demande en % de la



Source : Bloomberg, nos propres calculs

Conclusions

Conclusions

- La **structure du marché des obligations en CHF a considérablement changé** depuis la flambée de la pandémie de coronavirus.
- Sur l'ensemble des durations et des segments de crédit, les **rendements à l'échéance ont augmenté de manière significative**.
- La **proportion d'obligations ayant un rendement à l'échéance négatif a fortement diminué**, en particulier pour celles ayant une notation de crédit plus faible.
- Les **différences de rendement à l'échéance selon la notation de crédit peuvent être importantes**. Les notations représentent la situation passée et ne reflètent pas la qualité actuelle du crédit.
- Les **écarts entre les cours acheteurs et vendeurs sur le marché des obligations en CHF sont élevés**, en particulier pour les obligations ayant une moins bonne notation de crédit.
- Si les obligations sont déclassées en "non-investment grade" (notation < BBB), une partie des obligations doit être vendue conformément aux **directives applicables**. La **vente** de ces obligations peut entraîner des coûts de transaction considérables.

Contact

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Téléphone +41 44 204 31 11
Fax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) est leader en Suisse dans le domaine du conseil en investissements, du conseil en placements stratégiques et dans le contrôle et suivi des portefeuilles. Nous sommes également experts en caisses de pensions. Nos clients sont des investisseurs institutionnels (caisse de pension, institution de prévoyance, fondation de prévoyance, institution de retraite professionnelle, assurance, assurance maladie, ONG et trésorerie) et des investisseurs privés (clients privés, family offices, fondations de famille ou UHNWI – Ultra High Net Worth Individuals). Nos prestations englobent le conseil en investissement et le conseil en placements ainsi que la définition de la stratégie de placement (étude de congruence actifs / passifs - ALM), l'analyse des portefeuilles, l'asset allocation, la rédaction de règlements de placement, le conseil juridique (legal consulting), le choix des gestionnaires de fortune (Asset Manager Selection), la mise en œuvre d'appels d'offres public, le contrôle des investissements (investment controlling), le conseil actuariel et toutes les activités d'expert en caisses de pensions.

Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.

Publicat-ions

Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.

Vidéos

Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.

Congrès

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.
En savoir plus

Site Web