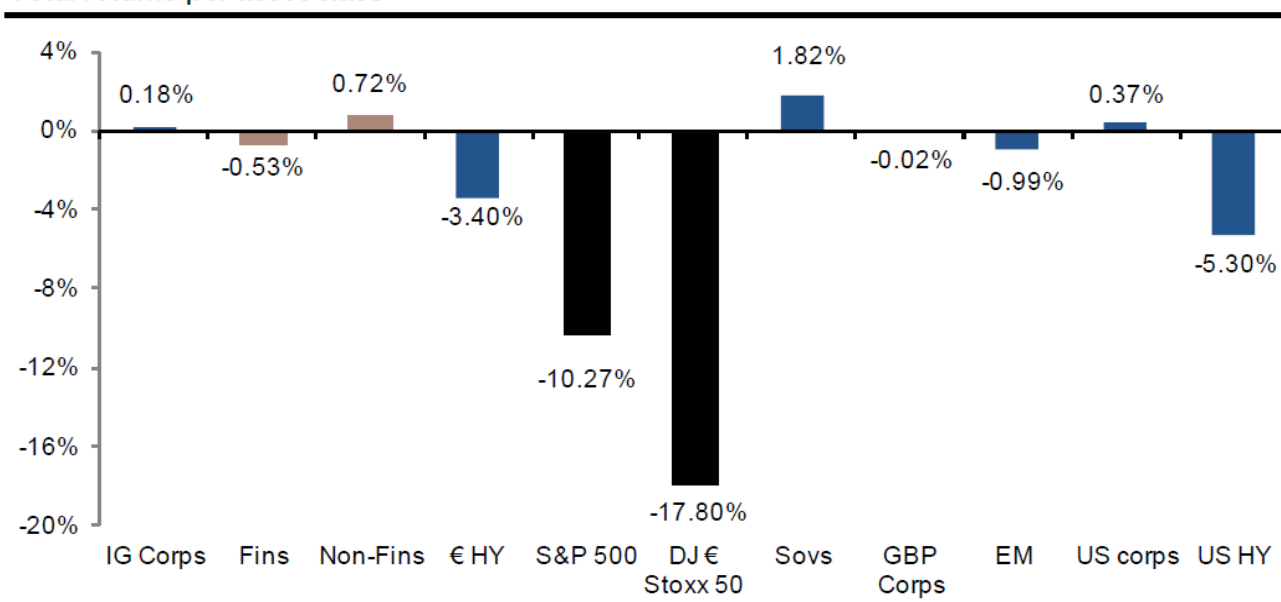


Comment analyser la situation actuelle du marché obligataire ?

Crainte sur la croissance mondiale, baisse des prix du pétrole et des matières premières, incertitude sur l'évolution et l'efficacité des politiques monétaires des principales banques centrales ont déclenché depuis le début l'année un violent mouvement d'aversion aux risques des investisseurs. L'impact de ce mouvement sur les marchés actions (jusqu'à -16% sur le CAC40, -18% sur l'Eurostoxx 50, -21% sur le Nikkei, -10.50% sur le S&P500 le 11 février) a déjà été largement commenté au cours des dernières semaines. L'impact de ce même mouvement sur les marchés obligataires a été tout aussi violent, aussi est-il important d'analyser ce que l'évolution récente a apporté en termes de risques et d'opportunités sur cette classe d'actifs qui reste une « brique d'allocation » essentielle dans la construction des portefeuilles patrimoniaux.

Pour analyser la situation actuelle des marchés obligataires, il faut d'abord distinguer deux marchés : celui des emprunts souverains et des signatures de première qualité (AAA à A) et celui des obligations privés des segments dits crossover et high yield (qualité de signatures inférieures ou égales à BBB+). Ces deux principales composantes du marché obligataire peuvent avoir des comportements très différents, particulièrement dans les phases de stress comme le démontre le graphe ci-dessous qui affiche les performances des différentes classes d'actifs depuis le début de l'année (arrêtées au 18/02/2016). On constate en effet sur ce graphe que la performance des taux souverains (+1,82%) est bien différente de la performance du High Yield en euros (-3,40%).

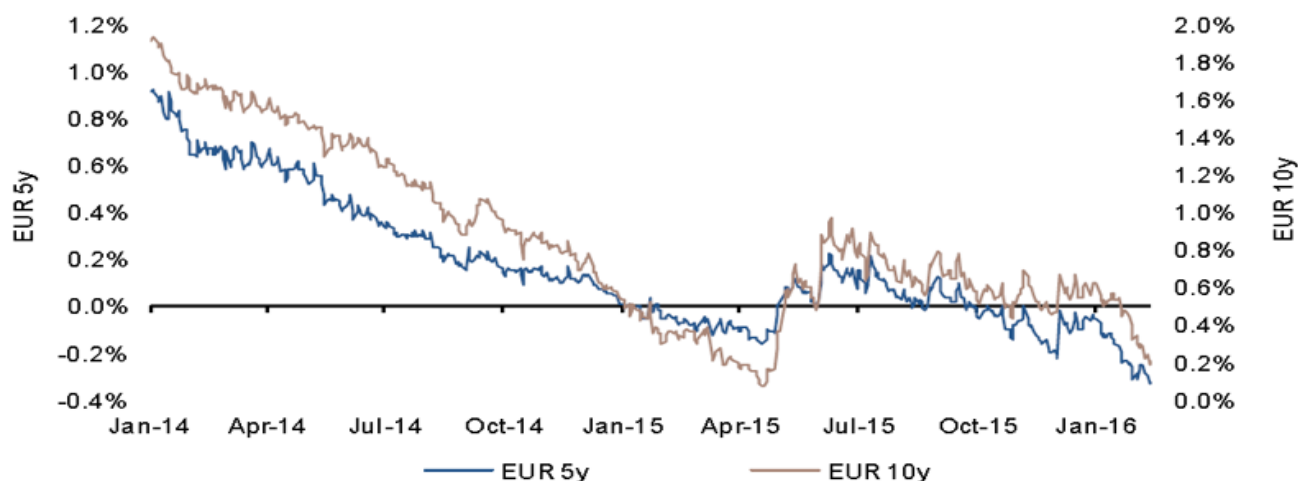
Total returns per asset class



Source: Markit, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Credit

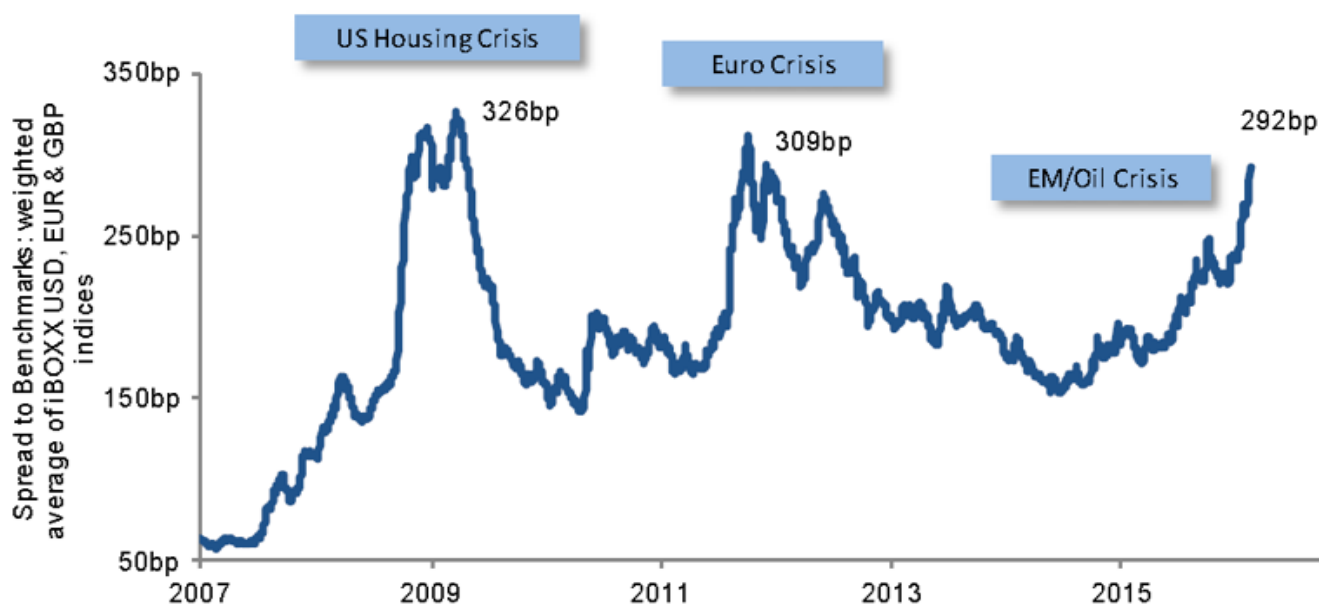
Dans les moments de crise comme ceux que nous avons connus depuis le début de l'année, les obligations souveraines et les obligations privées de bon rating (AAA, AA, A) servent d'actifs refuges pour les investisseurs averses aux risques. Les flux qui convergent vers ces obligations réputées sans risque font baisser les taux de façon significative : les emprunts d'états à 10 ans sont ainsi passés depuis le début de l'année de 1,00% à 0,46% en France et 0,63% à 0,11% en Allemagne. Une grande partie de la courbe des taux des emprunts d'états français et allemands se situe maintenant en territoire négatif : jusqu'à 7 ans en France et jusqu'à 9 ans en Allemagne. La courbe ci-dessous montre l'évolution des taux du Bund allemand à 10 ans sur les deux dernières années. Les investisseurs en emprunts d'états acceptent donc un rendement très faible, voire négatif, en contrepartie de ce qu'ils considèrent être une sécurité et nous verrons plus loin que cette sécurité peut n'être que relative.

10-year Bund yield drops below 20bp



Source: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Credit

A contrario, dans les périodes de crise, les investisseurs sortent massivement des actifs risqués : actions et crédit obligataire. Dans ces périodes, on constate d'ailleurs que la corrélation entre la baisse du cours des actions et l'élargissement des spreads des obligations privées se renforce très nettement. Et, de manière générale dans les moments de stress, plus la notation d'une obligation est faible, plus son comportement se rapproche de celui d'une action.

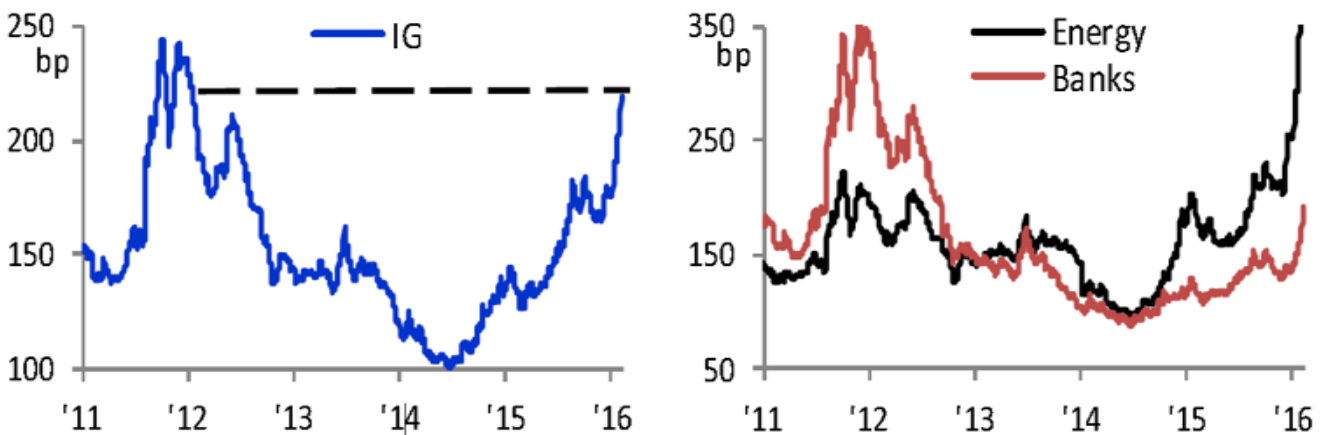


Source: Markit, SG Cross Asset Research/Credit

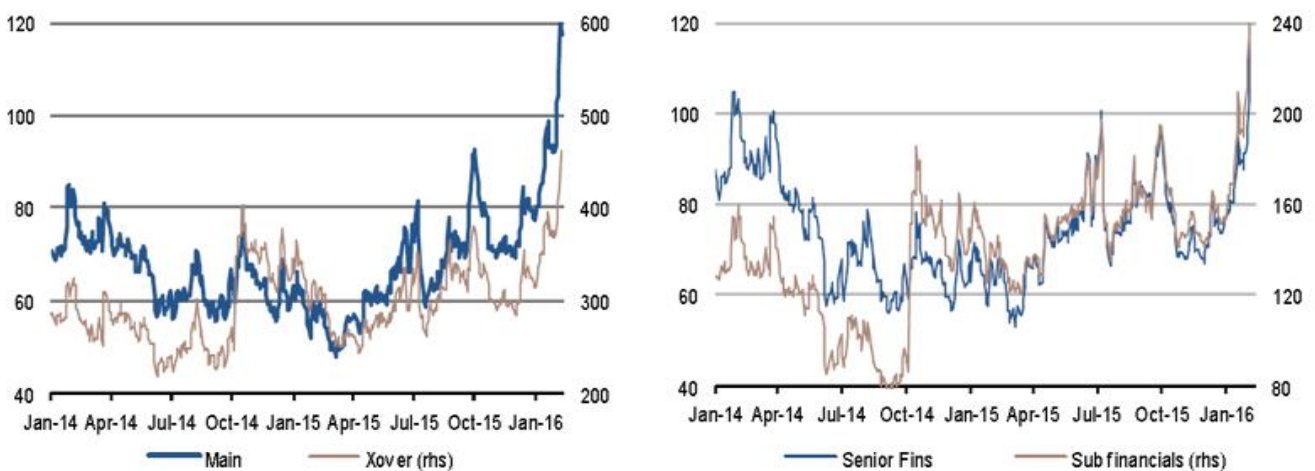
On voit donc que lorsqu'on parle de marché obligataire, il est important de définir plus précisément de quelle partie du marché on parle : le marché des emprunts d'état (et assimilés) ou le marché du crédit obligataires (les obligations privées). Dans les périodes de crises, l'utilisation et le comportement de ces deux segments de marché sont totalement opposés. Les investisseurs vont rechercher d'un côté la sécurité et de l'autre le rendement. Compte tenu de l'impressionnante variation des spreads observée sur le marché du crédit au cours des dernières semaines, il nous semble important de faire un point plus détaillé sur la situation actuelle de ce marché

Quel est l'impact de la crise de confiance actuelle sur le marché du crédit obligataire européen

Avec la sortie progressive de la crise de l'euro, les spreads de crédit ont connu une baisse constante entre 2012 à 2014. L'environnement de confiance créé par les banques centrales a entraîné une contraction excessive des spreads au point de rendre le marché du crédit obligataire européen globalement très cher. Le point d'inflexion a eu lieu mi-2014 et depuis cette période, les spreads de crédit ont d'abord corrigé leur excès de contraction. Puis avec l'effondrement de la bourse chinoise en août 2015 et l'inquiétude grandissante des investisseurs sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale, la panique a gagné les marchés obligataires et a entraîné les spreads de crédit en forte hausse sur les six derniers mois. Comme on peut le constater dans les graphes ci-dessous, si tout le marché a fortement décalé, la défiance des investisseurs s'est particulièrement portée dans un premier temps sur toutes les valeurs liées à l'énergie et aux matières premières, puis dans un deuxième temps sur tout le secteur bancaire. L'élargissement des spreads sur les valeurs bancaires s'est particulièrement accéléré depuis le début de l'année, et, même si le niveau de défiance n'a pas atteint celui observé en 2011-2012 lors de la crise de l'euro, les investisseurs se montrent toujours inquiets sur la capacité bénéficiaire des banques dans un environnement de taux négatifs, d'exigences réglementaires en matière de fonds propres toujours plus fortes et d'exposition crédit anticipée élevée sur le secteur de l'énergie.

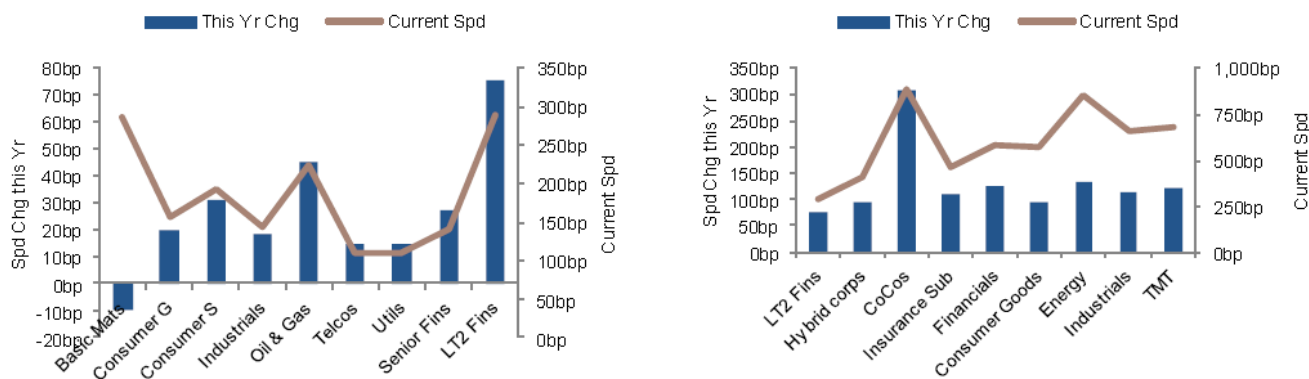


Les deux graphes ci-dessous montrent la forte accélération de l'élargissement des spreads au cours des derniers mois. La hausse rapide des différents indices Itraxx sont révélateurs de la violente dégradation du marché du crédit obligataire européen depuis le début de l'année. L'indice Itraxx Crossover (indice des signatures de rating BBB+ à BB-) s'est ainsi écarté jusqu'à + 180bps mi-février pour revenir à +120bps fin février. Les indices Itraxx des obligations financières seniors et subordonnées se sont particulièrement dégradés depuis le début de l'année (respectivement +45 bps et +95bps).



Source: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Credit

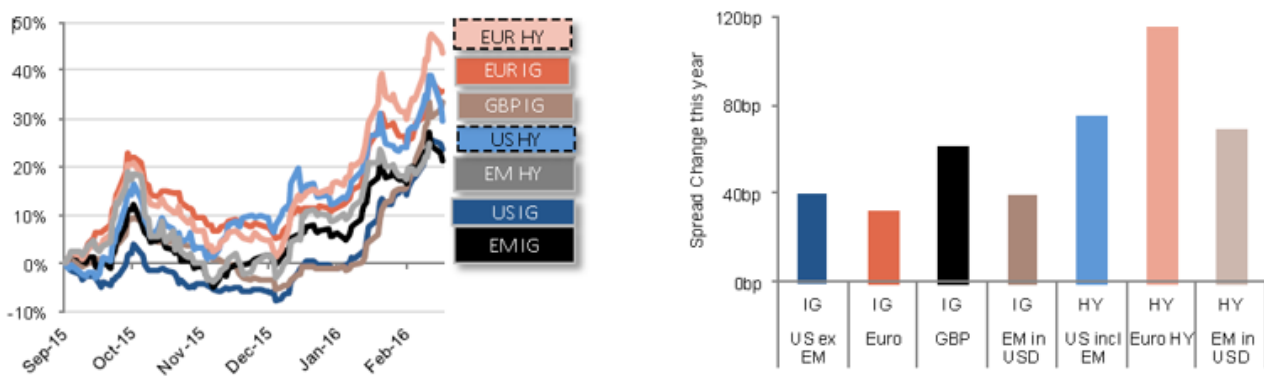
Enfin le détail de l'évolution des spreads ci-dessous montre que tous les secteurs ont été touchés par la dégradation des conditions de marché depuis le début de l'année (à l'exception des « basic materials »).



Source: SG Cross Asset Research

Les deux graphes ci-dessous montrent que le marché du crédit européen a été le segment le plus affecté par la récente crise obligataire. Si l'on compare le marché des obligations High Yield européennes aux autres segments de marchés internationaux, on constate que ce premier a connu le plus fort écartement de spreads en termes relatifs et absolus depuis septembre 2015.

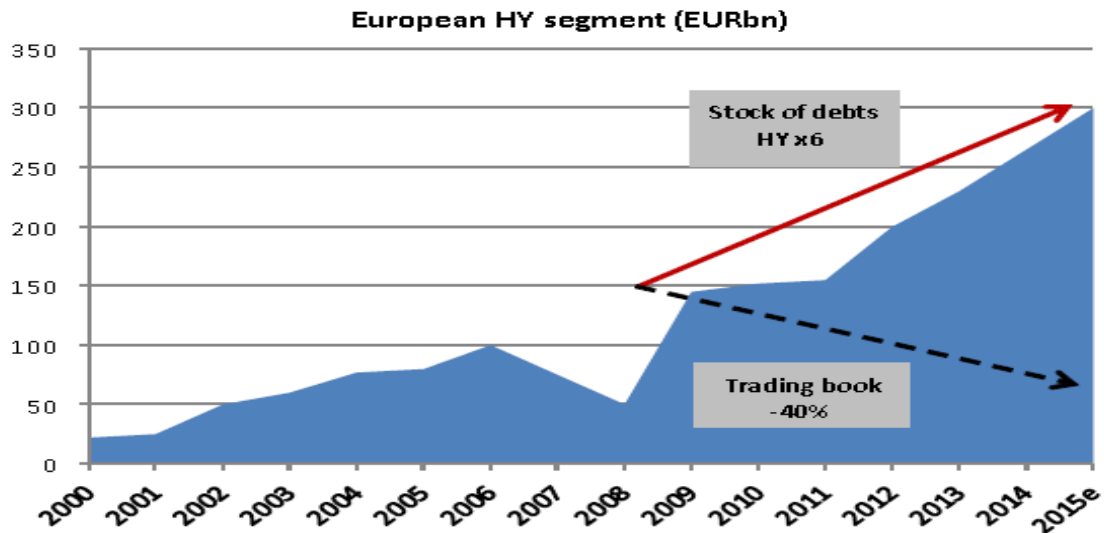
Le marché du High Yield européen est celui qui s'est élargi le plus en pourcentage et en absolu



Source: SG Cross Asset Research

Liquidité du marché : une évolution structurelle ?

Depuis six mois, la forte volatilité du crédit obligataire a mis en évidence une évolution de la liquidité du marché que nous considérons structurelle et non conjoncturelle. Avec la mise en place progressive des réformes de Bâle III, les allocations de fonds propres dédiées aux activités de market-making obligataires ont été fortement réduites dans la plupart des banques et le rôle historique de ces dernières dans la régulation des flux a, pour une large part, disparu. Cette évolution se traduit dans les périodes de stress de marché par une absence chronique de liquidité et un violent élargissement des spreads dans des marchés à sens unique. A cet égard, comme le montre le graphe ci-dessous, la situation récente du marché du crédit et des spreads se rapproche de celles des crises de 2008 et de 2012. Bien sûr, la crise actuelle ne trouve pas sa source dans la réduction des activités de market-making des banques mais elle a été amplifiée par ce nouvel environnement au point de se rapprocher des situations des crises précédentes. Cette évolution structurelle rend donc le marché du crédit potentiellement plus fragile et plus volatil et c'est aujourd'hui un élément qui doit être impérativement pris en compte dans les décisions d'investissement. Le graphe ci-dessous illustre bien cette situation en montrant que, depuis 2008, le marché du High Yield européen a vu sa taille multipliée par 6 tandis que les capacités de market-making des banques ont été réduites dans le même temps de 40%.



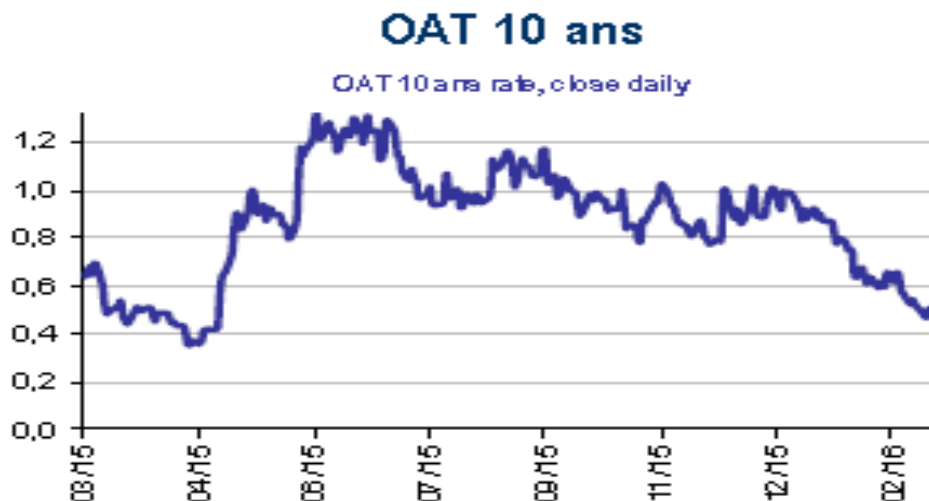
Source Exane fixed income research, PWC

A ce stade, le marché obligataire en euro est-il source de risque ou d'opportunité ?

Pour répondre à cette question, il faut une nouvelle fois distinguer les différents segments de marché

Les obligations souveraines européennes et les obligations corporates de très bons ratings (AAA, AA, A) ont servi d'actifs refuges pendant la crise des six derniers mois. Ils ont clairement constitué le meilleur investissement obligataire sur cette période et tout particulièrement depuis le début de l'année. Les investisseurs en investissant sur des obligations souveraines font le choix de la sécurité, ils privilégient « le retour du capital au retour sur le capital ». Mais aujourd'hui nous sommes convaincus qu'il s'agit d'une fausse sécurité. Avec une grande partie des courbes souveraines qui offrent des rendements négatifs, le risque de taux est devenu complètement asymétrique (le bénéfice d'une baisse des taux supplémentaire devient très limité alors que le risque de remontée des taux est entier). Si l'on prend l'exemple d'un achat d'une obligation souveraine française à 5 ans, vous bloquez actuellement un rendement négatif de -0,20% sur 5 ans, et, en cas d'une hausse des taux de 0,50%, ce qui n'a rien d'improbable dans le cas d'une légère accélération de la croissance ou d'une remontée des taux US, vous allez générer une moins-value de 2,5%. Avec le même raisonnement, sur une obligation à 10 ans, vous obtenez un rendement de 0,50% et un risque de moins-value de 5% pour une hausse des taux de 0.50%.

Si vous êtes à la recherche de rendement, un investissement sur les obligations souveraines européennes n'est clairement pas à privilégier.



Le marché du crédit obligataire reste très volatil mais il présente actuellement les meilleures opportunités d'investissement. L'impressionnant mouvement d'élargissement des spreads que nous avons décrit plus haut offre aujourd'hui une forte protection contre une éventuelle hausse des taux et les stratégies buy-and-hold redeviennent possibles pour des investisseurs à la recherche de rendement.



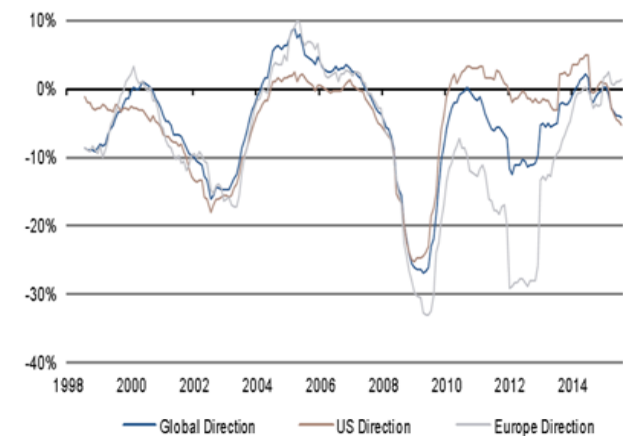
Le marché a depuis le début de l'année fait l'objet d'un pessimisme extrême et a intégré toutes les mauvaises nouvelles : ralentissement de la croissance mondiale, baisse des prix du pétrole et incertitude sur l'évolution (et l'efficacité !) des politiques monétaires de la FED et de la BCE.

Pourtant la croissance mondiale anticipée, même si elle a été revue récemment en baisse, reste de 3% (OCDE). Les bilans des entreprises européennes sont beaucoup plus solides en 2016 qu'en 2008 et leurs résultats 2015 publiés récemment sont très bons.

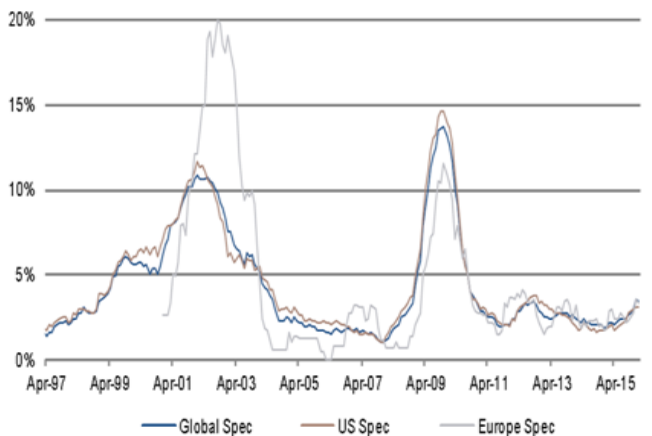
Les banques ont rapidement reconstitué leurs fonds propres au cours des dernières années pour atteindre des ratios historiquement inégalés. Même si les exigences de Bâle III pèsent sur la rentabilité des banques, le système bancaire européen n'a jamais été aussi solide.

Les taux de défaut en Europe restent sur des niveaux historiquement bas, inférieurs à 3%, et le ratio hausse de notation / baisse de notation reste toujours positif en Europe (et non aux USA, principalement à cause du secteur de l'énergie).

Le ratio hausse/baisse de notation reste positif en Europe



Le taux de défaut des émetteurs HY européens reste très faible



La situation financière des émetteurs obligataires européens continue donc à s'améliorer et l'impressionnant mouvement d'élargissement des spreads que nous avons vécu au cours des dernières semaines offre aujourd'hui un bon point d'entrée sur le marché du crédit.

Notre recommandation d'investissement

Nous faisons aujourd'hui clairement le choix de privilégier les investissements dans le **segment crossover (signatures de rating BBB+ à BB-)**, c'est dans ce segment que le risque est, à notre sens, le mieux rémunéré. Les obligations de ratings supérieurs à BBB+ ont trop peu de rendement et présentent un risque de taux élevé comparable à celui des obligations souveraines. Quant aux obligations de ratings inférieurs à BB-, elles sont les plus vulnérables au risque de liquidité et nous anticipons qu'elles restent très volatiles dans le futur.

Enfin, avec l'élargissement des spreads de crédit actuel, **les stratégies de portage obligataire (buy-and-hold) sont à nouveau possibles**. Un portefeuille composé d'obligations européennes de la zone crossover avec une bonne diversification sectorielle peut aujourd'hui afficher un **rendement supérieur à 5 %** sur une durée inférieure à 5 ans.

Philippe DOUILLET
Gérant de fonds