

RETOUR AUX OBLIGATIONS SUBORDONNÉES

EN BREF

La Réserve fédérale américaine (Fed) a laissé entrevoir un abaissement de ses taux à brève échéance, et la Banque centrale européenne (BCE) indique qu'elle utilisera tous les instruments de sa boîte à outils, y compris un nouveau programme d'achat d'obligations d'entreprise (CSPP), pour atténuer les conditions défavorables. Cette approche va induire une compression des rendements des titres Investment Grade et amener les investisseurs à se tourner vers le marché des créances de qualité inférieure, où les obligations subordonnées offrent selon nous le meilleur potentiel.



Michalis Ditsas
Investment Specialist

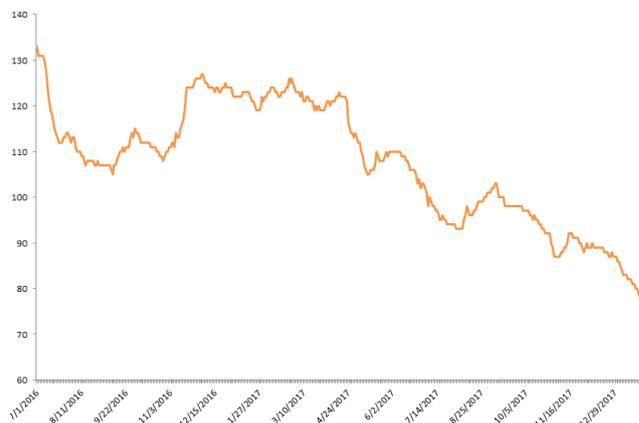
«Le marché mise de plus en plus sur une reprise du programme d'achats d'obligations d'entreprise de la BCE. Dans cette optique, le positionnement approprié consiste à cibler à nouveau le segment Sub-investment grade.»

Aux Etats-Unis, la dynamique de croissance s'essouffle, la menace des tensions commerciales persiste et le recul des anticipations d'inflation à moyen terme à leur niveau le plus bas depuis trois ans est préoccupant dans le contexte d'un faible taux de chômage. D'où le virage très accommodant pris par la Fed et son penchant affiché en faveur d'une baisse des taux, le marché tablant sur deux ou trois abaissements à un horizon d'un an.

Contrairement à la Fed, la BCE n'a pas eu l'opportunité de relever ses taux à court terme ces dernières années, et son taux de dépôt reste négatif à -0,4% (cf.: [1 mois en 10 images pour plus de précisions](#)). Pour autant, à Sintra le mois dernier Mario Draghi a souligné que de nouvelles baisses de taux et une reprise des achats d'actifs par l'intermédiaire du CSPP étaient des options viables, compte tenu des risques négatifs qui pèsent sur la croissance et l'inflation.

Le premier CSPP a été lancé en juin 2016 en élargissant l'univers des actifs éligibles au programme d'achats aux obligations Investment Grade libellées en euro émises par des sociétés non bancaires de la zone euro. L'objectif était de renforcer la transmission des achats d'actifs à l'économie réelle. Le résultat a été un resserrement des spreads des titres Investment Grade, qui sont passés de 140 pb à un plus bas inédit de 74 pb début 2018 (graphique 1).

Graphique 1: Resserrement des spreads des titres Investment Grade durant la période de mise en œuvre du CSPP



Source: Bloomberg, indice ICE BofAML Euro Corporate
Période: juillet 2016 à janvier 2018

Les investisseurs obligataires semblent convaincus que la BCE va reprendre ses achats d'actifs au travers d'un nouveau programme CSPP. Face à la baisse de l'inflation et à la perspective de voir cette tendance se poursuivre, la BCE va devoir agir pour défendre son mandat. A l'inverse, son absence d'intervention laisserait inévitablement supposer que la politique accommodante de Mario Draghi n'est pas soutenue par le Conseil des gouverneurs.

Quel positionnement adopter dans l'optique d'un nouveau programme CSPP? Les spreads des titres Investment Grade ne tarderont pas à se resserrer de manière sensible, ravivant la chasse au rendement et incitant les investisseurs à se tourner en masse vers le marché des créances de qualité inférieure.

Cependant, le marché européen des titres à haut rendement est déjà confronté à des difficultés. Des obligations High Yield assorties de rendements négatifs existent déjà depuis un moment aux Etats-Unis et ce phénomène se propage désormais à l'Europe où il concerne actuellement 2% de la classe d'actifs environ. Cette proportion pourrait grimper à 9% en cas de nouvelle baisse de 35 pb des rendements. De plus, les fondamentaux du marché européen du haut rendement se détériorent: le taux de défaut pondéré notionnel s'établit à 1,8%, l'endettement augmente et les taux de recouvrement sur l'année écoulée se situent en moyenne à 32%, contre une moyenne historique d'environ 40%.

Nous décelons du potentiel sur le marché de la dette subordonnée européenne. Son rendement depuis le début de l'année en cours (tableau 1) est similaire à celui du marché européen des titres à haut rendement, soit 7,5% et 7,7% respectivement - le marché des obligations CoCo à lui seul a enregistré un rendement d'environ 10,5% durant la même période. Comme évoqué dans une précédente analyse (consultable [ici](#)), le marché de la dette subordonnée offre des caractéristiques très appréciables, à savoir un portage similaire à celui des titres à haut rendement, des signatures de qualité Investment Grade, l'ample liquidité d'un marché dont la taille est le double de celui du haut rendement et la diversification des placements au sein d'un portefeuille obligataire.

Tableau 1: Rendement total sur l'année en cours au 30 juin 2019

	HAUT RENDEMENT US	HAUT RENDEMENT EUR	DETTE FINANCIÈRE SUBORDONNÉE	COCO
RENDEMENT TOTAL	10,16%	7,73%	7,46%	10,47%

*Source: Bloomberg, ICE BofAML. USHY=US High Yield Constrained Index, Euro High Yield=Euro High Yield Index, Subordinated Financials= Euro Subordinated Financials Index, COCO= Contingent Capital Index.
Données au: Au 30 juin 2019*