

Les marchés obligataires : les opportunités pour les investisseurs institutionnels

Les marchés obligataires doivent être analysés avec soin pour tirer le meilleur parti possible de cette crise forte mais que nous espérons limitée dans le temps.

La récession mondiale qui se profile pour 2020 a entraîné une réponse rapide et massive des Banques Centrales dont nous pouvons saluer la réactivité bien plus grande qu'en 2008.

La Fed, comme la BCE, pour ne citer qu'elles, ont lancé de nouveaux programmes de rachats de dettes d'Etat et du secteur privé dans un esprit « Whatever it Takes ». En ce qui concerne l'Europe, la BCE a désormais encore plus de flexibilité, lui permettant d'acquérir davantage d'emprunts d'états périphériques (Espagne, Italie...) que précédemment.

On a ainsi assisté à un rallye des emprunts d'état, et ce, malgré les craintes sur l'endettement des Etats européens. Le léger rebond du rendement de ces obligations fut bref et somme toute contenu, et nous pensons que ces positions, si elles sont présentes dans les portefeuilles, doivent être conservées.

La BCE, via son nouveau programme PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) confirmé à 750 Mds EUR, révisable à la hausse à tout moment, courant jusqu'à fin décembre 2020, mais avec une durée rallongée en cas de besoin, va pouvoir acquérir des obligations du secteur privé de notation Investment Grade. Par ailleurs, le précédent plafond de 33% de la dette d'un émetteur (public comme privé) a disparu (soutien pour la dette d'état italienne par exemple).

Nous considérons donc que les niveaux actuels de taux sur la dette obligataire du secteur privé de notation Investment Grade (après les écartements de spreads du mois de mars) constituent un point d'entrée.

Il faut profiter du marché primaire qui a retrouvé ses volumes d'avant crise Covid-19 : les émissions comme celles d'Air Liquide (A3/A-), ADP (A), Engie (A-/A3), Saint-Gobain (Baa2/BBB) entre autres, ont été à juste titre largement sursouscrites et sont encore intéressantes à rentrer en portefeuille.

Il faut en revanche, être prudent sur certains secteurs à risque comme le transport, le tourisme, la construction, le commerce de détail dont la restauration, le loisir. Les foncières commerciales vont souffrir également, donc la plus grande sélection est de mise.

Sur les signatures financières, contrairement à la crise de 2008, le système bancaire est plus solide, ce qui nous amène à penser qu'il existe un intérêt pour les blue chips européennes, la dette senior mais aussi LT2 est intéressante à regarder. En revanche, nous éviterons pour le moment les structures AT1 et surtout Coco (Contingent Convertible) qui peuvent voir leurs coupons supprimés en l'absence de versement de dividendes.

.../...

Sur le marché du High Yield, les choses sont plus compliquées pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ces émetteurs ne rentrent pas dans le programme d'achat de la BCE. La liquidité du marché a quasiment disparu, entraînant des valorisations très fortement à la baisse. Le marché primaire est fermé ce qui peut poser problème pour les émetteurs ayant un refinancement à venir prochainement. Il est vraisemblable que nous assistions à une forte augmentation du taux de défaut face à cette perspective de récession, aux baisses de chiffres d'affaires et des marges, et au renchérissement très fort des coûts de financement. Certaines sociétés, les plus endettées ainsi que celles appartenant aux secteurs les plus impactés par la crise (cités précédemment), vont être particulièrement en risque.

Cependant, en appliquant une très grande sélectivité basée sur une recherche fondamentale, en acceptant une forte volatilité à court terme des valorisations, il existe des émetteurs qui, tout en souffrant directement de la situation, possèdent des bilans solides, ont des leviers d'endettement raisonnables, pas de refinancement à prévoir à court terme (FNAC-Darty par exemple). Les niveaux de spreads atteints permettent, sur ces signatures, de constituer quelques positions de diversification dans une proportion raisonnable bien évidemment.

Une autre manière de profiter de ces niveaux intéressants est bien sûr la sélection de fonds partenaires appliquant une gestion fondamentale de conviction.

(Rédaction terminée le 31 mars 2020)