

Point sur le marché obligataire dans la zone euro

Depuis le début d'année les actifs obligataires européens affichent des performances positives, les titres les moins bien notés (high yield) poursuivant leur mouvement haussier tandis que les obligations les mieux notées (investment grade) repartent à la hausse après avoir baissé à l'automne 2016.

Selon Quantalys les performances depuis début 2017 des différentes catégories obligataires Euro vont de +0,18 % pour les obligations souveraines à +2,83 % pour les titres high yield, la catégorie « obligations Euro diversifiées » étant à +0,71 %.

Ces évolutions ont amené les rendements obligataires à des niveaux historiquement bas.

Les titres souverains offrent des rendements négatifs jusqu'à une maturité de 4 ans pour les obligations italiennes et espagnoles et jusqu'à 7 ans pour la France et l'Allemagne.

Du côté des entreprises la donne est semblable, les émetteurs « investment grade » traitent à taux négatif sur des maturités 2/3 ans. De plus, compte tenu d'une courbe des taux relativement plate, allonger la maturité ne permet pas d'augmenter significativement les rendements. Les obligations d'entreprises ont bénéficié à la fois de la baisse des taux souverains et d'une diminution du spread de crédit (écart de rendement avec les titres les mieux notés). Ainsi l'indice Itraxx Crossover (mesurant l'écart de rendement entre les obligations d'entreprises notées BBB/BB et les titres souverains) est passé de 300 en début d'année à 235.

A titre d'illustration, voici quelques rendements obligataires actuels :

Airbus septembre 2018 : -0,15 % (émetteur noté A+)	LVMH novembre 2020 : 0,06 % (A+)
Bombardier mai 2021 : 3,7 % (notation B- soit « très spéculatif »)	ArcelorMittal janvier 2022 : 1,2 % (BB+)
Orange février 2027 : 0,97 % (BBB+)	Veolia novembre 2033 : 1,6 % (BBB)

Cette extrême faiblesse des rendements a entraîné la disparition du « coussin obligataire » qui permettait de réduire le risque. Ainsi, en 2013 une obligation Renault de maturité 4 ans offrait un rendement de 4 %. Avec un horizon de placement de 1 an, la valeur de l'obligation pouvait donc perdre 4 % sans que l'investisseur ne soit perdant.

Aujourd'hui, une faible variation de la valeur des obligations a un impact important pour les investisseurs, qui peuvent perdre l'équivalent de plusieurs mois voire années de portage (de rendement) en quelques jours. Ainsi, l'obligation Veolia novembre 2033 évoquée ci-dessus est passée d'une valeur de 180 à 160 (-11 %) entre fin septembre et début décembre 2016. Les investisseurs qui détenaient cette obligation ont perdu 7 années de rendement en quelques semaines.

Enfin la faiblesse des taux peut inciter les investisseurs à augmenter le risque dans leurs portefeuilles pour générer un surplus de rendement. Ces dernières semaines quelques dossiers sont cependant venus rappeler que les conséquences peuvent être désastreuses. Ainsi la société Agrokor, excessivement endettée, a vu ses obligations chuter de 105 (mi-janvier) à 20. Les obligations convertibles Aurelius (private equity allemand) ont perdu 30 % en 2 jours (fin mars) suite à la publication d'un rapport relevant des incohérences comptables. Début juin les obligations subordonnées (qui génèrent un rendement supérieur en contrepartie d'un rang de remboursement inférieur à une obligation senior) Banco Popular sont passées d'une valeur de 100 à 4, suite à la reprise de cette banque par Santander et au non-remboursement des titres subordonnés.

Dans ce contexte, générer de la performance sur un portefeuille obligataire reste possible en appliquant une stricte discipline d'investissement. Appliquer les principes suivants, comme nous le faisons sur notre fonds obligataire GSD Patrimoine, nous semble répondre aux problématiques actuelles :

- Développer une **gestion flexible** non liée à un indice de référence.
- **Diversifier** au maximum **les actifs** en portefeuille pour qu'un scénario négatif (faillite d'une société) ait le moins d'impact possible. *Le fonds obligataire GSD Patrimoine est investi sur 52 émetteurs différents et aucune ligne ne représente plus de 3 % de l'actif.*
- Être **couvert contre le risque de taux** (une hausse des taux entraîne une baisse de la valeur des obligations). *GSD Patrimoine est couvert contre ce risque en étant vendeur d'obligations souveraines françaises, allemandes et américaines et en étant investi à hauteur de 22 % sur des obligations indexées sur les taux.*
- **Diversifier les scénarios**. *Depuis le début d'année GSD Patrimoine a cherché à bénéficier de la décote sur les obligations convertibles Neopost, du mouvement haussier sur l'EUR/USD, du rachat de certaines obligations bancaires lié à des contraintes réglementaires, du surplus de rendement généré par des émissions en devises étrangères (y compris après couverture du risque de change)...*
- **Anticiper** les mouvements forcés (à l'inverse des ETF qui réagissent après les variations de marché) et/ou prévisibles (rehaussement de notation par les agences).
- **Limiter** les investissements sur les **valeurs financières** et se cantonner aux banques les plus solides (BNP Paribas, Crédit Mutuel en France par exemple, Unicredit en Italie, Santander en Espagne...). Aucune entreprise « corporate » ne peut annuler 90 % à 100 % de sa dette en une journée, contrairement aux banques (cf. Banco Popular). Lors des 2 dernières faillites significatives de sociétés européennes (Abengoa en 2015 et Agrokor), les obligations ont mis 6 mois pour chuter aux alentours de 20 % de leur valeur. *GSD Patrimoine est investi à hauteur de 8 % sur des obligations bancaires (françaises pour 6,6 % et Unicredit pour 1,4 %).*
- **Conserver des liquidités** et **être patient**. Des opportunités ne manqueront pas de se présenter dans les mois à venir et permettront de générer des performances significatives tout en limitant le risque.