

Hebdo Crédit

du 17 mai 2024

Le consensus s'est plié aux banques centrales, allongeons la duration

Par Matthieu Bailly, président et directeur général délégué

Depuis près de 18 mois, nous écrivions dans nos hebdos ou disions dans nos présentations que les marchés anticipaient trop de baisses de taux directeurs – surprenant notamment les obligations longues et de bonne qualité - et qu'il était préférable de se caler sur la prudence et l'attentisme des banques centrales plutôt que sur le consensus.

Rappelons notamment que, début 2024, ce consensus anticipait dans ses prix 7 baisses de taux de la BCE sur l'année tandis que celle-ci n'était à l'époque même pas sûre d'en faire une...

Les choses nous semblent avoir désormais significativement changé depuis quelques semaines et nous considérons désormais que :

- Les marchés sont à peu près alignés avec la Banque Centrale
- La remontée des taux longs à laquelle nous nous attendions pour ce premier semestre est à peu près terminée
- La duration des portefeuilles peut être remontée significativement
- Les courbes de taux restent déformées, ce qui implique de choisir précisément ses points de courbe pour optimiser son rapport rendement/risque. Plus précisément, nous préférons le très court, encore plus rémunérateur et le très long terme, moins sujet aux paris spéculatifs et bénéficiant d'un « roll-down » favorable, au détriment du segment 3-5 ans, le plus inversé de la courbe.

- Le besoin de sélectivité des émetteurs a encore augmenté à l'aune des publications de résultats
- Le rapport rendement/risque du segment « investment grade », notamment sur les financières, devient tout à fait favorable pour les semaines à venir, au moins autant que le high yield, plus risqué et probablement sujet à plus de volatilité future en lien avec les autres actifs risqués, actions en tête.

Ceci s'est évidemment traduit par une correction sur les indices obligataires de haute qualité ou souverains comme en témoigne les performances des indices ci-dessous.

Evolution YTD de la performance en pourcentage de l'indice iBoxx Souverain et de l'indice iBoxx Investment Grade



(Sources : Bloomberg, Octo AM)

Dans l'intervalle, il était donc préférable de se positionner sur des maturités courtes afin d'éviter cette volatilité. Le régime de taux nous semble désormais avoir changé et nous considérons que la hausse des taux longs pourrait, au moins temporairement, se calmer et qu'il devient utile de positionner une partie de son portefeuille sur les obligations longues, notamment souveraines.

Tout ceci mérite évidemment quelques éclaircissements.

Alors qu'ils anticipaient 7 baisses de taux en début d'année, les prix actuels des obligations longues n'anticipent plus que 3 baisses cette année, puis 3 baisses l'an prochain, portant ainsi le taux de dépôt BCE autour de 2.5%. Les prix des obligations encore plus longues équivalent ensuite à une potentielle baisse de taux deux ans après puis une relative stabilité, voire une remontée.

Notons donc 2.5%, ce qui est relativement en ligne avec une inflation moyenne entre 2% et 3% et à une croissance moyenne entre 0 et 1% pour la Zone Euro, ce qui semble tout à fait raisonnable et atteignable dès les prochains mois.

Certains nous diront donc : « oui mais le Bund est à 2.45%, donc la courbe est toujours (légèrement) inversée ! »

A la différence près que la BCE représente la Zone Euro et non le Bund et que lorsque le Bund Allemand 10 ans traite à 2.45%, l'Italie traite à 4% et la France à 3%.

Avec des taux courts autour de 2.50% et des taux longs autour de 3%, la courbe « européenne », pour laquelle travaille la BCE, n'est donc plus vraiment inversée, bien qu'elle reste peu pentue.

« Pas assez ! » pourraient donc nous dire certains, craignant que le mouvement de hausse de taux entamé depuis le début d'année ne se poursuive, dans l'emballement traditionnel des marchés financiers. Mais il faut ici en venir au stade de politique monétaire et n'oublions pas que la BCE n'est plus dans l'attitude très attentiste qui la caractérisait il y a quelques mois et qu'elle annonce désormais à l'envi qu'elle devrait bel et bien opérer des baisses de taux prochainement.

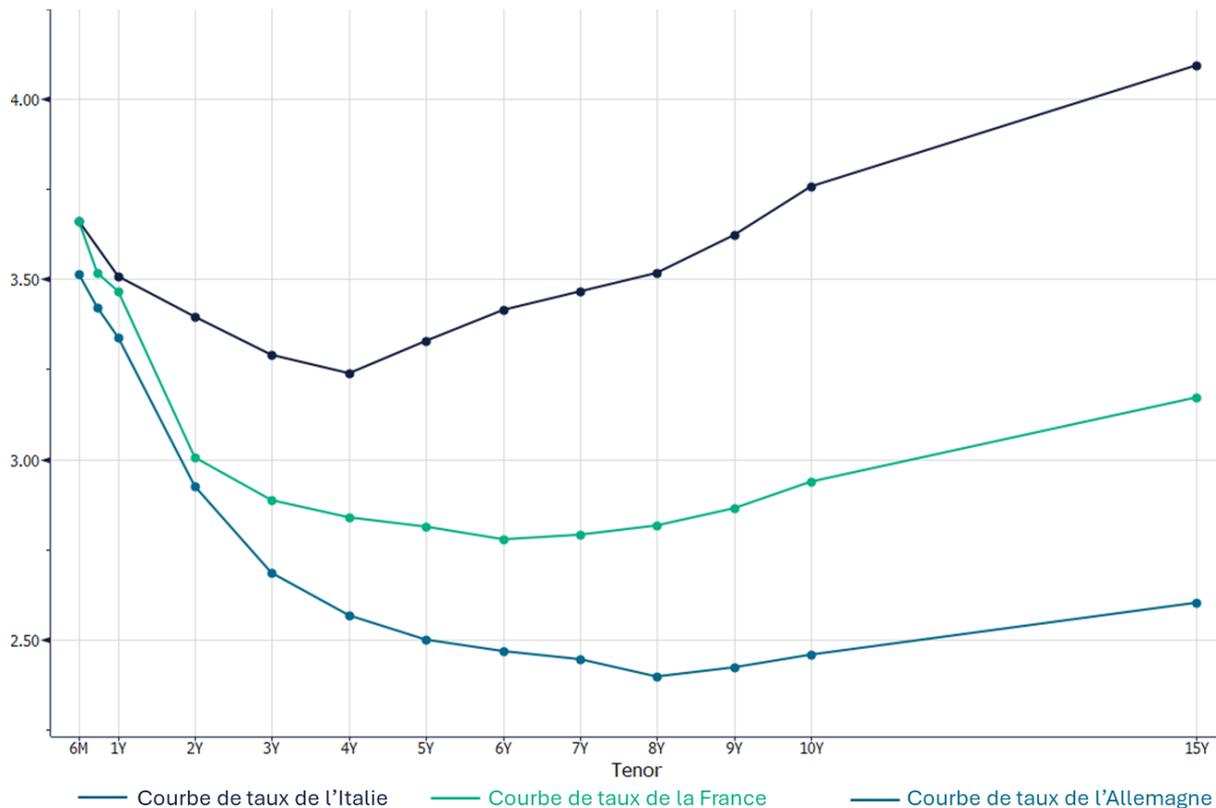
Au vu d'une situation géopolitique, politique, économique et sociale relativement dégradée en Europe et dans ses environs, il est probable que la BCE ne souhaite pas du tout jouer de l'effet de surprise qui faisait l'apanage des banquiers centraux en fin de vingtième siècle... Et c'est plutôt une grande prévenance qui les caractérise désormais. Les discours récents peuvent donc donner un peu plus de certitude aux marchés qui devraient, dans les prochaines semaines et jusqu'à la fameuse réunion du 6 juin, acheter massivement, et sans doute trop comme d'habitude, ce scénario de baisse de taux.

Ainsi, autant d'un point de vue de structure de courbe que d'un point de vue conjoncturel, nous avons considéré depuis début mai qu'il devenait utile d'allonger la duration des portefeuilles,

passant par exemple sur notre fonds flexible d'une durée de 2.4 à une durée de 3.5, alors même que nous l'avons positionné à 2 en début d'année.

Trois points d'attention cependant :

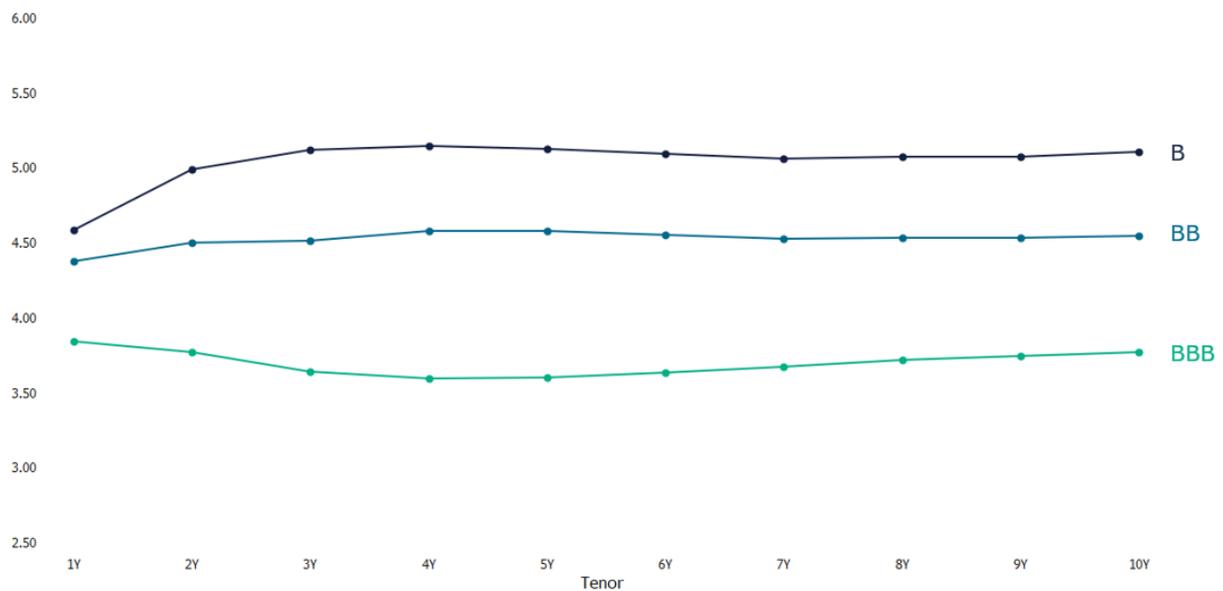
1. Une ruée trop importante des marchés, comme ce fut le cas en décembre 2023, qui amènerait à recréer une pente inversée ou des rendements trop bas pour le risque embarqué, nous conduirait à cristalliser la plus-value immédiatement pour raccourcir nos portefeuilles
2. Ce scénario d'achat de la politique monétaire accommodante reste très volatile et soumis aux niveaux de taux directeurs mais également aux discours, qui se voudront probablement relativement restrictifs après la première baisse de taux, pour 1/garder une marge de manœuvre, 2/ limiter la volatilité des marchés par des actions et des discours inverses. Il est donc important de rester extrêmement agile, d'autant plus que la date du 6 juin est très proche et pourrait, déjà, marquer la fin de cette phase
3. Rallonger la durée ne veut pas dire de le faire de manière homogène sur un portefeuille et sur tous les types de maturité. Ainsi, du fait de la forme de courbe et du rapport rendement risque nous privilégions quelques investissements sur des maturités significativement longues plutôt qu'une augmentation modérée de tout le portefeuille sur des maturités intermédiaires, très peu rémunératrices. Les segments favorisés sont donc par exemple sur les souverains :
 - a. France entre 6 et 12 ans
 - b. Allemagne entre 8 et 10 ans
 - c. Italie entre 4 et 10 ans car sa courbe est restée normative du fait de sa prime de crédit élevée



(Au 17/05/2024 ; Sources : Bloomberg, Octo AM)

Sur les obligations d'entreprises, la prime de crédit permet là aussi de s'exonérer en grande partie du phénomène de courbe inversée et il sera relativement aisé, sur le segment Investment Grade corporate ou financier de rallonger ses lignes en trouvant un gisement abondant et des rendements suffisants pour compenser la prise de risque de durée complémentaire. Attention cependant car les publications récentes, si elles sont restées relativement bonnes et capables de rassurer les gérants crédit, ont signalé une différenciation notable entre les secteurs, les stratégies et les situations bilancielles... On a même vu quelques cas emblématiques sur le semestre signant la fin de l'ère de la survie des entreprises « zombies », qui parvenaient à se refinancer grâce aux taux bas pendant toute la décennie 2010 mais sont désormais au ban du marché...

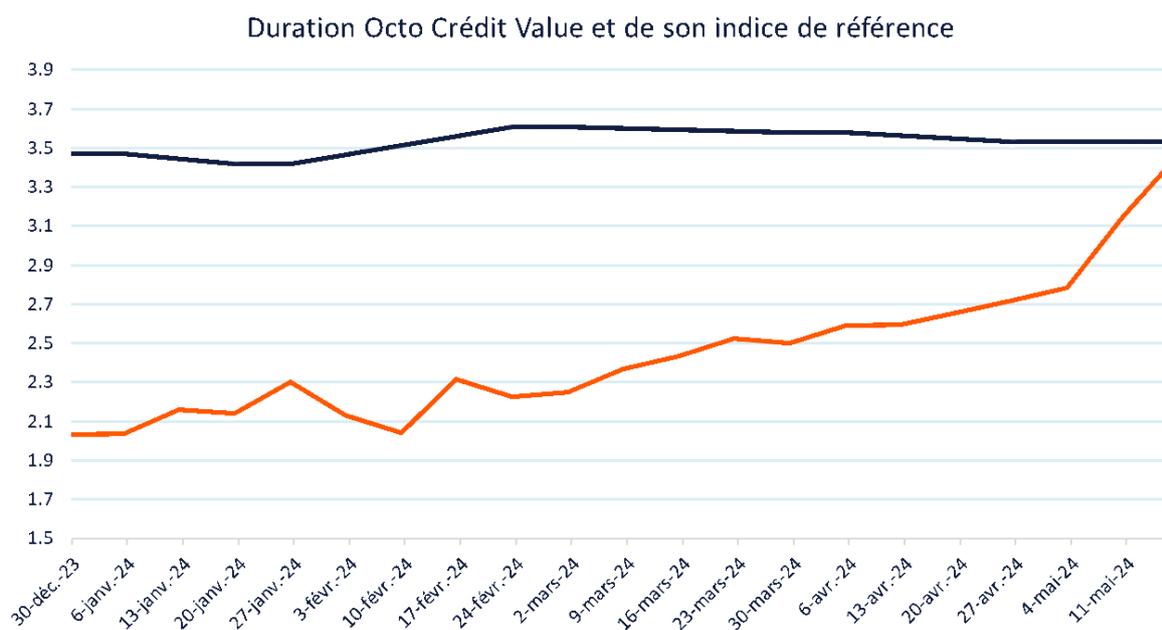
Courbe des taux BBB/BB/B



(Sources : Bloomberg, Octo AM)

Rallonger la duration taux sur une obligation d'entreprise revient donc aussi à rallonger le risque de crédit et on préférera parfois conserver des obligations d'entreprises courtes et ne rallonger la composante taux qu'avec des obligations souveraines, voire quelques futures, qui certes peuvent créer un levier minime mais serviront aussi de couverture en cas de stress crédit... en particulier sur le segment crossover ou des subordonnées financières, très corrélées aux autres actifs risqués. Rallonger la duration sur des obligations les plus sensibles au phénomène de 'flight to quality », notamment les obligations souveraines ou de très haute qualité (covered bonds par exemple), nous semble donc utile pour les mois qui viennent et nous préférons ce positionnement « barbell » à un rallongement indifférencié de toutes les signatures d'un portefeuille.

En conclusion, c'est donc un rallongement significatif des portefeuilles que nous avons opéré ces dernières semaines, comme en témoigne le graphe ci-dessous de la duration de notre fonds flagship Octo Crédit Value, accompagné d'une poursuite de la réduction du segment High Yield au profit de l'Investment Grade, en particulier sur les obligations financières. Pour un allocataire, le choix sera peut-être donc plus opportun de poursuivre ses investissements sur des fonds High Yield court et de les compléter par des fonds Investment Grade ou souverains longs, plutôt que de passer de fonds High Yield courts à des fonds High Yield longs, ce qui n'aurait pas dû forcément le même comportement du fait du risque de crédit et des formes de courbes en U...



(Sources : Markit, Octo AM. Indice de référence Octo Crédit Value : 50% de l'indice Markit IBOXX EUR Liquid Corporates Diversified Index et 50% de l'indice Markit IBOXX EUR Liquid High Yield Index)

Ce rallongement pourrait être de courte durée si les marchés s'emballent autant qu'ils l'avaient fait entre octobre et décembre dernier, phase durant laquelle nous avons également rallongé ponctuellement nos portefeuilles (pour les raccourcir significativement mi-décembre)... ou s'accroître au fil des mois suivants les rendements se maintenaient sur les niveaux actuels... Une grande partie de ce choix dépendra du 6 juin et de l'appréciation qu'en auront nos confrères des marchés...

A PROPOS D'OCTO AM

Créée en 2011 à l'initiative d'Octo Finances et adossée au groupe Amplegest depuis 2018, Octo AM est spécialiste de la gestion obligataire 'value'. S'adressant essentiellement aux investisseurs professionnels, qu'ils soient institutionnels ou patrimoniaux, Octo AM décline sa gestion au travers de fonds ouverts, fonds dédiés ou mandats avec un objectif permanent : rechercher les obligations offrant, selon le gérant, un rendement supérieur à son risque de crédit sur un horizon donné.

CONTACTS PRESSE - AGENCE FARGO

Aïssata SISSOKO : 06 58 42 43 45 - aisissoko@fargo.agency
 Féten BEN HARIZ: 06 16 83 64 06 - fbenhariz@fargo.agency