

Inside Aviva Investors : le point de vue des gérants

James McAlevey, Gérant de portefeuille senior chez Aviva Investors

Mars 2018

LES INVESTISSEURS OBLIGATAIRES DOIVENT SE PREPARER A LA VOLATILITE

EN 2018

Suite à la crise financière, la volatilité des obligations était historiquement faible, mais elle commence à remonter. James McAlevey, gérant de portefeuille senior chez Aviva Investors, analyse les implications potentielles pour les investisseurs.

La volatilité fait son retour début 2018, après une longue période de calme. Les marchés boursiers ont fortement chuté au cours de la deuxième semaine du mois de février et l'indice CBOE VIX - connu sous le nom de « baromètre de la peur » qui suit la volatilité des actions - a connu son plus haut niveau depuis 2015.¹

Ce qui a moins retenu l'attention, c'est la volatilité des obligations qui a également commencé à croître début février, mais de façon moins spectaculaire. L'indice TYVIX (10-year US Treasury VIX), qui suit la volatilité des titres obligataires sur une période de 30 jours, a atteint son plus haut niveau depuis avril 2017, tout comme l'indice MOVE (Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index), qui mesure les fluctuations attendues des prix de la dette américaine en se basant sur la volatilité implicite des bons du trésor à mois.

Ces mouvements peuvent annoncer le début d'un changement profond dans la dynamique des marchés. Une longue période d'accalmie a suivi la crise financière, les banques centrales ayant conservé des taux d'intérêt bas afin de soutenir la reprise économique. Mais avec le retrait progressif des politiques monétaires particulièrement accommodantes, il est probable que la volatilité se normalise à des niveaux plus élevés, ce qui devrait entraîner de nouvelles opportunités et de nouveaux risques pour les investisseurs obligataires.

La roue tourne

Plusieurs facteurs ont permis de contenir la volatilité dans la période post-crise. Outre la faiblesse des taux d'intérêt, l'assouplissement quantitatif a exercé une pression à la baisse sur les rendements, tandis que la forte demande des investisseurs étrangers pour les obligations d'États et d'entreprises de bonne qualité a également atténué la volatilité. Mais ces facteurs commencent aujourd'hui à s'inverser.

L'une des raisons de baisse des différents marchés observée début février a été une augmentation des salaires plus forte que prévu aux États-Unis. Cette situation a incité la Réserve Fédérale, sous la direction de son nouveau président, Jérôme Powell, à s'interroger sur la nécessité de relever les taux d'intérêt plus rapidement que prévu, afin de contenir la hausse de l'inflation. La Fed a augmenté les taux d'intérêt pour la dernière fois le 13 décembre, lorsque la présidente sortante Janet Yellen a annoncé une hausse de 25 points de base de la fourchette cible pour son taux de financement à 1 jour "overnight interest rate" à 1,25-1,5 %.

La politique de la Banque centrale évolue également. Le 2 novembre, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 0,25 % à 0,5 %, et a annoncé son intention de procéder à deux nouvelles

hausse avant 2020. Il est également possible que nous ayons atteint un sommet de la politique accommodante au Japon et en Europe, la Banque du Japon et la Banque Centrale Européenne devraient progressivement réduire leurs programmes d'assouplissement quantitatif en 2018. Cela équivaut au retrait d'un acheteur structurel jusqu'ici fiable, ce qui modifie radicalement la dynamique du marché.

L'évolution de la dynamique interne des marchés obligataires peut également jouer un rôle. Dans la période qui a suivi la crise, les investisseurs institutionnels étrangers ont été des acheteurs influents - et souvent sans discernement - d'obligations aux États-Unis, tandis que les investisseurs nationaux tels que les fonds de pension sont désormais les acteurs dominants. Comme elles sont plus sensibles aux fluctuations des prix, ces institutions sont plus susceptibles d'acheter et de vendre leurs titres, ce qui pourrait accroître la volatilité des titres obligataires.

La pression des titres adossés à des créances hypothécaires "MBS"

Au fur et à mesure que la structure du marché évolue, un manque de liquidité peut également poser problème. La réglementation introduite durant la période d'après-crise a obligé les banques à détenir une plus grande proportion de titres liquides de haute qualité dans leurs bilans, et à déposer des obligations en garantie des opérations sur produits dérivés.

Si cette nouvelle réglementation a stimulé la demande de titres obligataires, elle s'est traduite par une baisse de la liquidité. Les banques ont ralenti leurs activités de tenue de marché et sont aujourd'hui moins en mesure d'amortir les chocs en période de stress. En parallèle, l'augmentation des transactions électroniques a accru le risque de « pics » soudains d'illiquidité sur les marchés des bons du Trésor américain, ce qui les rend potentiellement plus volatils, selon une étude de la Federal Reserve Bank of New York.

La Banque centrale américaine commence à réduire progressivement ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS, mortgage-backed securities) elle pourrait donc encore contribuer à la volatilité. La Réserve Fédérale a commencé à acheter ces obligations au plus fort de la crise en 2008 et a depuis constitué un portefeuille de titres adossés à des créances hypothécaires d'une valeur de 1,77 milliards de dollars américains. Bon nombre de ces obligations sont susceptibles de réintégrer les marchés privés en 2018.

En tant que classe d'actifs, les "MBS" ont ce que l'on appelle dans le jargon de l'investissement une « convexité négative* », ce qui signifie que ces titres sont particulièrement sensibles aux variations des taux d'intérêt (la durée de vie de la dette hypothécaire tend à s'allonger à mesure que les taux d'intérêt augmentent). Les investisseurs sur ce type d'obligations couvrent souvent le risque qui y est associé en achetant des options contre de tels mouvements, contribuant ainsi à relever le « prix du marché » de la volatilité. En 2003, la « couverture de la convexité » a été le principal moteur d'une hausse de 1,45 % des rendements des bons du Trésor sur une période de deux mois.²

Catalyseurs

Ces facteurs ne suffiront pas à eux seuls à compenser la volatilité des titres obligataires. Ils pourraient cependant éliminer certaines des pressions qui ont maintenu la volatilité à un niveau bas depuis la crise financière. Cela signifie qu'un choc de politique monétaire - tel que les craintes suscitées par un cycle de hausse plus agressif que celui que nous avons connu début février - ou un événement économique ou politique, est davantage susceptible de faire évoluer les prix à la hausse ou à la baisse, alors qu'auparavant, cela laissait les investisseurs indifférents.

La menace populiste est en pleine effervescence dans certaines régions européennes et 2018 verra un certain nombre d'élections clés parmi les marchés émergents importants. Les victoires populistes de ces votes pourraient provoquer une plus grande volatilité sur certains marchés obligataires.

L'économie chinoise est une autre préoccupation potentielle. La Chine tente de passer à une économie plus ouverte et axée sur les services. Il s'agit d'un processus délicat, et des erreurs en matière de gestion des risques pourraient entraîner un ralentissement brutal de la croissance, avec des effets très divers sur les marchés mondiaux, même si ce n'est pas notre scénario de base.

Stratégies d'investissement

Alors, comment une volatilité plus élevée des obligations pourrait-elle se manifester ? Et à quel degré de volatilité les investisseurs doivent-ils s'attendre ?

Au 9 février, l'indice MOVE se situait à 71,78, son plus haut niveau depuis le 21 avril 2017. Dans notre scénario de base, nous nous attendons à ce que la volatilité se normalise à un niveau proche de sa fourchette des années 1990, probablement entre 80 et 120 sur l'indice MOVE, après les plus hauts atteints lors de la crise et les plus bas observés juste avant cette dernière.

Dans ce contexte, les investisseurs doivent s'assurer que leurs portefeuilles restent résilients face aux fluctuations des marchés. Tout d'abord, ils doivent être attentifs à la durée des obligations d'États et d'entreprises qu'ils détiennent. Parce que les obligations à maturité longue sont plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt, elles sont aussi plus sensibles que les obligations à maturité courte lorsque les rendements et la volatilité augmentent.

Mais les investisseurs peuvent aussi chercher à tirer parti de la volatilité accrue. Le prix du marché de la volatilité continue d'évoluer à un niveau bas malgré les changements récents dans la structure du marché, ce qui pourrait représenter l'opportunité pour eux de jouer la hausse de la volatilité.

Les investisseurs doivent également savoir qu'une hausse de la volatilité s'accompagnera probablement d'une ventilation des corrélations entre les marchés obligataires. Au cours de la période de faible volatilité, les corrélations ont été fortes, ce qui signifie que la résilience des bilans des émetteurs - ainsi que d'autres facteurs tels que leur situation géographique et le régime de réglementation auquel ils sont assujettis - n'ont pratiquement pas influé sur les prix des titres. Cela a favorisé des stratégies passives et bêta, basées sur une simple exposition au marché.

Toutefois, à mesure que la liquidité des Banques Centrales sera réduite, les facteurs fondamentaux se répercuteront à nouveau sur les valorisations. Cela pourrait révéler des faiblesses dans les secteurs les plus risqués du marché. L'utilisation de dérivés de crédit pour acheter une protection sur des secteurs dont les valorisations sont actuellement en décalage par rapport aux fondamentaux - comme le pétrole, le gaz et l'automobile - tout en vendant une protection sur l'indice plus largement exposé, pourrait constituer une stratégie adaptée pour les investisseurs.

Rien n'est gratuit dans l'investissement obligataire. Réaliser des pertes sur un portefeuille traditionnel d'obligations à long terme dans un environnement de hausse de taux étant néanmoins une certitude mathématique, les investisseurs devraient commencer à se préparer à un retour de la volatilité et à une dispersion des corrélations en 2018.

Références

1. 'Volatility expectations swell', Financial Times, 6 février 2018
2. Bloomberg

* La convexité est un calcul mathématique qui traduit la sensibilité du cours d'une obligation à une variation de son taux de rendement.

**MBS : Mortgage Backed Securities : titres adossés à des créances hypothécaires

Contact presse

Sophie Thiard
sophie.thiard@shan.fr
Tél : + 33 (0)1 42 86 82 43

Léa Schultz
lea.schultz@shan.fr
Tél : + 33 (0)1 42 86 82 41

Information Importante

Ce document est destiné exclusivement à des investisseurs professionnels et contreparties éligibles au sens de la Directive « MIF 2 » n°2014/65/UE et 2016/1034 relative aux marchés d'instruments financiers. Son contenu n'est pas destiné à une clientèle de particuliers et il ne doit pas être utilisé comme support de présentation à leur destination.

Aviva Investors est la dénomination commerciale de la branche de gestion d'actifs du groupe Aviva.

Il ne saurait être assimilé à une activité de démarchage, à une quelconque offre de valeur mobilière ou instrument financier que ce soit ou de recommandation d'en acheter ou d'en vendre.

Il contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Aviva Investors considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Aviva Investors faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Elles ne constituent en aucun cas une recommandation d'investissement.

Ce document ne peut être reproduit sous quelque forme que ce soit ou transmis à une autre personne que celle à qui il est adressé.

Ce document est établi par Aviva Investors

France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 17 793 700 euros, dont le siège social est situé au 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229