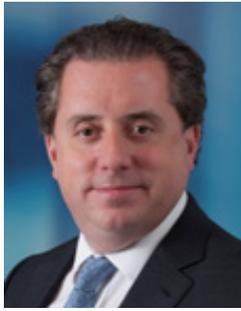


# OBLIGATIONS EUROPÉENNES

Comportements,  
préoccupations  
et actions des  
investisseurs en 2018



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS



## David Zahn

Responsable Taux Europe,  
Franklin Templeton Investments



...Les marchés européens se trouvent à un tournant décisif. Après plusieurs années de faible volatilité, il est temps pour les investisseurs de se tourner vers les investissements obligataires européens et de saisir les opportunités qui se présentent...



## AVANT-PROPOS

Plus d'une décennie s'est écoulée depuis la crise financière mondiale. Pendant cette période, les marchés ont fait durablement l'expérience d'une politique monétaire accommodante. Les investisseurs obligataires européens, en particulier, ont profité de périodes marquées par des rendements positifs et des risques relativement faibles, en partie grâce au programme historique d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) et à des taux d'intérêt historiquement faibles.

Nous arrivons toutefois en 2018 à un tournant, alors que, dans le monde entier, les banques centrales entament un long chemin vers une réduction de la relance. En Europe, la situation est quelque peu différente. Alors que la Réserve fédérale (Fed) s'engage manifestement sur la voie d'une hausse des taux et commence à assainir son bilan, la BCE conserve une politique accommodante. Elle devrait selon nous maintenir cette politique jusqu'au moment où elle verra l'inflation en Europe atteindre sa cible de 2 %. Nous pensons qu'il y a peu de chances que cela se produise avant 2020.

Cela ne signifie pas pour autant que les marchés obligataires européens sont à l'abri de toute volatilité.

Bien que la BCE ait confirmé sa politique à plusieurs occasions, nous constatons des ventes isolées d'obligations tout au long de l'année, alors que les marchés tentent de prévoir un changement de politique. Au début de l'année, les rendements obligataires en Europe ont progressé à la suite de l'annonce faite par la BCE en janvier, et ce, bien qu'aucun changement de politique n'ait été annoncé.

Ces périodes de volatilité peuvent avoir un impact significatif sur la performance d'un portefeuille obligataire. Par exemple, une hausse de 10 points de base d'un emprunt d'État allemand (bund) à 10 ans avec un rendement en fin d'exercice de 0,427 effacerait plus de deux ans de revenus.

Les investisseurs ne peuvent plus se permettre d'aborder avec nonchalance leurs investissements obligataires européens. Alors que la volatilité fait son retour sur la scène des obligations européennes, les investisseurs pourraient estimer utile d'adopter une approche active, dynamique et réfléchie. Ceux qui agissent ainsi pourraient en tirer d'importants bénéfices, dans la mesure où la volatilité génère des opportunités d'achat lucratives.

Afin de mieux cerner le sentiment des investisseurs à l'égard des obligations européennes, nous avons effectué une enquête auprès de plus de 300 professionnels de l'investissement obligataire européen en France, en Allemagne, en Italie et en Espagne sur leurs comportements et leurs préoccupations concernant les flux changeants des marchés et leur approche en matière d'allocation d'actifs et d'investissement.

Les résultats ont été surprenants et ont généralement montré que les investisseurs avaient tendance à être excessivement prudents dans la gestion de leurs portefeuilles et qu'ils exprimaient une appétence globalement faible pour le risque. Malgré tout cela, lorsqu'ils prenaient des risques, c'était plutôt dans les obligations « high yield », malgré la crainte de valorisations tendues. En outre, ils n'ont pas pris suffisamment de mesures lorsqu'il était question d'inquiétudes à l'égard de la faiblesse de certains rendements et ont parfois surréagi lorsqu'il s'agissait de tempérer d'autres inquiétudes telles que les risques de taux d'intérêt. En général, les thèmes clés qui se sont dégagés des résultats ont été les suivants :

- Positionnement défensif : les investisseurs présentent une faible appétence pour le risque sur fond de préoccupations telles que la hausse de la volatilité
- Lorsque les investisseurs souhaitent prendre des risques : « high yield »
- Manque d'action : en dépit d'un contexte de retour sur investissement peu élevé, les investisseurs continuent de donner la priorité aux principaux marchés européens dotés de faibles rendements
- Trop d'action : les investisseurs réduisent inutilement la durée même s'ils pensent que les taux d'intérêt resteront bas en Europe, renonçant ainsi à des rendements précieux
- Futures tendances : appétit naissant pour les « green bonds », les fonds obligataires d'investissement socialement responsable (ISR) et les fonds à impact social

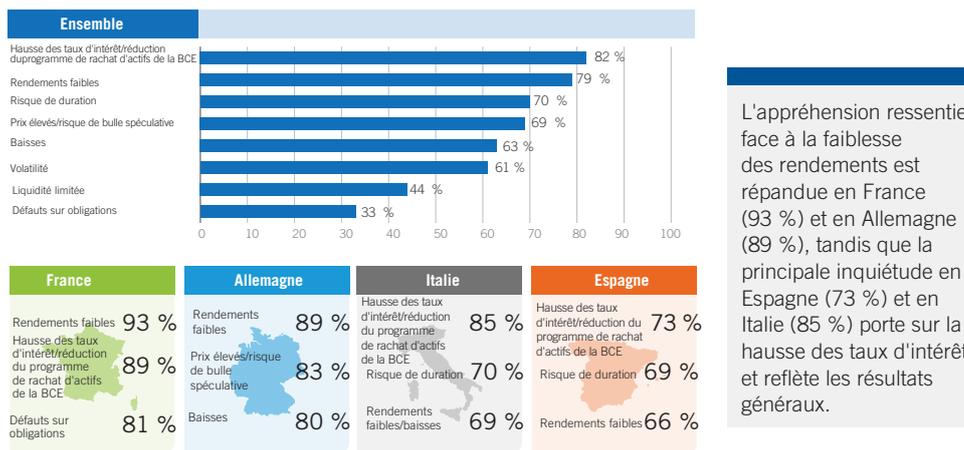
# THÈMES CLÉS

## Thème 1 : Positionnement défensif : les investisseurs présentent une faible appétence pour le risque sur fond de préoccupations telles que la hausse de la volatilité

Les investisseurs interrogés ont manifesté des inquiétudes à l'égard de la hausse des taux d'intérêt et de la réduction du programme de rachat d'actifs par la BCE (82 %), des faibles rendements (79 %) et du risque de durée (70 %).

### Les changements opérés par la BCE ont dominé les préoccupations majeures des investisseurs

Figure 1.0 - Dans quelle mesure êtes-vous préoccupé(e) par ce qui suit, lorsqu'il est question d'investissement dans des obligations européennes ?



L'appréhension ressentie face à la faiblesse des rendements est répandue en France (93 %) et en Allemagne (89 %), tandis que la principale inquiétude en Espagne (73 %) et en Italie (85 %) porte sur la hausse des taux d'intérêt et reflète les résultats généraux.

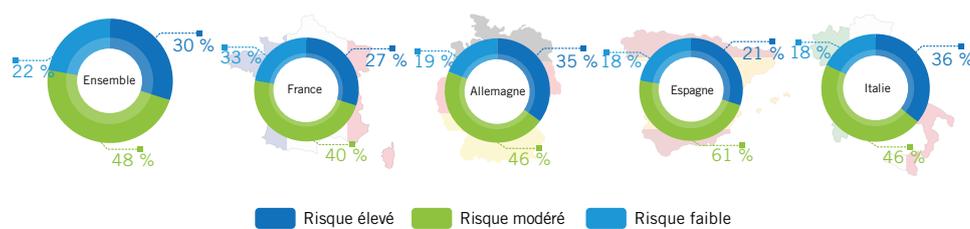
« La part de notre portefeuille investie en obligations européennes est sa partie prudente. »  
- Conseiller financier, Espagne

Le graphique présente le % des investisseurs qui se disent « préoccupés » ou « très préoccupés » par les problèmes mentionnés dans la question.

Ces préoccupations sont reflétées dans les portefeuilles obligataires européens, la majorité des investisseurs prenant des risques faibles à modérés.

## Les investisseurs sont positionnés de manière défensive avec un risque globalement faible à modéré dans leurs portefeuilles

Figure 1.1 - À quel niveau de risque estimez-vous votre exposition aux obligations européennes ?



### Point de vue de David Zahn :

Responsable Taux Europe, Franklin Templeton Investments

« Le marché a clairement exprimé des préoccupations à l'égard d'un certain nombre de problèmes essentiels, allant des bulles spéculatives à la faiblesse des rendements. Et, compte tenu du point où nous en sommes en termes d'évolution de la politique monétaire en Europe, il n'est pas étonnant de voir la hausse des taux d'intérêt en tête de la liste. Cela semble amener les investisseurs à adopter un positionnement défensif, nombre d'entre eux souhaitant conserver la plus grande partie de leur portefeuille exposée à un risque faible à modéré. Nous pensons que les investisseurs sont trop frileux et pourraient passer à côté de rendements positifs. Sur la base d'une approche solide de gestion dynamique, les investisseurs désireux de se montrer flexibles en ce qui concerne leur allocation d'actifs peuvent encore espérer générer des rendements importants et tirer parti de la volatilité croissante que nous observons actuellement dans les obligations européennes. »

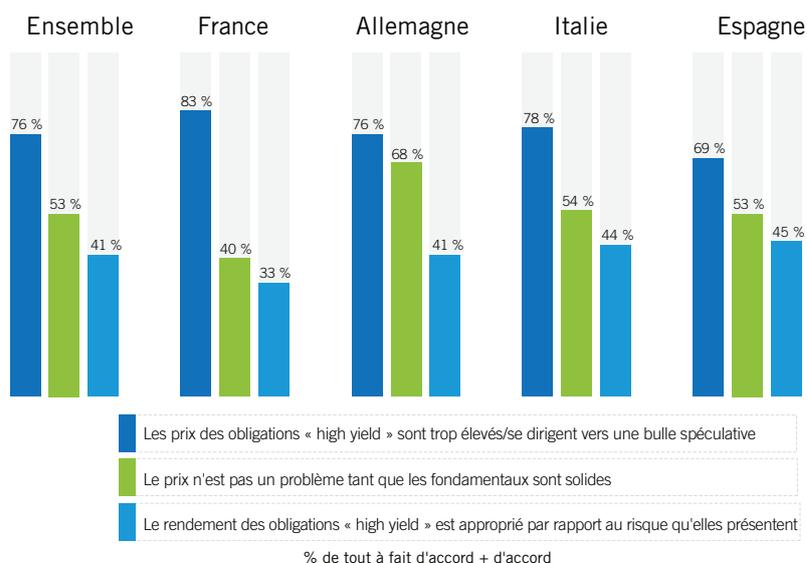
## Thème 2 : Secteurs où les investisseurs prendront des risques : « high yield »

En dépit de la faible appétence pour le risque dans les portefeuilles en général, le secteur où les investisseurs prennent le plus de risques dans leur quête de rendements généraux semble être le « high yield », malgré les craintes d'une bulle spéculative sur cette sous-catégorie d'actifs.

Plus des trois quarts des personnes interrogées (76 %) estiment que le « high yield » est surévalué et se dirige vers une bulle spéculative, mais une même proportion (75 %) de ces personnes affirme qu'elles sont susceptibles d'investir dans le « high yield » au cours des 12 prochains mois.

### Le « high yield » est perçu comme risqué, mais les investisseurs y ont recours malgré tout

Figure 2.0 - Dans quelle mesure approuvez-vous ou réfutez-vous les affirmations suivantes sur les obligations « high yield » européennes ?



Nous considérons que le « high yield » est surévalué, mais tout l'est actuellement. Les risques sont élevés, c'est pourquoi notre allocation est actuellement à des niveaux plus bas que d'ordinaire. Normalement, nous serons autour de 15 %.

- Conseiller financier,  
Espagne



### Investisseurs plus susceptibles d'investir dans des obligations « high yield » et « investment grade » au cours des 12 prochains mois

Figure 2.1 - Dans quelle mesure êtes-vous susceptible d'investir dans les classes d'actifs obligataires européens suivantes au cours des 12 prochains mois (par l'intermédiaire de fonds ou par des investissements directs) ?



#### Point de vue de David Zahn :

Responsable Taux Europe, Franklin Templeton Investments

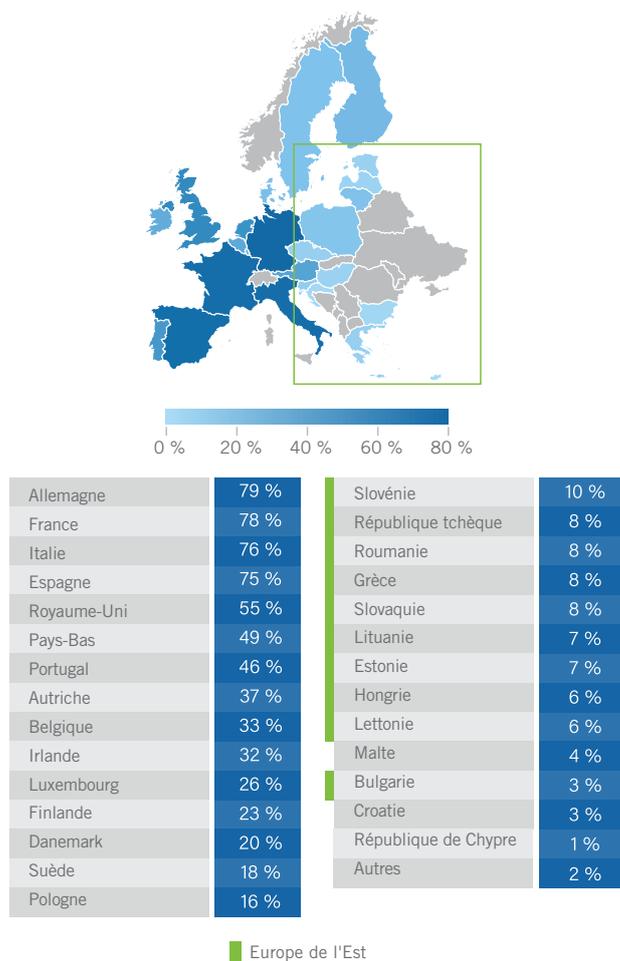
« Les fondamentaux sous-jacents du marché « high yield » restent sains, selon nous, mais les valorisations se sont tendues. Bien que la BCE n'achète pas de « high yield », l'afflux d'espèces et de liquidités supplémentaires dans le marché européen du crédit d'entreprise provoqué par le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE pourrait avoir conforté les investisseurs dans l'idée de balayer les crédits plus faibles. Mais une correction du marché pourrait survenir. À ce stade du cycle, une sélection robuste de titres n'a jamais été aussi importante. Nous nous concentrons davantage sur l'extrémité de haute qualité du marché « high yield » et présentons une grande diversification sectorielle et géographique, étant donné qu'un contexte marqué par une hausse de l'inflation pourrait impacter ces titres de différentes façons. »

### Thème 3 : Malgré un contexte de retour sur investissement peu élevé, les investisseurs continuent de donner la priorité aux principaux marchés européens dotés de faibles rendements

Les investisseurs professionnels d'Europe continentale favorisent les principaux marchés européens et sont moins disposés à investir dans les pays périphériques et d'Europe de l'Est.

#### Tendance d'allocation élevée en faveur des principaux marchés européens

Figure 3.0 - Dans quels pays investissez-vous dans les obligations européennes ?



*Nous investissons en France, en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Nous nous tenons à l'écart de l'Europe du sud.*

*- Gérant de portefeuilles discrétionnaires, France*



#### Point de vue de David Zahn

Responsable Taux Europe, Franklin Templeton Investments

« Le fait que nous constatons une tendance en faveur des principales grandes économies européennes n'a rien d'étonnant. Mais dans ce contexte de retour sur investissement peu élevé, nous estimons qu'il manque aux investisseurs un alpha solide qui créerait des opportunités ailleurs en Europe. Nous voyons un potentiel particulier dans les marchés d'Europe centrale et orientale (ECO), et notamment dans des pays comme la Pologne et la Roumanie, qui offrent selon nous un rendement attrayant.

Ces pays ont tendance à être moins bien étudiés et exigent des ressources élargies et approfondies pour y accéder efficacement. Nous pensons également qu'il existe un problème de perception. Les investisseurs ont tendance à considérer ces pays comme des zones du marché plus risquées et de moins bonne qualité, alors que beaucoup sont en fait notés « investment grade ».

La dette souveraine polonaise est notée A et nous estimons qu'elle présente une volatilité plus faible et de meilleurs fondamentaux que bon nombre d'économies européennes plus importantes, telles que l'Espagne. »

## Thème 4 : Trop d'action : les investisseurs réduisent inutilement la durée même s'ils pensent que les taux d'intérêt resteront bas en Europe, renonçant ainsi à des rendements précieux

81 % des investisseurs professionnels en Europe ne tablent pas sur une hausse des taux d'intérêt sur le continent de plus de 1 % dans les trois prochaines années.

### Les investisseurs tablent sur une légère hausse des taux d'intérêt

Figure 4.0 - Au cours des trois prochaines années, à quel niveau pensez-vous que la BCE relèvera ses taux ?

	Ensemble	81 %
Entre 0 et 0,25 %	9,1 %	
Entre 0,25 et 0,5 %	31,3 %	
Entre 0,5 et 1 %	40,6 %	
Entre 1 et 1,5 %	10,6 %	
Entre 1,5 et 2 %	6,6 %	
Plus de 2 %	1,9 %	



Nous surveillons la durée pour les investisseurs eu égard à leur passif. Nous conservons généralement une durée courte afin de réduire le risque.

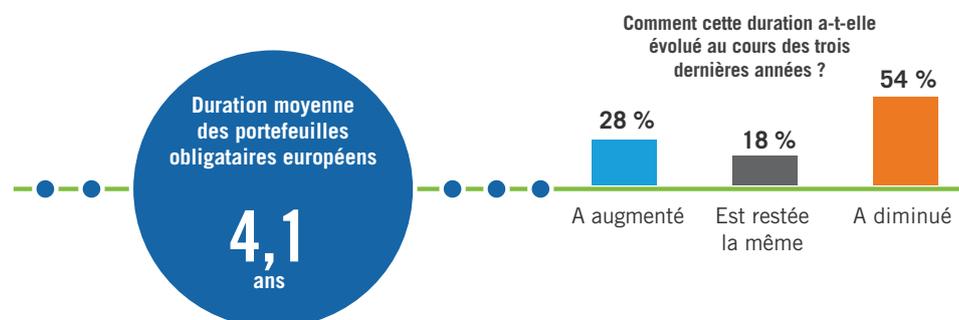
- Gérant de portefeuilles discrétionnaires, Allemagne



Malgré cela, 70 % sont préoccupés par le risque de durée (voir fig. 1.0 à la p. 4), et plus de la moitié (54 %) des personnes interrogées ont activement réduit leur durée au cours des trois dernières années.

### L'inquiétude relative aux taux se traduit par une durée en baisse

Figure 4.1 - Quelle est la durée moyenne de votre portefeuille obligataire européen ?



#### Point de vue de David Zahn

Responsable Taux Europe, Franklin Templeton Investments

« Dans un contexte habituel de hausse des taux, dans lequel les taux augmenteraient considérablement, les obligations seraient vendues massivement. Dans ces circonstances, il serait justifié de réduire la durée. Mais le marché s'accorde à penser, et nous aussi, qu'il est peu probable de voir les taux en Europe progresser au-delà de 0,5-1 %, ce qui les ramènerait à peine en territoire positif. Nous pensons que de nombreux investisseurs réduisent inutilement la durée et, ce faisant, renoncent à des rendements précieux, en particulier s'ils sont pour l'essentiel positionnés dans les principaux marchés européens où l'extrémité courte de la courbe des taux se trouve à un niveau faible, voire en territoire négatif. »

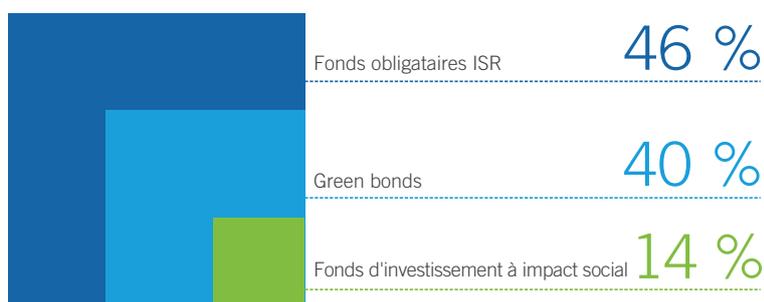
## Thème 5 : Futures tendances : appétit naissant pour les « green bonds », les fonds obligataires ISR et les fonds à impact social

Le secteur de la gestion d'actifs connaît des bouleversements majeurs au niveau des comportements et de la demande à l'égard des investissements éclairés dans les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance). Alors que notre prédilection portait de prime abord davantage sur les marchés actions, notre intérêt commence à s'étendre aux marchés obligataires.

Près de la moitié (46 %) des investisseurs professionnels ayant fait l'objet de cette enquête affirment qu'ils envisagent d'investir dans des fonds obligataires ISR. Les deux cinquièmes (40 %) envisagent d'investir dans des « green bonds » et 14 % pensent à une exposition aux fonds à impact social.

### Intérêt accru pour les fonds obligataires ISR

Figure 5.0 - Parmi les classes d'actifs suivantes, dans laquelle envisagez-vous d'investir ?



*Les critères ESG sont relativement attrayants et ont davantage d'impact sur le segment liquide. Ils sont toutefois complexes, car il s'agit d'un univers encore jeune et il n'y a pas de consensus concernant leur valeur. C'est un thème qui mérite beaucoup d'attention et de débat.*

*- Gérant de portefeuilles discrétionnaires, Italie*



#### Point de vue de David Zahn :

Responsable Taux Europe, Franklin Templeton Investments

« Il s'agit d'un secteur du marché qui connaîtra une croissance significative au cours des prochaines années, car davantage de personnes souhaitent profiter des opportunités notables que l'on trouve dans ce domaine. Pour le moment, la plus grande partie des « green bonds » est émise par des entreprises, mais nous pensons que ce phénomène devrait aussi prendre de l'ampleur sur le marché du crédit souverain. Nous voyons dans les « green bonds » une valeur intéressante. Certaines de ces obligations se négocient à un prix similaire ou plus élevé par rapport aux obligations non vertes, de sorte que vous devrez payer davantage pour recevoir la même obligation, mais avec des émissions de carbone inférieures. »



#### Point de vue de Julie Moret :

Responsable ESG, Franklin Templeton Investments

« Le secteur continue de voir l'appétence des clients augmenter pour l'investissement éclairé dans les obligations ESG. La Global Sustainable Investment Alliance a estimé que les actifs sous gestion intégrant des critères ESG avaient atteint 22 890 000 milliards de dollars à l'échelle mondiale, soit une progression de 25 % depuis 2014<sup>1</sup>. Alimentée par la pertinence croissante des changements en matière de durabilité, par exemple les risques liés à la transition climatique, l'évolution des préférences des investisseurs du nouveau millénaire, qui cherchent à concilier rendement financier et impact sociétal ou environnemental positif et développement plus durable, donne la priorité aux politiques publiques et aux pressions réglementaires. Les critères ESG dans l'investissement obligataire sont pour nous un géant qui sommeille puisqu'il s'agit de la classe d'actifs la plus importante au monde. Nous sommes d'avis qu'une attention soutenue sera accordée à cette classe d'actifs, ce dont témoignent des initiatives de la part d'agences de notation telles que S&P et Moody's. Nous ne voyons que le sommet de l'innovation dans cette classe d'actifs et pensons que les opportunités de croissance seront durables, ce que semblent confirmer les résultats de l'enquête. »

<sup>1</sup> Source : « Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) : 2016 Global Sustainable Investment Review »

# MÉTHODOLOGIE

Franklin Templeton Investments a mandaté CoreData Research afin de réaliser une enquête sur l'investissement dans les obligations européennes auprès d'investisseurs professionnels (conseillers et gérants de portefeuilles discrétionnaires) dans quatre pays européens : la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. Les réponses ont été collectées auprès de 320 investisseurs (240 conseillers et 80 gérants de portefeuilles discrétionnaires) en janvier 2018 pour mieux cerner leurs attitudes et comportements à l'égard des obligations européennes. L'enquête comprenait également six entretiens qualitatifs dans chaque pays.

Ce document permet de comprendre ce qui préoccupe vraiment les investisseurs professionnels dans les pays examinés et comment ils comptent gérer les risques découlant de ces inquiétudes.



---

Ce document est fourni uniquement dans l'intérêt général et ne saurait constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Il ne constitue pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal.

Les opinions présentes dans le document sont celles des gérants mentionnés et les commentaires, analyses et opinions sont valables à la date de la publication et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés. Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité quant aux éventuelles pertes résultant de l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, analyses et opinions présents dans ce document est laissée à la seule appréciation du lecteur.

Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

Autriche/Allemagne : émis par Franklin Templeton Investment Services GmbH, Mainzer Landstraße 16, D-60325 Francfort-sur-le-Main, Allemagne. Agréé en Allemagne par IHK Frankfurt M. sous le numéro D-F-125-TMX1-08. Dubaï : émis par Franklin Templeton Investments (ME) Limited, agréée et réglementée par les services financiers de Dubaï. Bureau à Dubaï : Franklin Templeton Investments, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubaï, E.A.U. - Tél. : +9714-4284100 - Fax : +9714-4284140. France : émis par Franklin Templeton France S.A., 20 rue de la Paix, 75002 Paris, France. Italie : émis par Franklin Templeton International Services S.à.r.l. – succursale en Italie, Corso Italia, 1 – Milan, 20122, Italie. Luxembourg/Benelux : émis par Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Supervisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier - 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxembourg - Tél. : +352-46 66 67-1 - Fax : +352-46 66 76. Pologne : émis par Templeton Asset Management (Pologne) TFI S.A., Rondo ONZ 1 ; 00-124 Varsovie. Roumanie : émis par la succursale de Franklin Templeton Investment Management Limited à Bucarest, 78-80 Buzesti Street, Premium Point, 7th-8th Floor, 011017 Bucarest 1, Roumanie. Enregistrée auprès de l'autorité de surveillance financière roumaine sous le n° PJM01SFIM/400005/14.09.2009, autorisée et régulée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Espagne : émis par la succursale de Franklin Templeton Investment Management, professionnel du secteur financier placé sous la supervision de la CNMV, José Ortega y Gasset 29, Madrid. Suisse : émis par Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurich. Royaume-Uni : émis par Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6HL. Agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Pays nordiques : émis par Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), succursale de Suède, Blasieholmmsgatan 5, SE-111 48 Stockholm, Suède. Tél. : +46 (0) 8 545 01230 - Fax : +46 (0) 8 545 01239. FTIML est une société agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority et autorisée à offrir certains services d'investissement au Danemark, en Suède, en Norvège et en Finlande. Il ne s'agit pas d'une offre de vente ni d'une sollicitation d'acquisition de titres dans une juridiction l'interdisant. Consultez le site [www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com) pour accéder au site Internet Franklin Templeton de votre région. Copyright © 2018. Franklin Templeton Investments. Tous droits réservés.