



La veuve de Carpentras doit-elle continuer d'acheter des obligations ?

Les épargnants espèrent que les revenus de leurs placements compensent a minima la hausse future du coût de la vie. Dans un monde « à l'envers » où près de 25% des titres du marché des obligations de bonne signature (« Investment Grade ») sont assortis de taux de rendement négatifs, les objectifs deviennent difficiles à atteindre. Cette situation a pour origine le fait que, pour pouvoir détenir des investissements refuges, les investisseurs de long terme doivent accepter de subir des pertes en capital, et d'autres plus fortes encore en termes réels.

Il s'agit d'un profond changement par rapport à ce que nous avons connu par le passé. Avant la crise financière de 2008, le taux de rendement réel (c'est-à-dire, ajusté à l'inflation) du Bund à dix ans ressortait à 2,1 % en moyenne.

Lors des dernières décennies, la baisse constante des taux de rendement a dopé les performances financières des épargnants déjà investis. La croissance satisfaisante des bénéfices des entreprises, la forte tolérance au risque des investisseurs et les politiques accommodantes des banques centrales ont également permis de contenir le creusement des écarts de taux. Par conséquent, les obligations d'entreprise ont produit d'excellents rendements.

Les nuages s'amoncellent pourtant. Les primes de risque sur la dette d'entreprise sont retombées à leur niveau d'avant 2008. La BCE semble ne plus disposer de beaucoup de munitions pour faire baisser les taux plus bas qu'ils ne sont aujourd'hui. De ce fait, en cas de retournement de la conjoncture, il est peu probable que la hausse de la prime de risque puisse être compensée par une baisse du coût de l'argent.

Faut-il fuir les obligations ?

Generali Investments vient de publier une étude relative aux perspectives des marchés obligataires au cours des cinq prochaines années.

Les fondamentaux de la valorisation d'une obligation

Contrairement aux autres instruments financiers, les obligations offrent (à l'exception du risque de défaut) un rendement prédéfini durant toute leur existence. Les flux de revenu futurs peuvent être calculés au moment de l'émission. En cas de hausse des taux, la baisse de la valeur de l'obligation que celle-ci occasionne mécaniquement est partiellement contrebalancée par le fait que le taux de réinvestissement des coupons s'accroît.

La convergence vers la valeur faciale (les obligations sont remboursées à leur valeur faciale) peut avoir un effet positif ou négatif. Compte tenu de la faiblesse des taux à l'heure actuelle, elle a un effet négatif sur tous les indices obligataires analysés car les obligations s'échangent à des cours supérieurs à leurs valeurs faciales et qu'elles provoqueront des pertes en capital à leur échéance.

Quels facteurs vont, selon Generali, faire évoluer les marchés obligataires au cours des cinq prochaines années ?

Trois effets doivent être pris en compte.

Tout d'abord l'évolution du taux sans risque. Il s'agit de la plus ou moins-value provoquée par une variation du taux d'intérêt à un moment donné. Plus la durée de l'obligation est longue, plus l'effet est préjudiciable.

La « migration » du crédit ensuite. La notation moyenne des obligations d'entreprise « Investment Grade » (IG) a fortement baissé depuis plusieurs années. Cette dégradation implique une probabilité de défaut plus élevée, un creusement des écarts de taux et, éventuellement, des pertes en capital. Cette tendance négative devrait se poursuivre, mais à un rythme plus lent. La marge de manoeuvre pour un nouvel abaissement des notations semble limitée.

La migration du crédit grèvera légèrement les perspectives de rendement pour les obligations d'entreprise IG libellées en dollars et en euros. En revanche, elle aura un effet positif sur les obligations à haut rendement.

Le risque crédit enfin. L'hypothèse d'événements de défaut sur les emprunts d'État « majeurs » et les dettes d'entreprise IG est quasiment nulle. En revanche, le risque est élevé pour les dettes des marchés émergents et significatif pour les obligations d'entreprise à haut rendement.

Les résultats de l'étude de Generali Investments

Les rendements des emprunts d'État devraient augmenter de manière modérée au cours des prochaines années et la hausse devrait être plus prononcée en zone euro qu'aux États-Unis. Pour autant, les taux des Bunds à long terme se maintiendront à un niveau nettement inférieur à la moyenne de long terme. La courbe des taux devrait rester plutôt plate aux États-Unis et dans la zone euro. La conjoncture est très favorable aux actifs à haut rendement.

Les primes de risque sur les obligations d'entreprise et sur les obligations des marchés émergents devraient s'accroître modérément. La conjoncture macroéconomique globalement satisfaisante, les politiques accommodantes des banques centrales et la faiblesse des taux continueront d'alimenter une forte demande pour les obligations à haut rendement. La propension des investisseurs à investir dans des actifs obligataires spéculatifs pour percevoir une prime de rendement devrait continuer à prévaloir. Par ailleurs, les bilans des entreprises semblent solides dans l'ensemble. La dépréciation attendue du dollar et la vigueur de l'économie mondiale concourront également à maintenir sous contrôle les taux d'intérêt sur la dette des marchés émergents.

Les taux de rendement resteront faibles (voire négatifs dans certains cas). Le taux d'intérêt des coupons est la composante la plus importante. Il diminuera avec le temps à mesure que les obligations portant des coupons élevés arriveront à échéance et seront remplacées par des obligations portant des coupons plus faibles. Cela est moins vrai pour les obligations d'entreprise car les écarts de taux devraient se creuser légèrement, ce qui compensera l'arrivée à échéance des obligations assorties de coupons plus élevés. Par conséquent, les flux de revenu provenant des futurs coupons ne devraient pas beaucoup diminuer.

Quels seront les gagnants (et les perdants) ?

En devise locale, ce sont les obligations souveraines des marchés émergents libellées en dollars qui devraient produire le rendement annuel le plus élevé (+ de 3 %) grâce à un rendement élevé du coupon. C'est certes beaucoup moins que l'an dernier, mais cela est suffisant pour offrir un rendement total positif aux investisseurs de la zone euro.

Les emprunts d'État américains et les obligations d'entreprises américaines se classent en deuxième position. Globalement, les obligations libellées en dollars devraient offrir un rendement annuel positif dans les prochaines années. Toutefois, pour les investisseurs de la zone

euro, ce rendement sera fortement réduit à cause du coût de couverture du taux de change.

Les obligations libellées en euros signeront de piètres performances. Les investisseurs sont en train de prendre les bénéfices réalisés lors du dernier rallye, dans un contexte caractérisé par des taux de rendement historiquement bas. Seules les obligations d'entreprise à haut rendement de la zone euro devraient produire un rendement total positif, mais faible, grâce à un revenu de portage toujours acceptable. La classe d'actifs la moins performante sera probablement celle des emprunts d'État allemands. Après la hausse enregistrée cette année, les obligations italiennes sont peu susceptibles de générer un rendement total positif car le léger creusement de l'écart de taux, conjugué à la lente baisse des taux de rendement sous-jacents, provoquera des pertes en capital.

Investir sur le marché monétaire ne sera pas la solution pour les investisseurs obligataires de la zone euro. Bien entendu, les instruments du marché monétaire sont fondamentalement sûrs et insensibles aux hausses de taux, mais le coupon négatif maintiendra le rendement total en territoire négatif. Investir dans des instruments du marché monétaire se traduira à coup sûr par des performances négatives (même dans le cas peu probable d'une nouvelle baisse des taux sans risque).

Enfin, il sera très difficile pour les investisseurs obligataires de ne pas perdre l'argent qu'ils auront investi. Les meilleures années sont passées. Pire encore, dans un scénario alternatif de récession, il y a fort à parier que les actifs obligataires seraient incapables d'offrir le même degré de protection aux portefeuilles que par le passé.

Pour plus d'informations :

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : info@maubourg-patrimoine.fr