

## Rentrée : 5 stratégies à privilégier sur les marchés obligataires

03 septembre 2021

<https://lazardfreresgestion-tribune.fr/rentree-5-strategies-a-privilegier-sur-les-marches-obligataires/>



### Analyse

Deux tendances s'affrontent sur les marchés obligataires en cette rentrée 2021. D'une part, la hausse de l'inflation et la vigueur de l'emploi aux États-Unis incitent la Fed à réduire ses achats d'actifs plus tôt que prévu. D'autre part, la propagation du variant Delta plaide en faveur d'un soutien monétaire prolongé, impliquant un maintien des taux bas. Face à l'incertitude, les investisseurs ont tout intérêt à diversifier leurs placements pour profiter de plusieurs moteurs de performance sur les marchés obligataires. Voici les 5 stratégies que nous privilégions.

#### 1/ Le « High Yield »

La baisse des rendements observée sur les marchés au cours de l'été a fait revenir le problème des taux négatifs sur le devant de la scène. Les emprunts d'État allemands s'échangent de nouveau à taux négatifs sur presque toutes les échéances (de 1 mois à 20 ans). De même, l'OAT française à 10 ans est revenue sous le seuil de 0% depuis le 15 juillet. Quant aux bons du Trésor américains, leurs rendements s'avèrent

largement inférieurs à l'inflation. Le choix de la sécurité se paie donc cher pour les investisseurs, et leur assure souvent un investissement à perte. Pour cette raison, le premier réflexe doit être de trouver du rendement sur des segments de marché moins sécurisés, mais mieux rémunérés. Tel est le cas des titres à haut rendement (« High Yield »), notamment émis par des entreprises, plutôt que par des Etats. Sur ce segment de marché, les opportunités restent nombreuses, en contrepartie d'un risque certes plus élevé, mais modéré. Rappelons en effet que le taux de défaut (non-remboursement) des entreprises de catégorie « High Yield » ne devrait atteindre que 2% en 2021 sur le continent européen selon Moody's, ceci malgré le contexte des restrictions sanitaires. Le surplus de rendement qui caractérise ce segment, associé à une sélection attentive des titres, permet de couvrir aisément ce risque.

## **2/ Les dettes subordonnées financières**

Dans le même esprit que le High Yield, les obligations subordonnées financières offrent un surplus de rendement attractif en contrepartie d'une volatilité plus forte. Ces titres, émis par des banques de la zone euro, ont pour caractéristique d'être moins sécurisés que les dettes « senior » en cas de défaut de l'émetteur. La plupart des banques de la zone euro gardent cependant un risque de défaut très faible, en particulier dans l'actuel contexte de reprise économique soutenue par la BCE. Les subordonnées financières offrent ainsi l'un des meilleurs couples rendement-risque du marché obligataire. Les titres les plus intéressants se trouvent notamment du côté des banques de taille modeste, qui bénéficient d'une amélioration de leur qualité de crédit depuis un an. Sans oublier, bien sûr, les banques en situation de « recovery » (en Allemagne par exemple) et les établissements bénéficiant de l'actuel mouvement de consolidation (fusions) qui s'observe en Espagne, en Italie ou encore en Irlande. Les banques absorbées par des entités plus grandes peuvent ainsi bénéficier d'une amélioration de la notation de leurs titres subordonnés.

## **3/ La dette émergente**

Autre stratégie pertinente : diversifier son allocation en se tournant vers les marchés émergents. Ceux-ci présentent plusieurs avantages, à condition d'être sélectif. Les obligations émergentes, émises par des États ou des entreprises, sont associées à des rendements nettement plus élevés qu'en Europe. En se couvrant contre les variations de change face à l'euro, les dettes d'entreprises des pays émergents offrent un rendement moyen de plus de 4% par an sur le segment High Yield<sup>1</sup>. Ces rendements sont certes associés à des risques plus élevés (inflation plus forte dans les pays émergents), mais sans rapport avec l'image que l'on s'en fait. À titre d'exemple, le taux de défaut sur les dettes émergentes High Yield est attendu autour de 1% cette année<sup>2</sup>, contre 2% dans les pays développés<sup>3</sup>. Et pour cause : les entreprises High Yield des pays émergents s'avèrent deux à trois fois moins endettées que leurs homologues occidentales<sup>2</sup>. Attention toutefois à certains risques spécifiques liés à cette classe d'actifs (politique de la Chine, risques sanitaires liés à une faible vaccination). La dette émergente a pour l'instant sous-performé depuis le début d'année et doit rester intégrée en proportion modérée dans un portefeuille diversifié.

## **4/ Obligations américaines indexées à l'inflation**

Enfin, la hausse des prix à la consommation aux États-Unis (+5,4% sur 12 mois en juillet 2021) offre des opportunités sur le segment des obligations indexées à l'inflation. Les « TIPS » (*Treasury Inflation-Protected Securities*), émises par l'Etat américain, voient en effet leur valeur progresser lorsque

l'inflation augmente. Au cours du premier semestre 2021, ces titres ont connu un vif succès sur les marchés, et peuvent rester pertinents dans le contexte actuel. Attention toutefois au risque de « normalisation » de l'inflation : un tassement de l'indice des prix à la consommation constituerait un scénario adverse pour les détenteurs de ces titres. D'où l'importance de n'allouer qu'une petite partie de son allocation à cette stratégie, dans l'idée de protéger son portefeuille contre le scénario d'une hausse prolongée de l'inflation américaine.

## **5/ Opter pour une duration faible ou négative**

Plus généralement, immuniser un portefeuille contre la hausse de l'inflation passe par le choix d'une faible sensibilité aux variations de taux. Il est donc intéressant d'opter pour des titres de duration courte, c'est-à-dire dont l'échéance de remboursement est relativement proche. Pertinente sur le segment Investment Grade (titres les plus sûrs, très sensibles au risque de hausse des taux), cette stratégie est également intéressante sur le segment High Yield où les rendements à capter restent plus élevés et où la classe d'actifs est déjà, par nature, moins sensible à une hausse des taux d'intérêt. Enfin, certains fonds peuvent opter pour une duration négative : cette pratique revient à faire un pari baissier sur la valeur des titres en circulation. Dès lors, l'investisseur devient bénéficiaire en cas de remontée des taux, au lieu d'être pénalisé. Cette approche a gagné en popularité au cours des dernières années dans le secteur de la gestion d'actifs, et peut être mise en œuvre aussi bien dans des fonds purement obligataires que dans des fonds mixtes « multi-assets » diversifiés en actions et en obligations.

Ces différentes stratégies s'avèrent complémentaires et permettent, ensemble, de construire un portefeuille diversifié dans le but de tirer parti des meilleures opportunités du marché.

<sup>1</sup> Source : Bloomberg.

<sup>2</sup> Source : JP Morgan.

<sup>3</sup> Source : Moody's.

*Article rédigé en date du 31 août 2021. Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS. LAZARD FRERES GESTION – S.A.S au capital de 14.487.500€ – 352 213 599 RCS Paris 25, RUE DE COURCELLES – 75008 PARIS*