

# IDÉES GESTION TAUX /// Décembre 2012

## Taux bas et performances obligataires

### POINTS CLES

- Performances élevées sur l'ensemble des marchés obligataires en 2012, malgré les niveaux de taux actuariels faibles
- L'action de la BCE a été déterminante dans la diminution des risques extrêmes : risque bancaire systémique et risque de sortie de l'Euro
- L'environnement cyclique a favorisé le crédit, et notamment le *high yield*
- Réglementation : aménagements favorables aux marchés obligataires

Les performances observées sur les marchés de taux en 2012 peuvent sembler incompatibles avec le niveau actuel des taux actuariels en Zone Euro. Il existe pourtant des raisons profondes, liées à la politique de la BCE, au contexte macro-économique et l'environnement réglementaire, à la réévaluation des marchés de taux.

#### Rendement et performance

Le taux actuariel est la mesure la plus répandue de la performance à attendre d'une obligation. Ce calcul n'est pourtant valide qu'à maturité et suppose une structure par terme de taux plate, autrement dit que l'investisseur réinvestit les coupons au taux initial, ce qui est irréaliste. Le plus souvent, l'horizon de l'investisseur est très différent de la maturité. La performance dépend alors du portage et de la variation de prix sur l'intervalle considéré. La sensibilité du titre aux mouvements de courbe est plus forte pour un titre plus long ou à coupon plus faible. La modification des anticipations de taux induira un ajustement immédiat du prix de l'obligation. De la même façon, lorsque la perception du risque de crédit s'améliore, le *spread*, qui dépend du recouvrement anticipé et de la probabilité de défaut, se réduit. Cela se traduira par une surperformance de l'emprunt risqué.

#### Performances à deux chiffres en 2012

La performance des marchés obligataires en 2012 est remarquable par son homogénéité.

Malgré le défaut grec de mars 2012 et la forte dégradation de la situation en Espagne, les emprunts d'Etats de la Zone Euro ont progressé de 10,3% depuis le début de l'année (au 4 décembre 2012). Les marchés du crédit ont connu une performance plus élevée encore. La diminution du risque systémique, après le net regain de tensions sur les marchés interbancaires au 4T11, a fortement bénéficié à la dette des institutions financières. **Les obligations sécurisées ont offert une performance globale de 10,6% depuis le 31 décembre 2011.** La réduction des risques extrêmes a soutenu l'ensemble des titres bancaires, parfois au détriment de l'actionnaire compte tenu de la pression réglementaire en matière de ratios de fonds propres. Dans le secteur non-financier, la priorité donnée à l'assainissement des bilans crée un effet rareté sur le marché des obligations privées. L'offre réduite de papier a contribué cette année à une performance de 9 à 11% suivant les secteurs. Le *high yield* est sans doute un cas particulier. Avec des taux de défaut sur 12 mois sous les 3%, **le rendement total du *high yield* dépasse les 20% en 2012.**

#### L'influence majeure de la BCE : la réduction des risques bancaires extrêmes

Il est indéniable qu'un changement de perspectives majeur s'est opéré à l'arrivée de Mario Draghi à la présidence de la BCE. L'ampleur de la crise de liquidité engendrée par le resserrement monétaire hasardeux du printemps 2011 puis la forte tension des *spreads* souverains durant l'été laissaient peu

de doute sur la nécessité d'un assouplissement monétaire. La mise en place d'opérations de prêts illimités à 36 mois a écarté le risque d'instabilité financière que faisait peser le mur de refinancement bancaire au 1T12. Cette mesure de la BCE est inédite. Le rôle de la Banque Centrale est généralement d'assurer la liquidité des banques et non de se substituer au marché obligataire pour le financement des institutions à moyen terme. La demande de prêts des banques totalisera 1000mds € sur les deux opérations, suffisamment pour entrevoir un dégonflement des *spreads* interbancaires sur les maturités courtes et modifier sensiblement l'équilibre offre-demande sur le marché obligataire. La révision à la baisse des perspectives d'émissions a ainsi contribué à resserrer les *spreads* des banques. **L'éloignement du risque financier systémique est également manifeste** dans la repentification de la structure par terme des *swap spreads* et la performance des titres de dette subordonnée, qui tendent à amplifier le caractère asymétrique de la classe d'actifs crédit.

### Critères d'éligibilité des actifs en repo et liquidité des marchés

L'assouplissement des critères d'éligibilité des titres postés en garantie des prêts de la Banque Centrale a joué un rôle essentiel. Après l'ajout des créances bancaires sur la base de critères établis par les Banques Centrales nationales, plus de 800 institutions ont pu participer au LTRO de février 2012. Ce type de collatéral actuellement en pension à la BCE représente une valeur de 621mds €, après valorisation et décote (source : BCE, au 30 juin 2012). Les banques ont donc pu financer une partie de ces actifs rendus totalement illiquides par le manque d'activité sur les marchés de titrisations. En outre, l'implication de la BCE sur le marché des *asset-backed securities* (ABS) est sans précédent. La Banque détient en collatéral l'équivalent de la moitié du marché des ABS européens (soit près de 407mds € après décote, ou environ 450mds € en valeur nominale). Les *covered bonds* comptent pour l'équivalent de 423mds € de collatéral (un quart du marché). La BCE est également intervenue directement à l'achat sur les marchés primaires et secondaires d'obligations bancaires sécurisées. Le CBPP2

a facilité les émissions de *covered bonds* par les institutions financières. Les achats de 16mds € entre novembre 2011 et octobre 2012 ont soutenu la demande de sorte que les montants d'intervention de la BCE ont finalement été inférieurs à la capacité annoncée du programme (40mds €). **En conclusion, la BCE a grandement facilité la gestion du passif bancaire, ce qui explique en grande partie la surperformance des financières.**

### L'OMT : assurer l'irréversibilité de l'Euro

Parallèlement, la politique de taux d'intérêt a ancré les rendements à des niveaux très bas. Les prêts illimités de la BCE ont provoqué un excès de liquidité interbancaire de l'ordre de 800mds € au plus haut du mois de mars. L'abondance de trésorerie a bénéficié en premier lieu aux échéances courtes des courbes d'emprunts des Etats les mieux notés. Le rendement allemand à 2 ans est ainsi tombé en territoire négatif. La compression des *spreads* AAA/AA courts est aussi le fait des flux acheteurs des Banques Centrales étrangères, davantage sensibles à la liquidité et la qualité de crédit qu'au rendement de leurs réserves de change. Cet effet s'est encore accentué avec la baisse du taux de dépôt à 0% en juillet. Les taux réels sont désormais négatifs pour des maturités supérieures à 10 ans en Zone Euro, comme d'ailleurs au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis. Les intervenants se sont vus contraints d'investir. La recherche de rendement a indéniablement contribué à l'écrasement des *spreads* sur la plupart des segments du marché obligataire.

Cependant, la réduction des taux ne s'est pas transmise uniformément au sein de la Zone Euro. Le marché de la dette souveraine reste segmenté entre un marché de taux (AAA/AA, agences et émetteurs supranationaux) et un marché de crédit souverain. En effet, la persistance de primes de risque souverain (italien, espagnol notamment) excessives au regard des fondamentaux traduit un risque de redénomination contraire à l'engagement de la BCE d'assurer l'irréversibilité de l'Euro. En annonçant, fin juillet, un programme d'achat de dettes souveraines illimité, la Banque a provoqué une nette détente des *spreads* espagnols et italiens sur les maturités ciblées par l'OMT (1 à 3 ans). **Une nouvelle fois, la promesse d'accroître la provision de liquidités au système financier, a permis une forte amélioration des conditions de marché.**

## La dimension cyclique

Les marchés obligataires sont favorisés par l'environnement de croissance faible. Le fléchissement de la demande mondiale en 2012 a incité les entreprises non-financières à réduire leurs investissements et, par conséquent, à donner la priorité à l'assainissement des bilans. Cet effet est d'autant plus important que certains émetteurs privés subissent la pression du marché et des agences de notation sur leur souverain de référence. Or l'amélioration de la qualité des bilans se traduit en premier lieu par un transfert de valeur de l'actionnaire (rémunéré par la croissance) vers le créancier. L'augmentation des *free cash-flows* réduit l'offre de papier et les primes à l'émission, notamment pour les échéances les plus courtes (CP). Il n'est pas rare d'observer des *spreads* d'émetteurs privés plus faibles que ceux du souverain de référence. Ceci est également la conséquence du défaut grec et de la segmentation du marché de la dette souveraine évoqués plus haut.

Par ailleurs, la rechute de l'économie est liée aux plans d'austérité budgétaire, à l'inverse des crises de 2002-2003 puis 2008-2009 dues à des excès d'endettement privé. Il est intéressant de noter que les taux de défaut sont restés remarquablement stables et faibles depuis 2 ans. Le taux de défaut des émetteurs de la Zone Euro notés en catégorie spéculative est de 2,53% sur l'année écoulée (octobre 2012). Aux Etats-Unis, le taux défaut sur 12 mois est plus élevé à 3,44% mais également inférieur à la moyenne de long terme de 4,5%. Le segment spéculatif du marché obligataire privé poursuit son développement en attirant des émetteurs de bonne qualité contraints par le rationnement du crédit bancaire. La profondeur du marché a donc eu tendance à s'accroître. Dans ce contexte, **les *spreads* du *high yield* ont largement compensé le risque de défaut encouru.** La prime de risque du *high yield* s'est donc dégonflée à la fois sous l'effet de la recherche de rendement mais également pour des raisons fondamentales liées à la faiblesse des taux de défaut.

## Un environnement réglementaire plus favorable

Malgré l'incertitude sur la date de mise en application des nouvelles réglementations dans les secteurs de la banque (Bâle III) et de l'assurance (Solvabilité II), il est probable que des tendances de fond soient déjà à l'œuvre sur le marché de taux.

Le traitement de la crise par les européens a, jusqu'à présent, omis d'envisager une solution européenne au problème bancaire. Cela contribue fortement à la perception négative du crédit de l'Etat espagnol. Le projet d'union bancaire est une évolution importante qui permettra de casser cette spirale négative liant le risque bancaire local et le souverain. En outre, les tests de résistance des banques n'imposeront plus de valoriser la dette souveraine à sa valeur de marché. En 2011, le *mark-to-market* de ces actifs avait provoqué des ventes d'obligations d'Etat par les banques à hauteur de 284mds € entre octobre 2010 et novembre 2011. La suspension de cette exigence a permis aux banques de se repositionner sur les emprunts d'Etat. L'autre volet concerne la liquidité bancaire et la recherche de ressources de financements stables. La pression sur les instruments de taux liquides de maturité courte et les nombreuses émissions de *covered bonds* ont probablement été favorisées par cette réglementation.

Le nouveau cadre de réglementation assurantielle impute un coût en capital à la détention d'actifs, qui dépend notamment de la notation et de la sensibilité du titre. **Cela a sensiblement modifié le profil risque-rendement des actifs du point de vue de l'assureur, principalement au profit du crédit court et au détriment des actions.**

A l'aube de 2013, les conditions restent favorables à la performance de l'obligataire.

**Les marchés de taux ont offert en 2012 une performance élevée malgré des rendements actuariels faibles. Le marché obligataire a fortement bénéficié des mesures d'allègement monétaire de la BCE, de la priorité donnée à l'assainissement des bilans et de la recherche de rendement. Le cadre réglementaire a aussi favorisé l'appréciation des marchés de dette.**

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Natixis Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.