
Crédit investment grade : le point sur la stratégie

Obligations | T1 2020



David Oliphant
Executive Director, Investissements obligataires

Le marché du crédit investment grade (IG) a enregistré des rendements largement négatifs et les spreads se sont sensiblement creusés au cours du premier trimestre, mais les valorisations du marché IG sont désormais bien plus intéressantes qu'en début d'année. Nous avons entamé l'année avec un positionnement prudent de nos portefeuilles IG. Alors que nous examinons une nouvelle fois les valorisations et les politiques appliquées pour faire face à la crise du COVID-19, nous sommes désormais plus optimistes quant aux perspectives futures du marché.

Revue de marché pour le T1

La probabilité d'une récession économique dans de nombreux marchés développés dans le sillage des fermetures économiques et mesures de confinement liées au COVID-19 s'est traduite par un regain d'aversion au risque et des marchés moins liquides, avec à la clé un creusement considérable des spreads de crédit.

Les performances hétérogènes des marchés attestent d'une dislocation. Sur le marché en USD, les spreads se sont élargis, les obligations d'échéance courte enregistrant des résultats particulièrement médiocres tandis que le crédit de qualité supérieure (AAA par ex.) sous-performait la dette moins bien notée, en pourcentage comme en termes ajustés des risques. Sur le plan sectoriel, les segments plus cycliques comme l'automobile, l'énergie, le transport et les loisirs ainsi que les détaillants hors alimentation ont été particulièrement affectés. Les secteurs moins sensibles au cycle économique, tels que les services aux collectivités et les télécommunications, ont pour leur part enregistré de meilleures performances.

Il y a une semaine, dans le sillage de mesures politiques spectaculaires (tant budgétaires que monétaires) dont la rapidité, la portée et l'ampleur ont impressionné les marchés, ces derniers

ont repris des couleurs tandis que les segments affaiblis mentionnés ci-dessus ont été les premiers à enregistrer un resserrement des spreads à l'approche de la fin du mois.

Tout ceci s'inscrit dans un contexte de nouvelles émissions plus nombreuses, de niveaux de souscription corrects et de primes de nouvelle émission attrayantes. La liquidité est bien entendu une arme à double tranchant : les opérateurs qui, il y a une semaine environ, ne pouvaient ou ne voulaient pas acheter d'obligations, rechignent en cette fin de trimestre à proposer des stocks qu'ils pourraient peiner à remplacer.

Activité et perspectives

Les spreads mondiaux se situent désormais à quelque 2,5 écarts-types de la moyenne à long terme (20 ans), contre -0,5 écart-type environ fin 2019.

Parallèlement, les mesures politiques décrites ci-dessus permettront d'atténuer l'impact des interruptions majeures (quoique temporaires) qui paralysent la production économique et l'emploi. Plus précisément, une grande partie de ces mesures prises visent à maintenir les possibilités de crédit ouvertes. Les décideurs politiques souhaitent éviter un choc économique qui se muerait en crise financière. Des mesures telles que les achats directs d'obligations d'entreprises IG par la Réserve fédérale américaine sont pensées pour les spreads de crédit.

Les agences de notation de crédit ont également réagi rapidement, et le spectre de possibles nouvelles dégradations hantera le marché durant les mois à venir. Il convient toutefois de noter que les autorités ont demandé aux banques et à certaines entreprises de suspendre les versements de dividendes ainsi que les rachats d'actions, ce qui soutient le crédit dans un contexte de confinement.

En bref, nous estimons actuellement que les spreads offrent une rémunération généreuse face à la montée du risque de crédit.

Nous avons entamé l'année avec un positionnement prudent au sein de nos portefeuilles

Le montant du risque de crédit, en termes absolus et relatifs, était nettement inférieur à celui observé un an auparavant. Nous avons privilégié les secteurs défensifs de fin de cycle, y compris les infrastructures et les services aux collectivités réglementés ainsi que les entreprises dont la note de crédit s'est améliorée (par ex. AT&T, Verizon, GE, Fidelity National AB InBev Bacardi et Becton Dickenson) dans les segments présentant une cyclicité inférieure.

Alors que nous examinons une nouvelle fois les valorisations et les mesures appliquées en réponse à la crise, nous sommes désormais plus optimistes quant aux perspectives du marché

Il nous semble que les rendements potentiels compensent bien le risque d'investissement. Aux niveaux de spreads actuels, la rémunération offerte par les marchés aux investisseurs est notamment plusieurs fois égale aux niveaux observés lorsque les taux de défaut atteignaient des plus hauts historiques. Nous accentuons par conséquent l'exposition au risque de crédit au sein de nos portefeuilles. Nous avons renforcé le bêta des portefeuilles : alors que nous avons adopté un positionnement prudent en début d'année, le bêta est désormais supérieur à celui de l'indice.

Au vu des conditions de liquidité difficiles, nous avons exprimé ce positionnement via des segments du marché qui nous permettent de nous exposer au risque sans devoir payer le prix fort. Citons par exemple le marché des dérivés de crédit et, plus récemment, de nouvelles émissions aux valorisations intéressantes (par ex. P&G, Microsoft, Intel et AB InBev).

Synthèse de la performance

D'une manière générale, les portefeuilles IG long-only européens et mondiaux ont engrangé de belles performances pour les raisons citées ci-dessus.

Les stratégies britanniques à court terme font en revanche partie des segments moins performants. Nous présentons généralement des niveaux de risque de crédit élevés en raison des caractéristiques propres à ce marché (notamment l'effet « pull to par », à savoir la tendance

du cours d'une obligation à se rapprocher de sa valeur nominale à mesure que l'échéance se rapproche). Le crédit à court terme s'est également distingué par une performance médiocre en termes ajustés des risques, les investisseurs ayant recherché de la liquidité. Les interventions de la Fed ciblent délibérément les obligations d'échéance plus courte ; cette tendance s'est donc quelque peu inversée et le phénomène devrait se poursuivre alors que nous entamons le deuxième trimestre.

La période s'est avérée ardue pour nos stratégies de rendement absolu. Avant le début de l'année, nous avons réduit le risque au sein des portefeuilles pour le ramener à la moitié environ du risque de crédit de notre univers de placement. L'IG mondial a enregistré des rendements totaux de quelque -12% et le haut rendement européen d'environ -14% sur le trimestre : tel est le contexte dans lequel nous avons dû évoluer.

Remarque : toutes les données s'entendent au 31 mars 2020, sauf indication contraire. Source : Bloomberg.



Informations importantes : Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Sauf mention contraire, toutes les données et informations présentées dans ce document émanent de Bloomberg. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs. La valeur des investissements et le revenu qui en découle ne sont pas garantis et peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et être affectés par des fluctuations de change. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Votre capital est exposé à des risques. Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation d'ordre en vue d'acheter ou de vendre un quelconque titre ou tout autre instrument financier, ni une proposition de conseils ou de services d'investissement. Toute action ou obligation spécifique mentionnée ne saurait être considérée comme une recommandation d'investissement. Les analyses contenues dans ce document ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Le présent document inclut des prévisions et notamment des projections relatives aux conditions économiques et financières futures. Columbia Threadneedle Investments, ses dirigeants, représentants ou employés ne formulent aucune attestation, garantie ou assurance quant à l'exactitude de ces prévisions. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.