OBLIGATIONS

Où résident les risques de crédit ? Un conseil : suivez l'offre

November 29, 2017

En 2017, le marché des obligations d'entreprise, y compris le segment du haut rendement, a connu un regain d'intérêt dans le cadre d'une tendance à long terme d'augmentation de l'offre. Ces dernières semaines, toutefois, il a montré quelques faiblesses. Roger Bayston, vice-président senior et directeur du segment obligataire au sein du Franklin Templeton Fixed Income Group, explique pourquoi il estime qu'il faut être prudent dans le contexte d'évolution de la dynamique de marché, mais aussi dans quels secteurs des opportunités se profilent.

Roger Bayston, CFA
Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Franklin Templeton Fixed Income Group

Bien que nous soyons des investisseurs bottom-up, nous devons toujours avoir une vue d'ensemble des thèmes ou événements macroéconomiques susceptibles d'avoir une incidence sur nos investissements. Je voudrais souligner quelques-uns de ces thèmes qui affectent les marchés à l'heure actuelle, incluant l'évolution de la dynamique du marché du crédit et la manière dont la technologie a bouleversé différents secteurs tout en apportant de nouvelles perspectives.

En tant qu'investisseurs, vous devez comprendre à quel niveau se trouvent les risques potentiels ainsi que les rendements possibles. L'un des risques potentiels que nous observons est lié à l'offre. Au cours des 10 dernières années, le marché de la dette américaine « investment-grade » (obligations d'entreprise) a progressé d'environ 4 000 milliards USD.[1] Ce rythme de croissance a même dépassé la croissance du PIB américain au cours de cette période.

Pourquoi cette croissance exceptionnelle a-t-elle affecté le crédit ? Observez les banques centrales.

Depuis la crise financière mondiale, les banques centrales mondiales fournissent de l'argent facile. Les investisseurs ont été incités à investir dans des titres dotés d'échéances plus longues et à encourir davantage de risques liés au crédit à travers l'ensemble du spectre du crédit. C'est logique. Pourquoi un investisseur se contenterait-il des rendements historiquement bas des bons du Trésor, alors qu'il existe une multitude d'opportunités en matière d'obligations d'entreprise offrant une alternative plus attrayante ? Toutefois, je suis d'avis que les investisseurs devraient en tirer une leçon. Pour cibler des émissions potentielles au sein des marchés obligataires, vous devez, selon moi, suivre l'offre. Cette dernière est très riche à l'heure actuelle sur les marchés des obligations d'entreprise.

Nous avons connu des périodes semblables d'offres massives qui ne se sont pas bien terminées. À la fin des années 1990, les entreprises de télécommunications ont émis une dette massive sur le marché pour financer des projets correspondant à l'ère numérique, et bon nombre d'entre elles n'ont pas été en mesure de tenir leurs promesses. Puis, en 2007, nous avons observé l'émergence de problèmes liés aux titres adossés à des hypothèques non gouvernementales, ce qui a conduit à une crise financière majeure. Et plus récemment, en 2015-2016, nous avons vu l'apparition d'une volatilité dans le secteur de l'énergie, sur fond de surabondance de l'offre. Lorsque les cours pétroliers mondiaux étaient élevés et que le gaz de schiste américain tenait ses promesses, les sociétés pétrolières et gazières ont émis de la dette à un niveau considérable. Les cours pétroliers se sont effondrés, et le remboursement de cette dette est devenu problématique.

Par conséquent, concernant les marchés du crédit, nous sommes d'avis qu'il est crucial d'effectuer une recherche fondamentale au niveau de l'émetteur lors de la sélection de titres. En outre, l'analyse de ces plus vastes tendances et catalyseurs potentiels jouera désormais un rôle important dans la gestion des portefeuilles obligataires.

Bouleversements liés à l'innovation technologique

La situation de l'offre à l'heure actuelle n'est peut-être pas un problème en soi, mais nous devons aussi prendre en compte le fait que nous sommes dans une période d'avancée technologique majeure et rapide, souvent source de bouleversements.

Des entreprises, et même des industries entières, ont rapidement disparu. Lorsqu'un changement significatif combiné à une offre massive se profile, il y a des gagnants et des perdants. Selon moi, il est possible que nous observions une augmentation du risque idiosyncratique sur le marché à l'avenir. Je qualifierais cette innovation technologique de disruptive.

Les véhicules autonomes constituent un exemple de bouleversement sur le plan des innovations technologiques. Les constructeurs automobiles américains classiques travaillent dans ce sens, mais peuvent ne pas être à la pointe de cette technologie. Un certain nombre d'entreprises, en particulier en Chine, se consacrent au projet commercial d'établissement d'un réseau de conduite autonome.

En raison du contexte de taux d'intérêt bas outre-Altantique, les constructeurs automobiles américains traditionnels peuvent émettre de la dette pour construire leurs propres réseaux de transport. Mais, en tant qu'investisseurs, souhaiteriez-vous posséder cette dette avec une échéance à 10 ans ? C'est la question que l'on peut se poser. Les entreprises évoluent, elles feront l'objet de restructurations, et les détenteurs d'obligations pourraient ne pas être satisfaits. Toutes les entreprises actuellement dans la course pour participer au développement et contribuer à l'émergence de ces véhicules seront-elles toujours là dans 10 ans ?

Le commerce de détail constitue un autre exemple intéressant. Nous savons comment le commerce en ligne a été à l'origine de l'ébranlement des points de vente physiques. Alors que cela pourrait être favorable pour les investisseurs qui prennent les bonnes décisions, cela pourrait ne pas être positif pour bon nombre de détenteurs d'obligations.

Ce bouleversement technologique n'est toutefois pas totalement négatif. L'innovation est source d'évolutions positives. Elle crée des gains d'efficacité et contribue à contrôler les coûts. Nous allons toutefois assister à l'émergence de gagnants et de perdants.

En juin-juillet 2017, l'Economist Intelligence Unit (EIU) a mené une enquête mondiale auprès de 571 investisseurs institutionnels sur la manière dont ils s'adaptent à l'évolution des conditions de marché.[2] Il m'a semblé intéressant que les personnes interrogées à travers le monde aient cité la volatilité comme inquiétude principale, et que l'enquête ait identifié les « bouleversements technologiques » comme un facteur.

Le récapitulatif des résultats au niveau mondial de l'enquête a établi qu'à la lumière des tendances long terme comme le changement climatique et les bouleversements technologiques, les investisseurs ont identifié un risque de corrélation (49 %)[3]et des risques non financiers tels que le risque géopolitique (45 %) comme les principaux défis pour atteindre les objectifs fixés à long terme, suivis de près par le risque de liquidité (43 %) et la volatilité à court terme (40 %).[4]

Nous avons observé cette vague croissante pour les investissements liés au crédit, qui se sont bien comportés au fil des dernières années, mais je crains que nous ne puissions pas évaluer réellement la situation du fait de l'offre massive du marché et des changements majeurs qui se produisent. Les marchés ont connu une période prolongée de volatilité exceptionnellement basse, et je table sur un certain accroissement de la volatilité au cours de l'année à venir. Nous en observons déjà quelques signes dans le marché du crédit à haut rendement. Pendant les périodes de volatilité accrue, il est important de se concentrer sur les éléments qui favorisent ce mouvement. S'agit-il d'un mouvement à court terme du marché porté par l'actualité pouvant révéler des perspectives, ou existe-t-il un tournant fondamental présentant un risque de perte de principe ?

La politique américaine a suscité beaucoup d'attention dans l'actualité. Tandis que les remous politiques suscitent les gros titres tapageurs et contribuent à la volatilité du marché, ils ne sont principalement selon nous qu'un feu de paille et ne changent pas tellement l'horizon d'investissement fondamental. Bien qu'ils puissent être à l'origine de certaines des variations à court terme qui semblent inquiéter les investisseurs, nous adoptons une approche à plus long terme de la situation. Selon nous, il existe de plus grandes tendances dans l'économie mondiale susceptibles d'influencer davantage les investissements, et cette volatilité à court terme ne devrait pas venir ternir les fondamentaux sous-jacents robustes de l'économie américaine.

Ainsi, lorsque je réfléchis à nos stratégies, j'observe les tendances macroéconomiques, incluant l'offre et les bouleversements en question, le risque idiosyncratique, le niveau où pourraient se situer les gagnants et les perdants, et la façon dont nous pourrions mettre nos connaissances à profit en vue de générer de l'alpha.[5] Nous tentons de déceler des opportunités que nos clients ne seraient pas en mesure de trouver eux-mêmes.

Les commentaires, opinions et analyses du présent document sont communiqués à titre d'information uniquement ; ils ne sauraient être considérés comme un conseil d'investissement individuel ou comme une recommandation d'investir dans un quelconque titre ou d'adopter une quelconque stratégie d'investissement. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

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 en cas de perte due à l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis par les 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.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Recevez directement toutes les perspectives de Franklin Templeton Investments. Abonnez-vous au blog Beyond Bulls & Bears.

Pour des informations abrégées sur l'investissement, suivez-nous sur Twitter @FTI_Global et sur LinkedIn.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale. Les prix des obligations évoluent généralement dans le sens opposé des taux d'intérêt. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur des obligations détenues au sein d'un portefeuille peut reculer et la valeur des parts peut diminuer. La valeur d'une obligation peut varier en fonction de l'assise financière de son émetteur ou de sa note de solvabilité. Les prêts à taux variable sont des instruments à plus fort rendement et de qualité plus faible, qui présentent un risque de défaut accru et peuvent donner lieu à une perte du principal. Ces instruments présentent un risque de crédit plus important que les titres investment grade.

[1]Source : Morgan Stanley Research, Dealogic, novembre 2017.

[2]Source : Enquête menée auprès de 571 investisseurs institutionnels d'Amérique du Nord, de l'EMEA et de la région Asie-Pacifique par l'Economist Intelligence Unit (EIU) en juin-juillet 2017. L'EIU détenait le contrôle éditorial final de l'enquête et, pour éviter toute ambiguïté, n'était pas contrainte de se conformer aux observations de Franklin Templeton Investments, qui a parrainé l'enquête.

[3] La corrélation détermine la mesure dans laquelle deux investissements évoluent en tandem. La corrélation est comprise entre 1 (corrélation positive parfaite, dans laquelle deux éléments ont évolué historiquement dans la même direction) et -1 (corrélation négative parfaite, dans laquelle deux éléments ont évolué historiquement dans des directions opposées).

[4] Source : Enquête menée auprès de 571 investisseurs institutionnels d'Amérique du Nord, de l'EMEA et de la région Asie-Pacifique par l'Economist Intelligence Unit (EIU) en juin-juillet 2017. L'EIU détenait le contrôle éditorial final de l'enquête et, pour éviter toute ambiguïté, n'était pas contrainte de se conformer aux observations de Franklin Templeton Investments, qui a parrainé l'enquête.

[5] L'alpha est une mesure corrigée du risque de la valeur qu'un gérant de portefeuille ajoute ou soustrait à la performance d'un compartiment.

© 2017. Franklin Templeton Investments. All rights reserved.