

La Gestion passe au crible les marchés monétaires et obligataires

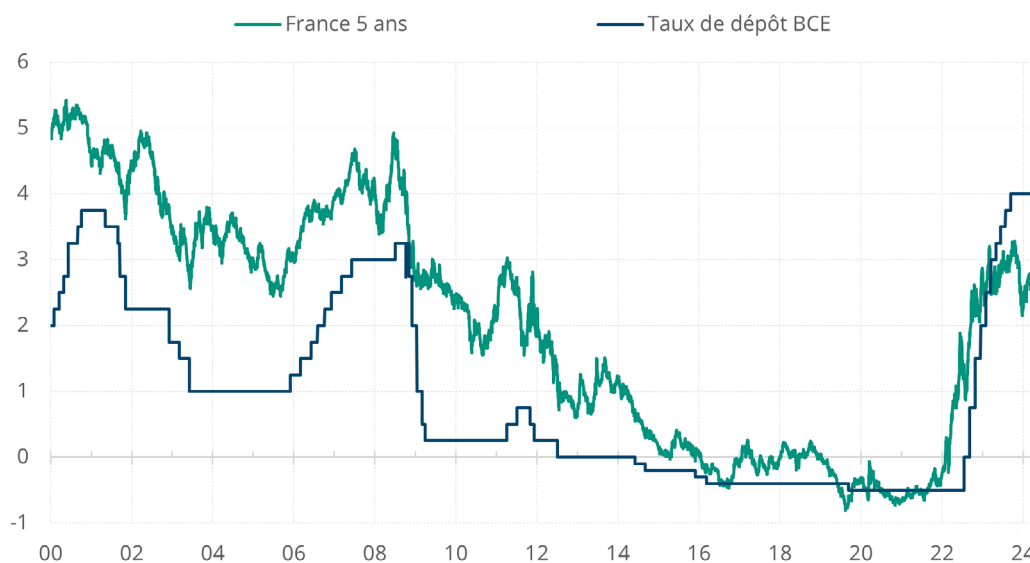
Achévé de rédiger le 6 juin 2024

Depuis ces deux dernières années, les marchés de taux ont retrouvé des niveaux de rendements attractifs. Pouvez-vous nous en expliquer les raisons ?

En effet, depuis 2022 les marchés de taux ont connu un véritable changement de paradigme, notamment sous l'impulsion des banques centrales qui ont mené des politiques monétaires restrictives pour faire face au contexte fortement inflationniste. Dans les faits, cela s'est traduit par des hausses de taux directeurs importantes et rapides ainsi qu'une réduction de la liquidité injectée dans les marchés. Par exemple, en zone euro, la Banque centrale européenne a augmenté ses taux directeurs de 450 points de base (pb) de juillet 2022 à septembre 2023 passant ainsi le taux de dépôt de -0,50% à +4,0%. Cela s'est répercuté sur l'ensemble des rendements obligataires quel que soit le type d'émetteur ou de maturité, avec tout de même des amplitudes différentes.

Actuellement, on peut prêter à l'État français avec un taux supérieur à 2,6% sur une maturité 5 ans, bien éloigné des taux négatifs que nous avons de 2019 à début 2022. La hausse a également été spectaculaire sur le marché monétaire (*cf. partie à moins d'un an du graphique ci-dessous*) dont les rendements très négatifs avaient tenu les investisseurs à l'écart. Aujourd'hui, on peut y trouver assez facilement des taux proches de celui de l'€STR (taux de référence du marché monétaire) à 3,90%.

Évolution du taux français 5 ans et du taux de dépôt de la BCE (en %)



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Pensez-vous que ce niveau élevé de taux d'intérêt va se maintenir dans la durée ?

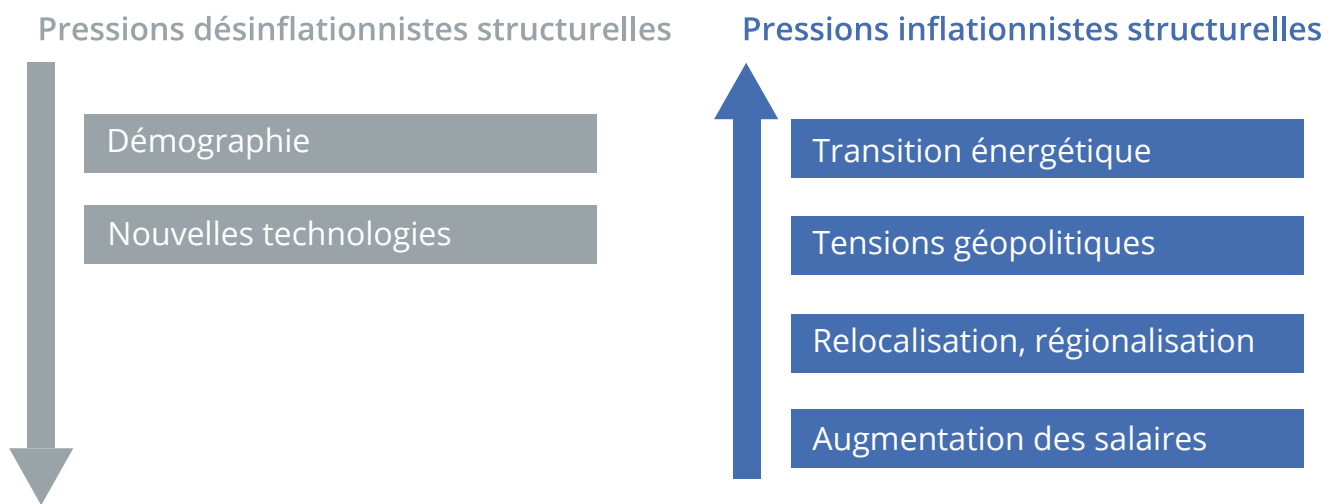
Le cycle de hausse des taux directeurs est à priori derrière nous, désormais le marché attend des baisses sur les mois à venir. Néanmoins, l'ampleur et le rythme de celles-ci sont hautement incertains et potentiellement très différents d'une zone géographique à l'autre.

Par ailleurs, comme nous l'évoquons depuis plusieurs trimestres dans nos Perspectives Économiques et Financières (PEF), les pressions inflationnistes structurelles nous paraissent prépondérantes même s'il existe bien des pressions désinflationnistes.

Concernant les pressions déflationnistes, on identifie notamment le recul tendanciel de la population qui va réduire la demande agrégée ou encore les nouvelles technologies, avec par exemple l'impact encore difficile à appréhender de l'Intelligence artificielle.

Les pressions inflationnistes sont, elles, alimentées par plusieurs facteurs :

- La transition énergétique : la réglementation liée au carbone et le mix énergétique seront plus coûteux.
- Les tensions géopolitiques : un élément qui s'est renforcé avec le conflit en Israël, et ses impacts sur le transit maritime en mer Rouge.
- Le phénomène de régionalisation et de relocalisation : avec la volonté de reprendre le contrôle de certains secteurs stratégiques impliquant des coûts plus élevés.
- Ou encore la persistance des difficultés de recrutement.



Ces arguments militent pour une inflation qui resterait élevée pendant un moment et potentiellement supérieure à la cible des 2%. En conséquence, les banques centrales devraient conserver une politique monétaire restrictive et donc maintenir des taux relativement élevés.

Quels éléments pourraient amener les banques centrales à assouplir leur politique monétaire ?

Les banques centrales sont là pour garantir la stabilité des prix, mais elles doivent également préserver la stabilité financière. Deux éléments nous paraissent susceptibles de mettre à mal cette stabilité et donc d'obliger les banques centrales à assouplir leur politique monétaire : d'une part, la santé du système bancaire, d'autre part, le financement massif des États.

1. La santé du système bancaire :

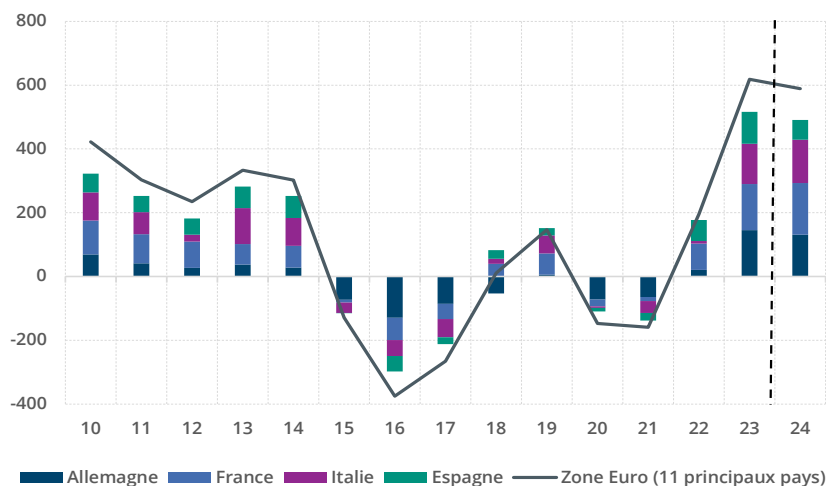
Jusqu'à présent, aussi bien la Fed que la BCE ont maintenu le rythme de baisse de leur bilan. La réduction de la liquidité générale du marché que cela induit, peut découler sur des problèmes de liquidités pour certains acteurs bancaire et sur des tensions du financement interbancaire. C'est ce qui avait contraint la Fed en 2019 à arrêter la réduction de son bilan. Et c'est à nouveau ce qui est apparu dans le cas de Silicon Valley Bank en mars 2023. Il suffit de quelques acteurs concernés pour que la confiance disparaisse et que le système entier soit ébranlé et remis en cause.

Le système bancaire fait donc porter des risques non négligeables à la stabilité financière et cela constitue une première limite à la poursuite des politiques restrictives des banques centrales.

2. Le financement des États :

Des deux côtés de l'Atlantique, nous constatons des besoins de financement records de la part des États. Cet endettement toujours plus élevé se fait principalement par de fortes émissions obligataires. En zone euro, les besoins de financement sont très importants. Pour 2024, les émissions nettes s'élèvent à plus de 400 Milliards € sur l'ensemble de la zone euro. Et si la BCE met en place son resserrement quantitatif, ce sont 200 Milliards € supplémentaires qui devront être absorbés par les autres investisseurs, soient plus de 600 Milliards € au total, un niveau comparable à celui de 2023, mais historiquement élevé. Les États doivent donc trouver de nouveaux acheteurs pour prendre le relai des banques centrales. Ainsi, une offre plus abondante peut exercer des pressions haussières sur les taux d'intérêt souverains et notamment sur les parties longues des courbes de taux. Dans ce contexte, les banques centrales pourraient manquer de marges de manœuvre et être contraintes de réduire leur politique de non-réinvestissement en ralentissant le rythme de baisse des bilans.

Emissions nettes* des pays de la zone euro, nettes des réinvestissements de la BCE** (en Md €)



* Obligations souveraines hors bons du Trésor - Estimation pour 2024

**Sous l'hypothèse d'une réduction des réinvestissements du PEPP de 7,5 Mds€ par mois à partir du S2 2024

Sources : Covéa Finance, BNP Paribas

Dans ce contexte quelles sont les opportunités d'investissement sur ces classes d'actifs ?

Concernant les opportunités sur les États, après la forte hausse des taux, les dettes souveraines proposent des taux d'investissements attractifs sur toutes les maturités. En 2022, les taux ont monté de plus de 300 points de base, on peut donc penser que la plus grande partie du chemin est faite. Ainsi, en ce moment, vous pouvez prêter à l'État français à 10 ans à environ 3%, des niveaux que nous n'avions pas connu depuis plus de 10 ans.

Évolution du taux français 10 ans et du crédit euro catégorie investissement (en %)



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

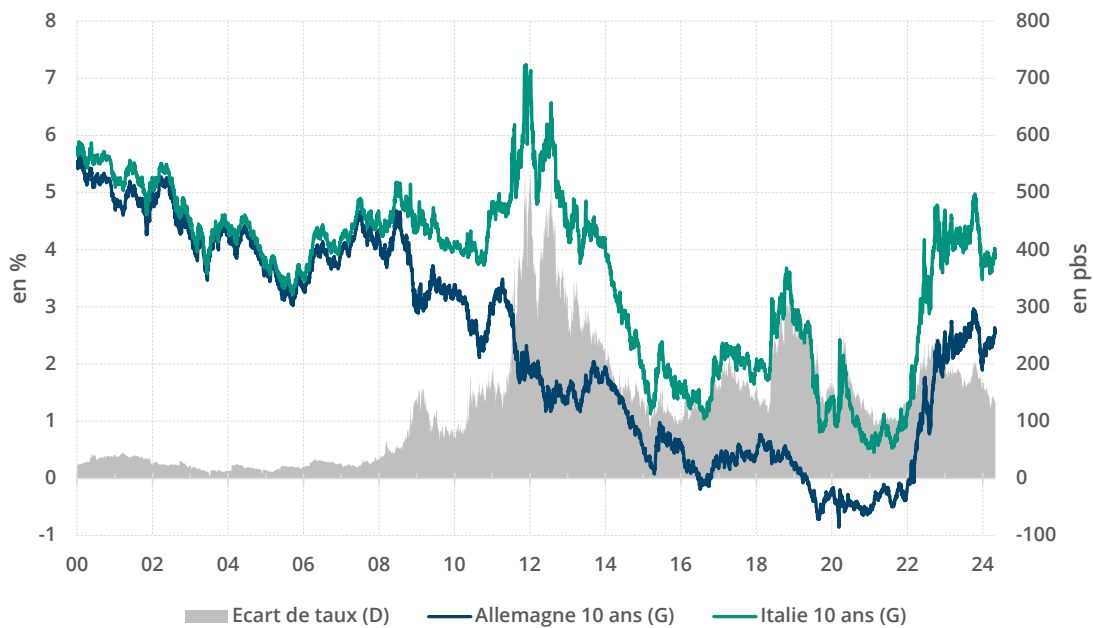
En ce qui concerne les opportunités sur le crédit, de la même façon, la hausse des taux souverains a entraîné la hausse des taux des émetteurs privés. Même si les primes de risques se sont fortement resserrées depuis un an, les taux de rendement restent sur des niveaux supérieurs à la moyenne depuis plus de 20 ans.

Quel est le positionnement global des portefeuilles Taux de Covéa Finance ?

Chez Covéa Finance, notre cœur d'investissement est la zone euro, par conséquent, nous sommes investis sur les États les plus importants de cette zone.

Notre exposition à l'Italie et à l'Espagne varie en fonction de la prime de risque associée. Par exemple, en ce moment, avec un 10 ans italien autour des 3,80% et supérieur au 10 ans allemand de seulement 130 points de base environ, nous considérons que la prime de risque est faible, et sommes donc sous-pondérés sur ce pays.

Évolution du taux italien 10 ans contre le taux allemand



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Sur les émetteurs privés, nous choisissons ceux que nous identifions comme capables de s'adapter aux changements structurels décrits lors de nos Perspectives Économiques et Financières (PEF), par exemple le contexte inflationniste durable, l'importance pour la souveraineté des Etats ou encore l'accès plus difficile aux ressources. Nous sommes particulièrement vigilants sur la structure d'endettement et l'impact de la hausse du coût de la dette sur cette dernière.

Nous privilégions par exemple des émetteurs comme Dassault Système ou Véolia. Ils ont peu de dettes à refinancer dans les prochaines années, des liquidités importantes et ils ont su adapter leur stratégie aux changements structurels.

Cette philosophie de gestion se retrouve dans l'ensemble de nos portefeuilles obligataires quels que soient le niveau de risque et l'horizon d'investissement que ce soit dans Covéa Sécurité ou dans Covéa Obligations.

Concernant ces deux fonds pouvez-vous nous en dire davantage sur leur positionnement ?

Comme expliqué précédemment, nous nous attendons à voir des taux courts élevés pour un moment. Dans ce contexte, les fonds monétaires restent une solution attractive de placement de trésorerie ou de solution d'attente.

Chez Covéa Finance, nous avons un fonds monétaire « standard » en euros : Covéa Sécurité.

Avant tout, c'est un fonds dans lequel nous privilégions une liquidité importante et des sensibilités faibles aux risques de taux et de crédit. Il est investi sur des instruments du marché monétaire et des titres de créances, répondant aux critères de qualité et de prudence, propres à Covéa Finance.

Le portefeuille est majoritairement composé de bons du trésor français, et dans une moindre mesure d'autres pays de la zone euro. Il a une exposition modérée au crédit avec des obligations et des titres de créances négociables. Cela apporte de la diversification et du rendement au fonds.

Les niveaux actuels du marché monétaire européen permettent à Covéa Sécurité d'offrir en taux de rendement interne (TRI) autour de 3,80% hors frais de gestion. Actuellement, ce sont sur ces maturités courtes que les taux sont les plus élevés. Néanmoins, nous gardons en tête que ce TRI serait directement impacté à la baisse dans le cas où la Banque centrale européenne viendrait à diminuer ses taux directeurs.

Le fonds Covéa Obligations pourrait, lui, permettre aux investisseurs de profiter de la performance liée à une baisse des taux quand elle interviendra. Son taux de rendement interne est supérieur à 3% pour une durée de vie moyenne des investissements de 6 ans. Il est actuellement composé principalement d'émetteurs souverains et d'agences, ainsi que de 20% d'émetteurs privés. Il cherche à atteindre une performance supérieure à celle des emprunts d'états de la zone euro entre 5 et 7 ans.

Ce fonds a également des objectifs de financement de la transition écologique et énergétique en aidant les différents acteurs économiques, que ce soient les États, les agences ou les entreprises. Pour cela, il investit essentiellement dans des obligations vertes. L'équipe de Recherche financière et extra-financière s'assure de la bonne allocation des financements.

Actuellement, le fonds détient par exemple une obligation émise par l'Agence Française de Développement qui participe au financement de la ligne 3 du métro du Caire en Egypte, nécessaire pour mieux organiser les déplacements, décongestionner le réseau et dépolluer l'air. Un autre exemple, les obligations EDF, qui financent des projets solaires et éoliens en France, aux États-Unis, au Brésil et au Canada.

A ce propos, Covéa Obligations vient d'obtenir le label Greenfin.

En conclusion

Chez Covéa Finance, nos travaux issus de nos Perspectives Économiques et Financières ainsi que notre gestion collégiale au quotidien, nous permettent de naviguer dans un monde incertain et en perpétuel mouvement. Cela se traduit pour notre gestion obligataire par une approche équilibrée, conciliant opportunités d'investissement et gestion mesurée du couple rendement/risque.

Marie-Edmée de Monts de Savasse
Responsable de l'équipe Gestion OPC Taux



Mathilde Gazier
Gérant OPC Taux



Si vous souhaitez en savoir plus sur nos fonds Covéa Sécurité et Covéa Obligations, cliquez sur le lien de la part qui vous intéresse.

[Covéa Sécurité part A\(C\)](#)
[Covéa Sécurité part G\(C\)](#)

[Covéa Obligations part C](#)
[Covéa Obligations part I\(C\)](#)

AVERTISSEMENT ET MENTIONS LÉGALES

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considérée comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit et pourra faire l'objet de changements sans préavis de notre part. Ce document ne constitue ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Les sources utilisées sont considérées comme fiables, toutefois Covéa Finance décline toute responsabilité quant à une éventuelle inexactitude.

Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Les principaux risques du fonds Covéa Sécurité sont les suivants : risque lié à la gestion discrétionnaire, risque de perte en capital, risque de crédit, risque de taux, risque lié à l'investissement dans des instruments dérivés et/ou titres intégrant des dérivés, risque de contrepartie, risque de durabilité. Les risques cités ci-dessus ne sont pas limitatifs. Pour plus d'information, nous vous invitons à vous référer au DIC et au prospectus du fonds.

Les principaux risques du fonds Covéa Obligations sont les suivants : risque lié à la gestion discrétionnaire, risque de perte en capital, risque de crédit, risque de taux, risque de change, risque spécifique ABS (Asset Backed Securities) et MBS (Mortgage Backed Securities), risque lié à l'arbitrage, risque de volatilité spécifique à la détention d'obligations convertibles, risque actions, risque de contrepartie, risque de liquidité, risque lié à l'investissement dans des instruments dérivés et/ou titres intégrant des dérivés, risque de durabilité. Les risques cités ci-dessus ne sont pas limitatifs. Pour plus d'information, nous vous invitons à vous référer au DIC et au prospectus du fonds.

Avant toute souscription, vous devez vous référer aux derniers DIC consultables sur le site Internet de Covéa Finance : www.covea-finance.fr, sur lesquels figurent la stratégie d'investissement et les risques associés à nos fonds.