

Opportunités sur les marchés obligataires après les nominations au sein des institutions européennes



Didier BOROWSKI
Responsable de la
Macroéconomie



Isabelle VIC-PHILIPPE
Responsable Taux euro et
Inflation



Grégoire Pesquès, CFA
Responsable Crédit
Monde

Les nominations : les nominations de Christine Lagarde à la présidence de la BCE et d'Ursula Von der Leyen à la présidence de la Commission européenne figurent sans aucun doute parmi les meilleurs compromis possibles. Ce sont en effet deux femmes de grande expérience qui sont toutes deux très favorables au renforcement de l'Union européenne. Avec un tel choix, la dimension politique prend manifestement le pas sur la dimension technocratique, ce qui constitue une évolution importante pour les institutions européennes. Il serait toutefois hâtif d'en tirer des conclusions.

Enjeux principaux pour la zone euro : le rôle de la Commission deviendra inévitablement plus politique, les négociations commerciales avec le reste du monde occupant notamment une place centrale. Le cadre financier pluriannuel (CFP) 2021-2027, qui est en cours de négociation, sera capital pour le développement de la zone euro. S'il est peu probable qu'un budget commun avec des propriétés de stabilisation voie le jour, il existe néanmoins un large consensus sur l'Union des marchés des capitaux (UMC). Cette dernière permettrait de mieux orienter l'épargne abondante de la zone euro (l'épargne excédentaire sur les investissements s'élevait à 340 milliards d'euros en 2018) vers des besoins d'investissement concrets tels que la transition énergétique, l'innovation numérique ou le développement des PME. Elle faciliterait également l'ajustement macroéconomique en zone euro.

Enjeux principaux pour la BCE et la politique monétaire : au niveau de la BCE, Christine Lagarde devrait s'inscrire dans la continuité de Mario Draghi. Par ailleurs, lors de la prochaine crise financière, la BCE et les gouvernements devront travailler en étroite coopération. Or Christine Lagarde est déjà rompue au dialogue avec les chefs d'État. Côté monétaire, dans un contexte d'affaiblissement des perspectives économiques en zone euro et de faible inflation, nous pensons que la BCE n'hésitera pas à baisser ses taux directeurs si la Fed baisse fortement les siens et/ou si l'euro se renforce. En conséquence, nous nous attendons à ce que les orientations de la BCE soient modifiées pour mentionner explicitement qu'une baisse des taux est envisageable. Enfin, nous nous attendons à ce que la BCE annonce en septembre un nouveau programme d'assouplissement quantitatif ciblant les obligations d'entreprises. La BCE entend faire « tout ce qui est en son pouvoir » pour éviter une crise en zone euro.

Opportunités pour les investisseurs obligataires : aux niveaux de rendement actuels, les intervenants de marché sont très sensibles à toute annonce d'amélioration économique. Les banques centrales ayant adopté un ton conciliant, nous ne prévoyons pas d'augmentation significative des rendements, mais plutôt une poursuite de la chasse aux primes par les investisseurs. Dans cette perspective, l'Italie ayant évité une procédure pour déficits excessifs (PDE), il pourrait s'avérer très coûteux d'adopter une attitude négative à l'égard de ce pays. Les investisseurs devraient préférer la neutralité et anticiper un aplatissement de la courbe des rendements. Dans la quête de rendements plus élevés, le segment des obligations subordonnées d'entreprises pourrait offrir des primes attrayantes, avec une bonne qualité, un risque de durée faible et une assez bonne liquidité. Nous maintenons que les marchés obligataires continuent d'offrir bon nombre d'opportunités, notamment sur le segment long terme de la dette souveraine, en pariant sur un aplatissement des courbes, le crédit n'étant pas à des plus bas historiques, etc. De plus, si les banques centrales s'impliquaient davantage, la dispersion des spreads dans l'univers des titres de qualité « investment grade » devrait se réduire, ce qui pourrait constituer un argument solide en faveur des facteurs « value » du crédit.

« Les nominations de Christine Lagarde et Ursula Von der Leyen vont dans le sens d'un renforcement de l'Union européenne. »

« La dimension politique a pris le pas sur la dimension technocratique. »

« Il est peu probable qu'un budget commun avec des propriétés de stabilisation voie le jour, mais il existe un large consensus sur l'Union des marchés des capitaux (UMC), ce qui permettrait de renforcer la capacité de résistance de l'économie. »

POINT SUR LES NOMINATIONS

Pensez-vous que ces nominations au sein des instances dirigeantes de l'UE pourront modifier l'équilibre du pouvoir entre les pays et les forces politiques en Europe ?

Les nominations de Christine Lagarde à la présidence de la BCE et d'Ursula Von der Leyen à la présidence de la Commission européenne sont le résultat d'un compromis entre la France et l'Allemagne, qui tient également compte du veto de certains pays sur d'autres candidats. C'est sans aucun doute l'un des meilleurs compromis possibles, car ces deux femmes ont une grande expérience et sont toutes deux très favorables au renforcement de l'Union européenne.

- **Ursula von der Leyen.** En Allemagne, Ursula von der Leyen est le seul ministre à être resté en poste depuis l'arrivée au pouvoir d'Angela Merkel en 2005. Sa présence continue au gouvernement témoigne de sa compétence politique (capacité de compromis, notamment). Ses qualités seront inestimables au vu des divisions en Europe sur certaines questions clés. Ursula von der Leyen a déjà exprimé son soutien pour : (1) la construction des États-Unis d'Europe (sur le modèle de la Suisse, de l'Allemagne ou des États-Unis) avec une meilleure coordination des politiques économiques, et (2) la mise en place d'une armée européenne (un objectif dont elle est consciente qu'il nécessitera plus d'une génération). Son bilan en tant que ministre de la Défense est toutefois très contesté dans sa famille politique.
- **Christine Lagarde.** En ce qui concerne Christine Lagarde, les critiques se font moins vives. Son succès au FMI depuis 2011 a été largement salué après qu'elle ait fait face à la crise de la dette souveraine et à la crise grecque. Son leadership, son pragmatisme et son ouverture d'esprit ont également été reconnus. Toutefois, ses connaissances en termes de politique monétaire sont rudimentaires, de sorte que ses collaborateurs les plus proches joueront un rôle décisif. En revanche, ses compétences en communication ont été unanimement reconnues. Or, c'est là un atout fondamental pour un banquier central de nos jours.

Il ressort clairement de ces nominations que **la dimension politique a pris le pas sur la dimension technocratique**, ce qui constitue une évolution importante pour les institutions européennes, mais il est encore trop tôt pour en tirer des conclusions. Les questions budgétaires devraient revenir au premier plan dans les mois à venir. Le Conseil européen de décembre 2018 s'est fixé comme objectif d'adopter le cadre financier pluriannuel pour 2021-2027 à l'automne 2019, une échéance que le Conseil européen du 21 juin 2019 a différée à « avant fin 2019 ».

ENJEUX POUR LA ZONE EURO ET LA BCE

Quelle direction la Commission européenne pourrait-elle prendre sur les questions importantes pour l'UE ? Quelles seront les principales différences par rapport à la Commission précédente et quels sont les principaux défis ?

« Le rôle de la Commission deviendra inévitablement plus politique, les négociations commerciales avec le reste du monde occupant notamment une place centrale. »

Dans un climat international particulièrement incertain et avec des divergences économiques encore très prononcées entre les États membres, le rôle de la Commission va inévitablement devenir plus politique. Les négociations commerciales avec le reste du monde devraient notamment occuper une place centrale. Les défis sont clairement identifiables, mais les Européens doivent agir vite. Il est en effet probable que la zone euro (ou l'UE) soit confrontée à une récession dans les années à venir, ce qui nécessitera une consolidation de l'architecture économique et financière de la zone afin d'accroître sa résistance aux chocs.

De fait, plus de dix ans après la crise financière de 2008, l'Union monétaire reste divisée entre pays excédentaires et pays déficitaires. Une telle polarisation affaiblit l'investissement public et réduit le potentiel de croissance. La zone euro doit transformer son régime de croissance et réformer son architecture financière. Il s'agit là de la seule façon de relever les défis économiques et environnementaux à moyen et long terme.

Le cadre financier pluriannuel 2021-2027, actuellement en cours de négociation, offre une opportunité unique, car il ouvrira la voie au développement de la zone euro pour la prochaine décennie sur des questions clés (politiques agricole et de cohésion, économie numérique, migration, objectifs climatiques, etc.).

Percevez-vous une volonté nouvelle d'accélérer l'intégration et les réformes dans l'UE ? Quels sont les domaines dans lesquels des développements sont les plus probables ?

Il existe pour le moins une volonté commune de progresser dans de nombreux domaines. Cependant, étant donné le niveau de fragmentation politique, cela pourrait demander du temps. Un budget commun avec des propriétés de stabilisation est peu probable. Or, en cas de choc grave affectant un ou plusieurs États membres, il pourrait contribuer à stabiliser leurs économies. Un tel budget, alimenté par des contributions nationales, permettrait le soutien de l'activité lorsqu'un pays est confronté à une crise, seul ou avec le reste de la zone euro, limitant le besoin de recourir à des réformes douloureuses. Toutefois, il est manifestement peu probable qu'un budget de stabilisation voie le jour en zone euro, car il n'y a pas de consensus (l'Allemagne et la France ne sont pas sur la même ligne), mais il existe un large consensus en faveur d'une **Union des marchés des capitaux (UMC)**. Les Européens doivent promouvoir le partage des risques.

Une UMC permettrait de mieux orienter l'épargne abondante en zone euro (l'épargne excédentaire sur les investissements s'élevait à 340 milliards d'euros en 2018) vers des besoins d'investissement concrets tels que la transition énergétique, l'innovation numérique ou le développement des PME. **Cela faciliterait également l'ajustement macroéconomique en zone euro.** En fait, dans une union monétaire, l'intégration des marchés de capitaux pourrait permettre de mieux amortir les chocs asymétriques que les transferts budgétaires. Par exemple, lorsque l'actionnariat d'une société est très diversifié géographiquement, les profits et les pertes sont plus largement répartis. Ainsi, aux États-Unis, grâce à l'intégration des marchés des capitaux, près de la moitié de l'impact des chocs économiques est réparti entre les différents États, plus que par des transferts budgétaires. **Une UMC en zone euro renforcerait la capacité de résistance de l'économie.** En outre, la poursuite des réformes structurelles (flexibilité des prix, ajustements du marché du travail, adoption de régimes d'insolvabilité flexibles pour les entreprises) est nécessaire car elles peuvent également contribuer à la résilience de l'économie.

Sur la BCE, le consensus est que Christine Lagarde s'inscrira dans la continuité de l'action de Mario Draghi. Êtes-vous d'accord ?

Le FMI en général et Christine Lagarde en particulier ont toujours soutenu la politique de la BCE, qu'il s'agisse des programmes d'assouplissement quantitatif, des TLTRO¹ ou des taux d'intérêt négatifs.

¹ TLTRO : les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) sont des opérations de l'Eurosystème qui permettent le financement d'établissements de crédit sur une période donnée.

« Christine Lagarde devrait s'inscrire dans la continuité de Mario Draghi. Toutefois, lors de la prochaine crise financière, la BCE et les gouvernements devront travailler en étroite coopération. Or, Christine Lagarde est rompue au dialogue avec les chefs d'État. »

De plus, Christine Lagarde, tout comme Mario Draghi, a souvent affirmé que la politique monétaire n'était pas la seule carte à jouer et que des **taux bas devraient être utilisés pour mobiliser la politique budgétaire, là où une marge de manœuvre budgétaire existe**. Christine Lagarde devrait donc agir dans la continuité de son prédécesseur, ce qui, dans l'immédiat, permet à Mario Draghi de mettre en œuvre des mesures expansionnistes avant son arrivée à la BCE sans s'attendre à ce qu'elles soient remises en question ultérieurement. Les rôles et responsabilités des banques centrales et des gouvernements sont, en théorie, bien distincts.

Pour ce qui est des programmes d'assouplissement quantitatif, la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire est toutefois moins nette. En conséquence, lors de la prochaine crise financière, la BCE et les gouvernements devront collaborer de manière étroite. Christine Lagarde a l'habitude de s'entretenir avec les chefs d'État et cette compétence, développée au FMI, lui sera utile dans une zone monétaire composée d'économies encore très disparates. On peut déjà constater que Christine Lagarde bénéficie de la confiance des investisseurs.

Que peut-on attendre dans les prochains mois en termes d'orientation de la politique monétaire et d'outils de la BCE, dans un contexte de statistiques économiques faibles dans la zone euro ?

Les économies de la zone euro se sont nettement affaiblies au deuxième trimestre et l'inflation sous-jacente est restée excessivement faible au cours de ce cycle, bien en deçà de l'objectif de la BCE. Dans ce contexte, en juin, l'horizon envisagé pour le maintien des taux d'intérêt « à leur niveau actuel » a été prolongé jusqu'au « premier semestre de 2020 ». Mario Draghi a également ouvert la porte à de nouvelles baisses. Nous pensons que la BCE n'hésitera pas à baisser ses taux directeurs si la Fed baisse fortement les siens et/ou si l'euro se renforce. En conséquence, **nous nous attendons à ce que les orientations de la BCE soient modifiées pour mentionner explicitement le fait qu'une baisse des taux est envisageable**. Enfin, nous nous attendons à ce que la BCE annonce en septembre un nouveau programme d'assouplissement quantitatif ciblant les obligations d'entreprises.

La BCE entend faire « tout ce qui est en son pouvoir » pour éviter une crise en zone euro.

CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEMENTS OBLIGATAIRES

Compte tenu des récentes nominations, prévoyez-vous une poursuite de la baisse des rendements et, si oui, dans quelle mesure ? Les investisseurs devraient-ils miser sur un tel scénario ?

Les marchés tiennent compte d'une politique très accommodante des banques centrales, sur la base des dernières déclarations officielles ainsi que des statistiques économiques. Aux niveaux de rendement actuels, **les intervenants de marché sont très sensibles à toute annonce d'amélioration économique**, comme en témoigne le dernier rapport sur l'emploi américain (+224 000 créations d'emplois) ou la production industrielle française (+4 % en glissement annuel en mai). Le cycle économique actuel est arrivé à maturité et dépend de plus en plus de la demande intérieure, ce qui implique qu'il ne faut pas s'attendre à une forte accélération de la croissance. L'inflation reste faible et pour la BCE, comme pour la Fed, le risque est assez asymétrique. Notre scénario central souligne le fait que les banques centrales offrent leur soutien et se montrent assez accommodantes. Par conséquent, nous pourrions assister à une pause dans la tendance à la baisse des taux. Nous ne prévoyons pas d'augmentation significative des rendements, mais plutôt une poursuite de la chasse aux primes par les investisseurs.

« Nous nous attendons à ce que la BCE annonce en septembre un nouveau programme d'assouplissement quantitatif ciblant les obligations d'entreprises. »

« Il pourrait s'avérer très coûteux d'adopter une attitude négative à l'égard de l'Italie et nous préférons la neutralité en anticipation d'un aplatissement de la courbe des rendements. »

L'Italie a échappé à la procédure pour déficits excessifs (PDE) et le spread des BTP à 10 ans est tombé en dessous de 200 pb : quelle est votre opinion sur l'Italie ?

Le fait d'échapper à une procédure pour déficits excessifs constitue une évolution positive pour l'Italie. Le spread italien reste assez important, en particulier sur les maturités à 10 ans. Adopter une attitude négative à l'égard de l'Italie pourrait s'avérer très coûteux et nous estimons que la neutralité en anticipation d'un aplatissement² de la courbe des rendements constitue la meilleure stratégie pour le moment. Avant de changer de cap, les investisseurs ont besoin que le gouvernement italien renforce sa stratégie de communication, en apportant davantage de visibilité pour permettre la prise de positions longues, notamment en amont des discussions budgétaires.

Où est l'oasis des rendements obligataires ? Quelles sont, selon vous, les stratégies permettant de dégager des rendements dans la phase actuelle et quels sont les principaux risques ?

En vue d'augmenter leurs rendements, les investisseurs finissent généralement par prendre un risque de liquidité supplémentaire (dette privée, crédit structuré), un risque de duration (méthode classique d'extension de l'exposition en bout de courbe avec des obligations souveraines à long terme) ou un risque de défaut (haut rendement). Dans notre contexte de taux faibles de part et d'autre de l'Atlantique, le segment de la dette subordonnée est un secteur clé à explorer, mais doit faire l'objet d'un filtrage approprié. Plus concrètement, **le segment de la dette subordonnée³ d'entreprises constitue une solution alternative à haut rendement**. Ces titres offrent généralement une prime par rapport à la dette senior. Or, la grande majorité des obligations subordonnées sont émises par des émetteurs disposant d'une notation de qualité « investment grade » (IG) (risque de défaut très réduit), sont assorties de dates de rachat anticipé (à court terme, avec un risque de duration faible) et font partie d'émissions importantes (avec une liquidité accrue). De plus, les valorisations restent favorables au sous-segment de la dette subordonnée. Dans cet univers d'investissement, la sélectivité sera clé. Notre capacité à sélectionner des valeurs dans cet univers complexe et notre expérience dans le traitement de ces instruments - à travers différents environnements de marché - sera essentielle pour ne pas subir de risques indésirables. Nous maintenons que les marchés obligataires continuent d'offrir **bon nombre d'opportunités, notamment sur le segment long terme de la dette souveraine, en pariant sur un aplatissement des courbes, le crédit n'étant pas à son plus bas historique**, etc. De plus, si les banques centrales s'impliquent davantage, la **dispersion des spreads** dans l'univers des titres de qualité « investment grade » IG devrait se réduire, **ce qui constitue un argument solide en faveur des facteurs « value » du crédit**.

« Dans la quête de rendements plus élevés, le segment des obligations subordonnées d'entreprises pourrait offrir des primes attrayantes, avec une bonne qualité, un risque de duration faible et une assez bonne liquidité. »

²Aplatissement de la courbe : un aplatissement de la courbe des rendements peut résulter d'une baisse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une hausse des taux à court terme supérieure à celle des taux à long terme.

³Dette senior et subordonnée : la dette subordonnée est constituée de prêts qui ne sont remboursés qu'après tous les autres prêts et dettes de l'entreprise (dette senior) en cas de défaut de l'emprunteur. La dette senior est prioritaire. Elle est donc plus sûre que toute autre dette.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.



Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du vendredi 12 juillet 2019.

La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de se protéger contre une perte.

Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation : [lundi 15 juillet 2019](#)

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements
