



EXPERTISE / ANALYSE – Funds Magazine

Par Manuel Iglésias, gérant de portefeuille chez Carlton Sélection

Crédit Corporate : les signatures bancaires européennes ont le vent en poupe

Nouvel assouplissement monétaire de la Banque Centrale Européenne en septembre, résultats rassurants des stress tests fin octobre, espoirs d'un assouplissement quantitatif de grande ampleur en Europe... L'actualité du secteur bancaire européen a été particulièrement positive en cette fin d'année. Dans ce contexte, celui-ci offre aujourd'hui un des meilleurs profils rendement/risque du compartiment du crédit.

Dans un contexte de taux proches de zéro et de recherche de rendement de la part des investisseurs, les obligations d'entreprises ont en effet attiré depuis plusieurs mois des flux acheteurs conséquents. Ces titres sont aujourd'hui très chers, notamment sur les meilleures signatures. Certes, il existe toujours, en cas d'amélioration de la conjoncture, un potentiel de resserrement des spreads de crédit, qui serait un moteur de performance. Mais celui-ci demeure limité et il est peu probable que nous revenions sur les niveaux de 20 points de base qui prévalaient avant la crise financière. A contrario, le segment des obligations bancaires devrait connaître une réduction des spreads plus importante, dans le sillage du retour de la confiance en la solidité des bilans des établissements européens.

Les résultats de l'AQR et des stress tests ont en effet révélé que les grandes banques européennes, notamment françaises et allemandes, disposent dans leur ensemble d'un matelas de capital réglementaire confortable, même si la zone euro devait endurer une sévère récession pendant trois ans. Seules 25 banques de taille intermédiaire ont manqué le test, basé sur les comptes arrêtés à la fin 2013, et 12 d'entre-elles ont d'ores et déjà comblé leur déficit en levant des capitaux sur les marchés. La rigueur de la BCE dans cet exercice, qui a identifié 136 milliards d'euros de crédits non performants supplémentaires, est un autre signal très positif envoyé au marché après les échecs des tests précédents réalisés en 2011 par l'Autorité Bancaire Européenne.

De son côté, la politique monétaire très accommodante de la BCE est très favorable au secteur bancaire. La banque centrale a ainsi de nouveau abaissé ses taux et lancé des opérations de refinancement à très long terme (TLTRO). L'institution a également programmé des achats d'obligations sécurisées et titrisées qui assurent aux banques l'accès à la liquidité. Ces outils pourraient néanmoins ne pas suffire si la BCE souhaite, comme Mario Draghi l'a laissé entendre, gonfler son bilan de 1000 milliards d'euros. Une opération d'assouplissement quantitatif à plus vaste échelle n'est donc pas exclue dans les prochains mois.



Par conséquent, l'introduction d'obligations bancaires dans un portefeuille crédit est particulièrement judicieuse, à condition de faire preuve de sélectivité pour limiter le risque de crédit. Le choix des émetteurs bancaires reste évidemment primordial, il faut plutôt se focaliser sur les grandes banques systémiques européennes, en évitant les établissements des pays périphériques les plus risqués. Ces banques ont réalisé un important nettoyage de leurs bilans (ratios de capital réglementaire en hausse, baisse du montant des crédits non performants, hausse des taux de couverture) et bénéficient en outre d'une garantie étatique implicite.

Quant à la typologie des titres, les obligations bancaires de duration relativement courte sont les plus protectrices. Si le risque de hausse sur les taux longs demeure peu important du fait des mesures prises par la BCE et de la faible croissance européenne, le taux à 10 ans allemand, aujourd'hui très faible, pourrait rebondir jusqu'à 1,2% ou 1,3% dans les 6 à 12 prochains mois. Les taux à court terme étant verrouillés par la BCE, une légère pentification de la courbe des taux devrait intervenir en raison de la corrélation avec les taux longs américains, qui remonteront dans le sillage de la normalisation de la politique monétaire de la Fed. Sur les échéances supérieures à un horizon de dix-huit à vingt-quatre mois, les obligations à taux variables constituent une option intéressante pour éviter tout risque de taux !