

# Les obligations sécurisées en euros : un investissement attrayant par rapport à d'autres actifs liquides de haute qualité



**Axel Botte**  
Directeur Stratégie Marchés

- **Les obligations sécurisées (covered bonds) sont un instrument de financement essentiel pour les banques de la zone euro.**
- **Le resserrement monétaire de la BCE affecte directement le marché des covered bonds à travers la réduction du CBPP3<sup>1</sup> et, indirectement, avec le remboursement des TLTRO<sup>2</sup>, qui libère le collatéral constitué de covered bonds.**
- **Les prêts hypothécaires constituent le collatéral de la plupart des obligations sécurisées. Le secteur du logement a subi la hausse des taux, de sorte que les prêts bancaires aux ménages pour l'achat de logements ont diminué.**
- **Les émissions de covered bonds devraient ralentir, reflétant la diminution des flux de prêts.**
- **Les spreads sur les covered bonds se comparent favorablement aux autres classes d'actifs à faible risque.**

---

<sup>1</sup> CBPP3 : Troisième programme d'achat de covered bond par la BCE

<sup>2</sup> TLTRO : targeted longer-term refinancing operations ; opérations ciblées de refinancement à plus long terme de la BCE destinées aux banques

**Les obligations sécurisées sont un outil de financement essentiel pour les banques. Les émissions d'obligations sécurisées ont sensiblement augmenté ces dernières années, afin de refinancer les échéances de TLTRO-III des banques. Cependant, le resserrement monétaire de la BCE a eu un impact sur l'investissement résidentiel et la demande de prêts hypothécaires. L'offre pourrait donc ralentir à l'avenir et contribuer à réduire les écarts d'échange d'actifs de ces obligations sécurisées, qui se négocient actuellement autour de 30 points de base. La classe d'actifs des obligations sécurisées offre une valeur attrayante par rapport à d'autres actifs liquides de haute qualité.**

### Qu'est-ce qu'une obligation sécurisée ou covered bond ?

Les obligations sécurisées sont des obligations émises par des établissements de crédit qui offrent une protection sous la forme d'un double recours aux porteurs d'obligations : si l'émetteur fait défaut, le créancier a un recours direct et préférentiel contre certains actifs ségrégués (prêts hypothécaires ou prêts au secteur public) et un recours ordinaire contre les actifs restants de l'émetteur.

Alors que la titrisation transfère une partie du risque de crédit lié aux actifs de la banque à l'investisseur, les obligations sécurisées ne transfèrent pas le risque des actifs. Les obligations sont généralement remboursées lorsque les actifs sont remboursés. Les cadres réglementaires nationaux ne sont pas homogènes en termes de supervision et de composition du pool d'actifs.

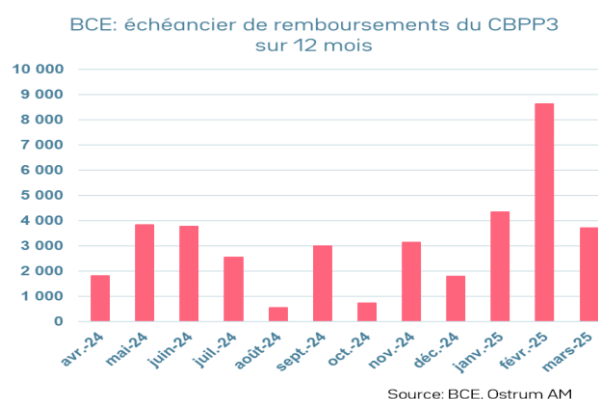
### L'impact du resserrement de la politique de la BCE

Les obligations sécurisées s'avèrent un instrument de financement essentiel pour les banques. Elles sont émises sur le marché ou sont utilisées en tant que collatéral par les institutions auprès de la BCE. En effet, les covered bonds en garantie des TLTRO-III ont représenté jusqu'à 717 milliards d'euros en valeur ajustée de la décote fin 2021. Les obligations sécurisées sont des actifs de catégorie II, la deuxième meilleure catégorie après les obligations d'État et autres actifs similaires à risque de crédit faible. Les

décotes applicables par la BCE dépendent de la maturité, de la qualité de crédit (*steps* 1, 2 ou 3) et de la structure des obligations (par exemple *bullet* ou *pass-through*), ainsi que de l'utilisation des obligations sécurisées en tant que garantie par les émetteurs.

La BCE a une empreinte considérable sur le marché des obligations sécurisées, à travers les trois programmes d'achats d'obligations sécurisées depuis 2011 ou les garanties reçues en contrepartie des prêts TLTRO. Les avoirs restants dans le CBPP 3 s'élèvent à 274,5 milliards d'euros (mars 2024), tandis que le collatéral en obligations sécurisées était évalué à 463 milliards d'euros au 4<sup>e</sup> trimestre 2023. L'actif de la BCE (en titres et encours de prêts à long terme) se contracte désormais avec la politique de resserrement quantitatif. Ainsi, les échéances du CBPP3 s'élèvent à 37,8 milliards d'euros au cours des douze mois jusqu'à mars 2025.

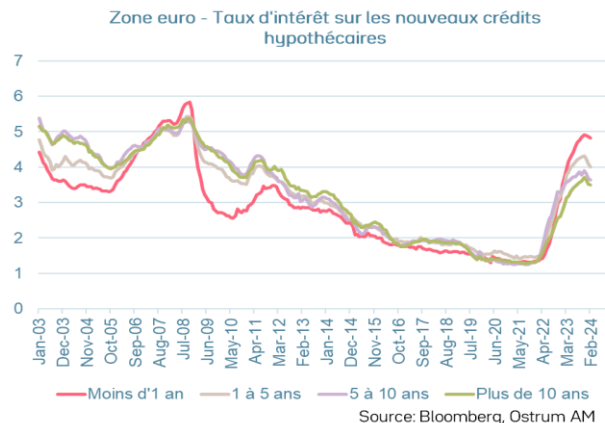
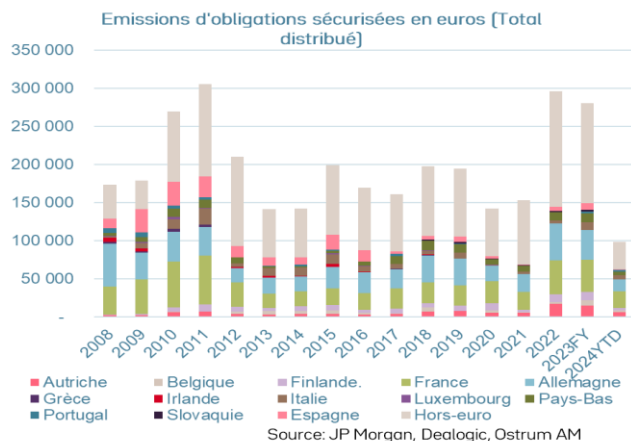
À mesure que la présence de la BCE sur le marché des obligations sécurisées se réduit, des opportunités apparaissent pour les investisseurs.



### Forte activité sur le marché primaire

Alors que la BCE réduit progressivement son bilan, les émissions d'obligations sécurisées augmentent depuis 2022. Le total emprunté par les institutions financières de la zone euro atteint 200 milliards d'euros en 2023 et le montant brut émis au premier trimestre 2024 se situe déjà à 62 milliards d'euros.

Les émetteurs non-européens ont renforcé leur présence sur le marché primaire. Les institutions anglo-saxonnes (Canada, Australie), scandinave (Norvège, Suède) et asiatiques (Corée du Sud, Singapour) ont emprunté un total de 131 milliards d'euros l'an passé.



## Le pire est-il passé pour les marchés immobiliers?

Le collatéral sous-jacent des obligations sécurisées est principalement constitué de prêts hypothécaires résidentiels<sup>3</sup>. En tant que tel, un investissement en obligations sécurisées représente une créance sur les prêts immobiliers garantis par la valeur des logements. L'origination de prêts hypothécaires est donc un bon indicateur de l'offre potentielle en obligations sécurisées, bien qu'il existe des limites à la quantité d'actifs bancaires pouvant être engagée.

Les marchés immobiliers de la zone euro ont traversé une période difficile, alors que la BCE augmentait ses taux d'intérêt. Les prix des logements ont commencé à se stabiliser récemment, environ 3 % en dessous de leur sommet de 2022. Cependant, la stabilisation des prix pour l'ensemble de la zone euro masque des disparités régionales significatives. Le marché immobilier allemand est le moins performant, les prix des logements ayant plongé de 12,5 % par rapport à leur pic de 2022. Au Portugal, les prix ont en revanche continué de progresser fortement durant la pandémie, puis le cycle de resserrement monétaire de la BCE. Les prix du logement au Portugal ont en effet doublé depuis 2015. L'investissement étranger s'est révélé conséquent suscitant des inquiétudes au sein de la population dès lors que les revenus des ménages n'ont pas suivi la hausse du logement.

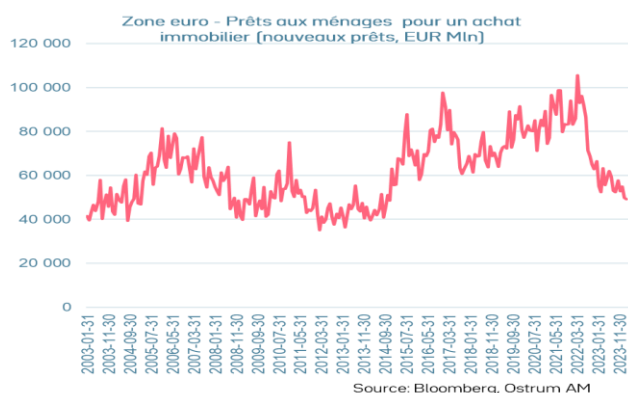
Les coûts d'emprunt hypothécaire ont presque quadruplé par rapport aux niveaux bas qui prévalaient durant la pandémie dans la plupart des pays. Outre les taux plus élevés, les banques ont resserré les conditions de crédit jusqu'au troisième trimestre 2023, principalement en raison de leur faible tolérance au risque et de leurs anticipations sur le marché du logement. Selon l'enquête de la BCE, la proportion des demandes de prêt rejetées a ainsi augmenté à chaque trimestre depuis le début des hausses des taux directeurs en juillet 2022. Au 4<sup>e</sup> trimestre, les banques indiquaient encore une augmentation des prêts immobiliers rejetés (pourcentage net de 6 %). Cette hausse est toutefois moindre qu'au trimestre précédent (12 %).

On perçoit peut-être la lumière au bout du tunnel. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2023, les banques rapportaient ne pas avoir resserré davantage les conditions de crédit hypothécaire dans les quatre plus grandes économies de la zone euro. Du côté de la demande, les banques font face à une demande moins dégradée. Le faible niveau de la confiance des ménages et les taux d'intérêt élevés continuent de peser sur la demande de prêts, mais dans une moindre mesure. À mesure que la BCE abaisse ses taux cette année, la demande de prêts pour l'achat de logements devrait se redresser.

<sup>3</sup> NB: dans ce papier, nous ignorons les autres types de collatéral dont les prêts au secteur public ou l'immobilier commercial, afin de simplifier le propos.

## Les perspectives sont incertaines sur le marché primaire, avec la contraction des nouveaux crédits

Bien que le montant des prêts hypothécaires au bilan des banques n'ait baissé que de 0,5 % depuis le point haut du cycle, les flux de nouveaux crédits pour l'achat de logements ont plongé. Les normes de crédit plus strictes, la diminution du nombre de transactions immobilières et les prix des logements en baisse ont réduit la distribution de prêt bancaire.



En effet, les flux de prêts mensuels ont diminué de 92 milliards d'euros en moyenne au premier semestre 2022 à seulement 49 milliards d'euros en février 2024. Net des remboursements mensuels, les flux de prêts n'ont augmenté que de 8 milliards d'euros l'année dernière et ont même baissé de 26 milliards d'euros au cours des deux premiers mois de 2024. Par ailleurs, la durée moyenne des nouveaux prêts a été réduite. Les prêts à taux variable ont été relativement plus demandés que les prêts à taux fixe, les emprunteurs se positionnant en vue des taux de la BCE, cette année.

La baisse de l'octroi de prêts hypothécaires devrait peser sur l'offre nette d'obligations sécurisées dans les années à venir. Néanmoins, le total brut des émissions restera élevé, compte tenu du profil des remboursements. Comme le montre le graphique suivant, les besoins de refinancement augmenteront à 200 milliards par an en 2025 et 2026 (dont la moitié proviendra d'émetteurs non-européens). Concernant les principales économies de la zone euro, le mur de maturité est relativement plus proche en Italie et en Espagne (2025-2026) qu'en France et en Allemagne (2027-2028).

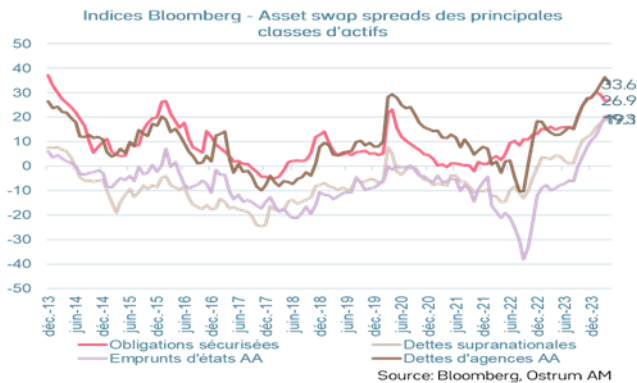
Il est important de garder à l'esprit que les obligations sécurisées utilisées en garantie auprès de la BCE seront récupérées par les banques à l'échéance des TLTRO-III. Ces titres pourront être annulés ou vendus sur le marché, ce qui pourrait potentiellement augmenter l'offre.

## Les obligations sécurisées comparées à des classes d'actifs similaires

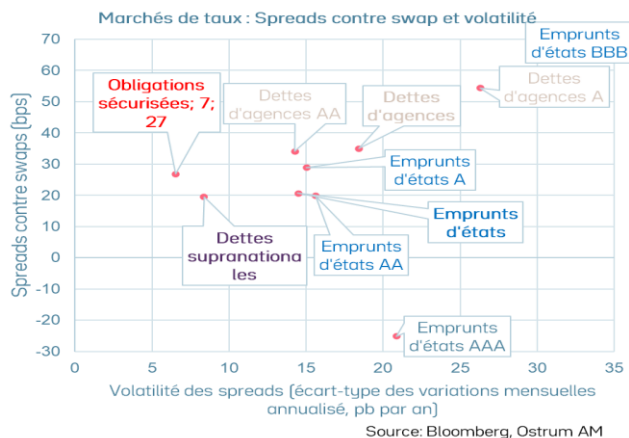
Les obligations sécurisées constituent une classe d'actifs à faible risque évalués en référence à la courbe de swaps de taux d'intérêt. Ainsi, la classe d'actifs est en concurrence avec les dettes souveraines et quasi-souveraines (dont les titres d'agences ou d'entités supranationales) présentant une qualité de crédit élevée similaire.

L'univers du marché des obligations sécurisées en euros est profond avec 1 500 obligations capitalisant 1 200 milliards d'euros. Le rendement moyen à l'échéance se situe actuellement autour de 3 %, avec une maturité moyenne légèrement inférieure à 5 ans. La notation moyenne est AAA/AA1.

Comme la plupart des classes d'actifs à revenu fixe, les obligations sécurisées ont sous-performé les swaps depuis 2021. Les niveaux d'asset swap spreads sur les obligations sécurisées se sont tendus régulièrement vers 27 pb depuis les niveaux légèrement négatifs d'octobre 2021. Les valorisations actuelles des obligations sécurisées se comparent favorablement à celles des obligations souveraines et supranationales présentant une qualité de crédit élevée similaire. Cependant, les spreads des dettes d'agences sont légèrement plus larges, mais les obligations sécurisées peuvent offrir une plus grande sécurité aux investisseurs, grâce à leur structure de double recours, alors que la garantie gouvernementale sur les dettes des agences n'est pas toujours explicite.



Par ailleurs, les spreads des obligations sécurisées semblent moins volatils que ceux des classes d'actifs comparables. Le graphique ci-dessous montre les spreads actuels rapportés à la volatilité annualisée des spreads sur 3 ans pour différents segments du marché obligataire. Selon cette mesure simple, les obligations sécurisées offrent de la valeur, compte tenu des niveaux faibles de la volatilité des spreads.



Les institutions bancaires détiennent des obligations sécurisées à des fins réglementaires, notamment pour leur ratio de liquidité (LCR). Les covered bonds ne sont pas aussi liquides que les obligations souveraines les plus sûres, mais elles le sont suffisamment. Selon les données de supervision de la BCE pour le quatrième trimestre de 2023, les avoirs des banques de la zone euro en obligations sécurisées de qualité extrêmement élevée (EHQCB) s'élevaient à 221 milliards d'euros au 4<sup>e</sup> trimestre, soit à peine 4,5 % des actifs détenus au titre des portefeuilles LCR du secteur bancaire de la zone euro. Il pourrait y avoir des opportunités d'investissements plus importantes dans les obligations sécurisées par les gestionnaires des *buffers* de liquidité, étant donné les niveaux attractifs des spreads contre swap.

## Conclusion

Les obligations sécurisées constituent une classe d'actifs attrayante et à faible risque. Les spreads contre swaps se traitent actuellement autour de 30 pb. L'abondance de primaire depuis 2021 a provoqué cet écartement. En effet, les banques de la zone euro ont émis beaucoup de covered bonds pour refinancer les échéances des TLTRO-III. Cependant, le relèvement des taux de la BCE a pesé sur la demande de prêts immobiliers et les prix des logements. La baisse des nouveaux prêts devrait limiter les émissions de covered bonds dans les années à venir. Le couple risque-rendement des obligations sécurisées est favorable par rapport aux classes d'actifs de haute qualité de crédit concurrentes.

## Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

## Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web ([im.natixis.com/intl/intl-fund-documents](http://im.natixis.com/intl/intl-fund-documents))

**En France :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

**En Suisse :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis Investment Managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)



Ostrum  
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  NATIXIS  
INVESTMENT MANAGERS