

POINT DE VUE

Perspectives de mi-année

Marchés obligataires – Prendre du recul et faire attention à l'écart

Quiconque a voyagé dans le métro de Washington D.C. ou dans celui de Londres connaît les expressions "step back" (prendre du recul) et "mind the gap" (faire attention à l'écart). Ces deux expressions sont instructives car elles donnent un aperçu des perspectives des marchés obligataires. Analyse de **Jim Cielinski**, Global Head of Fixed Income.

Points à retenir :

- Un an plus tard, les investisseurs obligataires ont connu un parcours difficile en 2022, mais le point de départ est aujourd'hui celui de rendements relativement élevés et d'un potentiel de diversification renouvelé au sein d'un portefeuille.
- Le décalage entre la cause et l'effet signifie que le resserrement accumulé de la politique est susceptible d'être ressenti plus fortement par les emprunteurs les plus faibles dans les mois à venir, ce qui souligne la nécessité d'une évaluation prudente du crédit.
- Le recul de l'inflation et la possibilité d'un retournement du cycle de hausse des prix sont de bon augure pour les secteurs du marché sensibles aux taux d'intérêt. Toutefois, les investisseurs pourraient être confrontés à une certaine volatilité en raison de la possibilité d'une réduction des liquidités au cours du second semestre 2023.

Prononcées d'une voix ferme, les annonces de sécurité sont difficiles à manquer. "*Reculez*", insiste le métro de Washington, tandis que le métro de Londres vous demande de "*faire attention à l'espace*". Ces deux consignes méritent d'être respectées, non seulement pour la sécurité personnelle des voyageurs, mais aussi parce qu'elles aident à comprendre les risques et les opportunités des marchés obligataires d'aujourd'hui.

Reculer #1

Les marchés obligataires ont beaucoup évolué en 18 mois, et il est bon de se demander d'où ils viennent. En 2022, ils étaient à juste titre mal aimés, le resserrement monétaire concerté des banques centrales ayant entraîné une forte hausse des rendements et une chute des prix des obligations. Aujourd'hui, le sentiment à l'égard des obligations est très différent.

Les flux mondiaux vers les obligations sont résolument positifs. EPFR Global rapporte que 152 milliards de dollars US sont entrés dans les fonds obligataires depuis le début de l'année.¹ Le principal facteur est le revenu disponible : les bons du Trésor américain à un an peuvent atteindre des rendements de près de 5 % et même les Bunds allemands à un an rapportent 3,2 %, ce qui est bien loin des rendements négatifs proposés il y a encore peu de temps, en mai 2022.

Les rendements plus élevés se répercutent sur l'ensemble du spectre de qualité, le rendement moyen des obligations d'entreprises mondiales investment grade étant de 5,1 % et celui des obligations high yield (sub-investment grade) de 9,0 %, comme le montrent l'indice ICE BofA Global Corporate et l'indice ICE BofA Global High Yield.² Face à l'incertitude des perspectives économiques, les investisseurs sont de nouveau attirés par une classe d'actifs offrant des revenus, une relative sécurité du capital et un potentiel de diversification par rapport aux actions. Nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive.

Reculez #2

Le passé nous affecte encore. Nous pouvons penser que l'urgence COVID a pris fin il y a un certain temps, mais ses effets perdurent. Ce n'est qu'au cours du premier trimestre de cette année que la Chine a commencé à rouvrir complètement ses portes. Dans de nombreux secteurs à travers le monde, les recettes et les coûts restent déséquilibrés alors que les dépenses de tourisme et de loisirs rebondissent et que les dépenses de biens s'amenuisent. Les chèques de relance et les économies accumulées pendant la période COVID commencent à peine à s'épuiser. Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement qui ont contribué à l'augmentation des coûts au cours des deux dernières années se sont inversées.

Figure 1 : Les pressions sur les prix se dissipent à mesure que les pressions sur la chaîne d'approvisionnement mondiale s'atténuent



Source : Refinitiv Datastream : Refinitiv Datastream, Réserve fédérale de New York, avril 1999 à avril 2023. L'indice de pression de la chaîne d'approvisionnement est normalisé, de sorte que zéro indique une valeur moyenne, les valeurs positives représentant une pression plus forte, les valeurs négatives une pression moindre (en écarts types). Indice S&P Global Manufacturing Purchasing Manager Index (PMI) Manufacturing Output Prices, un chiffre supérieur à 50 indique une hausse des prix tandis qu'un chiffre inférieur à 50 indique une baisse des prix.

Tout cela rend difficile l'analyse des performances de l'économie et des entreprises, car les comparaisons d'une année sur l'autre restent faussées. La désinflation est-elle un signe positif de retour à la normale des chaînes d'approvisionnement ou un signe avant-coureur de la destruction de la demande ? Ce sont là autant de facteurs auxquels les décideurs politiques sont confrontés et qui pourraient les inciter à attendre des tendances claires dans les données avant de modifier leur politique.

Attention au décalage #1

Les décalages temporels ont brouillé les signaux des indicateurs principaux et continuent d'affecter les données sur l'inflation. Par exemple, les coûts du logement continuent de grimper dans les chiffres officiels de l'inflation aux États-Unis, même si des données plus opportunes sur les loyers montrent que l'inflation des loyers s'estompe. Les courbes de rendement inversées (les obligations à long terme rapportant moins que les obligations à court terme de qualité de crédit similaire) ont toujours été le signe d'une récession imminente.

Les décalages sont toutefois très variables. Des recherches ont montré que depuis 1969, l'écart entre l'inversion de la courbe des rendements à 3 mois/10 ans (pendant au moins 10 jours de bourse consécutifs) et le début d'une récession variait de 5 à 16 mois.³ Dans ce cycle, les tensions prendront plus de temps à se manifester, ce qui reflète l'extrême déconnexion entre la croissance nominale et la croissance réelle.

Certes, il y a un ralentissement, mais la croissance nominale a été flattée par une inflation plus élevée. La croissance nominale du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis a atteint le chiffre stupéfiant de +10,7 % en 2021 et n'a ralenti qu'à +9,2 % en 2022 - deux des taux les plus élevés des quatre dernières décennies.⁴ Nous avons tendance à oublier que l'inflation imprévue fait des gagnants, à savoir les emprunteurs.

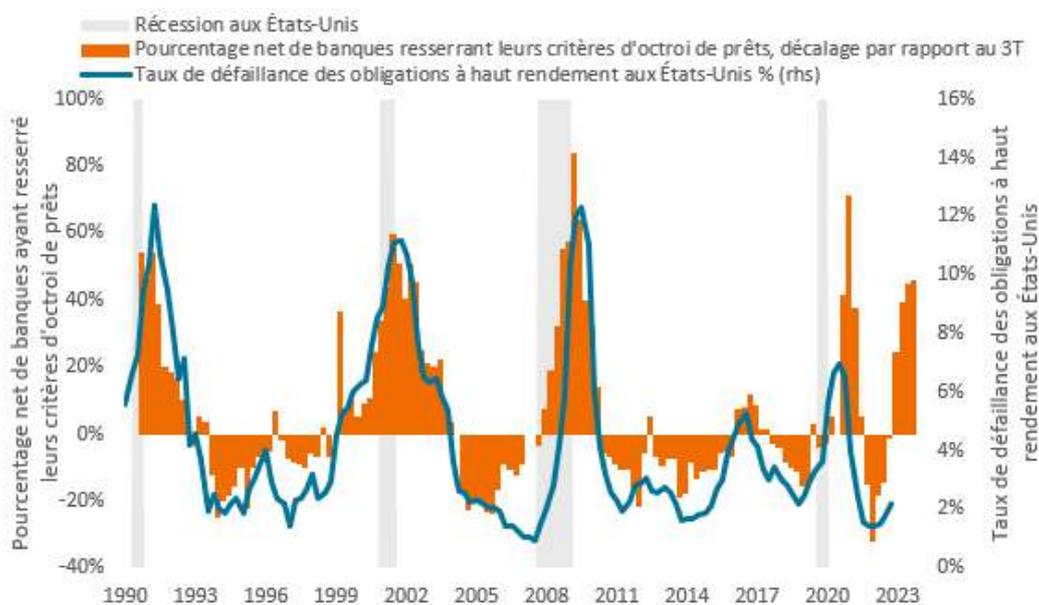
Attention au décalage #2

La hausse des taux d'intérêt a mis en évidence les déficits de financement. L'une des ironies des récentes turbulences bancaires est que ce n'est pas la récession ou un ralentissement économique qui a entraîné la chute de la Silicon Valley Bank, mais la combinaison d'importantes pertes non réalisées et de l'écart entre la vitesse à laquelle elle pouvait lever des fonds et celle à laquelle elle pouvait faire face aux retraits des déposants. Il ne s'agit pas d'un cycle de crédit normal, et les banques sont les perdantes de la "déconnexion nominale/réelle" susmentionnée, qui s'est traduite par des pertes obligataires en 2022.

Les turbulences ont mis en lumière la santé des bilans et les coûts de financement des entreprises. Encore une fois, si nous revenons un an ou deux en arrière, de nombreuses entreprises ont procédé à de nombreux refinancements à des taux bas et ont remboursé leur dette à terme. Pour l'instant, il n'y a pas d'échéance importante avant 2025, même si les marchés et les entreprises ont tendance à commencer à penser au refinancement 12 mois à l'avance. De nombreuses entreprises ont émis plusieurs obligations qui arrivent à échéance de manière séquentielle, de sorte qu'elles peuvent généralement faire face à une hausse brutale des taux, car celle-ci n'affecte qu'une petite partie de leur dette. Le problème se pose pour les entreprises dont une grande partie de la dette est à taux variable ou dont une grande partie de la dette à taux fixe arrive à échéance et doit être refinancée. Par exemple, celles qui ont émis une obligation il y a plusieurs années à un taux de 4 % risquent maintenant de devoir payer un rendement de 9 % pour se refinancer. Les défauts de paiement se profilent à l'horizon.

Il est peu probable que les entreprises en difficulté trouvent les banques particulièrement réceptives. Les banques ont resserré leurs normes de prêt avant même les récentes turbulences bancaires, ce qui n'a fait qu'accroître le resserrement des conditions de crédit. Le resserrement des conditions de crédit annonce généralement une croissance du PIB plus faible et des taux de défaillance plus élevés, ce qui justifie la prudence à l'égard des emprunteurs en difficulté dans les secteurs les plus cycliques.

Figure 2 : Les défaillances des entreprises suivront-elles la trajectoire historique typique ?



Source : Deutsche Bank, Janus Henderson Investors, Bloomberg, Federal Reserve Senior Loan Officer Opinion Survey : Deutsche Bank, Janus Henderson Investors, Bloomberg, Federal Reserve Senior Loan Officer Opinion Survey, % net des banques resserrant leurs normes de prêt (grandes et moyennes entreprises), taux de défaillance des obligations à haut rendement aux États-Unis, du 30 juin 1990 au 30 avril 2023. Il n'y a aucune garantie que les tendances passées se maintiendront ou que les prévisions se réaliseront. Les performances passées ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Attention à l'écart #3

La liquidité alimente les marchés. L'une des curiosités de ces six derniers mois est qu'alors que la Réserve fédérale américaine (Fed) s'engageait dans un resserrement quantitatif (QT), permettant à son bilan de se réduire jusqu'à 90 milliards de dollars par mois, les marchés actions et autres actifs à risque ont continué à bien se comporter. Cela s'explique en partie par l'expansion du bilan d'autres banques centrales, telles que la Banque populaire de Chine, qui a compensé la Fed, ainsi que par le financement d'urgence visant à prévenir l'instabilité financière à la suite des turbulences bancaires du mois de mars. Même l'impasse sur le plafond de la dette aux États-Unis a eu pour effet de libérer près de 500 milliards de dollars dans l'économie, le compte général du Trésor (CGT) ayant été utilisé.

Le second semestre 2023 devrait être marqué par une forte émission de bons du Trésor, le gouvernement américain cherchant à reconstituer les fonds du TGA, tandis que la Fed vide le système de ses dollars avec le QT. Ajoutez à cela le QT de la Banque centrale européenne et de la Banque d'Angleterre, et le décor pourrait être planté pour une plus grande volatilité.

La lumière au bout du tunnel

L'ennemi des obligations a toujours été l'inflation, mais cette menace commençant à s'éloigner et les taux d'intérêt étant susceptibles d'atteindre des sommets dans les mois à venir, la durée devient un mot moins affreux. Historiquement, l'un des meilleurs moments pour détenir des obligations est celui où les décideurs politiques procèdent à leur dernière hausse de taux dans un cycle de hausse, ce qui pourrait être de bon augure pour les secteurs sensibles aux taux tels que les obligations d'État et les obligations d'entreprises de qualité au cours du second semestre 2023.

La forte croissance nominale a sans doute retardé l'impact du resserrement de la politique, mais le resserrement des conditions de crédit devrait se faire sentir. Les écarts de crédit sur les obligations high yield sont proches des moyennes historiques.⁵ Bien que cela permette de se prémunir contre un ralentissement économique, nous pensons qu'ils sont susceptibles de s'élargir. Les valorisations des valeurs financières et des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales ont augmenté lors de la récente panique bancaire. Cette dépréciation a ouvert quelques opportunités, mais elle rappelle aussi que le sentiment à l'égard des marchés du crédit peut changer rapidement. Pour rester sur la bonne voie, il sera plus important que jamais de bien comprendre les fondamentaux d'un emprunteur. Comme à chaque tournant du cycle, la notion de "moyenne" n'est pas utile. Les signes de tension n'apparaîtront pas partout, mais chaque secteur aura ses gagnants et ses perdants.

¹Source : EPFR Global : EPFR Global, depuis le début de l'année jusqu'au 17 mai 2023.

²Source : Bloomberg : Bloomberg, Generic 1 year US Government Bond, Generic 1-year German Government Bond, ICE BofA Global Corporate Index, ICE BofA Global High Yield Index. Rendements au 31 mai 2023. Les rendements peuvent varier dans le temps et ne sont pas garantis.

³Source : Bianco Research, 3 février 2023 Bianco Research, 3 février 2023.

⁴Source : Bloomberg : Bloomberg, Bureau of Economic Analysis, US Nominal GDP, annual calendar year-on-year percentage change from 1983. Données correctes au 31 mai 2023.

⁵Source : Bloomberg, ICE BofA Global High Yield Index : Bloomberg, ICE BofA Global High Yield Index, écart ajusté en fonction des options par rapport aux obligations d'État, points de données mensuels, 20 ans jusqu'au 31 mai 2023.

Information importante

Les opinions présentées sont celles de la date de publication. Elles sont données à titre d'information uniquement et ne doivent pas être utilisées ou interprétées comme un conseil d'investissement, juridique ou fiscal, ni comme une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur de marché. Rien dans ce document ne peut être considéré comme une fourniture directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques aux besoins d'un client. Les opinions et les exemples sont destinés à illustrer des thèmes plus larges, ne constituent pas une indication de l'intention de négociation, sont susceptibles d'être modifiés et peuvent ne pas refléter les points de vue d'autres membres de l'organisation. Il n'est pas prévu d'indiquer ou d'impliquer que les illustrations/exemples mentionnés sont ou ont été détenus dans un portefeuille. Aucune prévision ne peut être garantie et il n'y a aucune garantie que les informations fournies soient complètes ou opportunes, ni aucune garantie quant aux résultats obtenus par leur utilisation. Janus Henderson Investors est la source des données, sauf indication contraire, et s'appuie sur des informations et des données provenant de tiers. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement comporte des risques, notamment la perte éventuelle du capital et la fluctuation de la valeur.

Tous les produits et services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. Ce matériel ou les informations qu'il contient peuvent faire l'objet de restrictions légales, ne peuvent être reproduits ou mentionnés sans autorisation écrite expresse ou utilisés dans toute juridiction ou circonstance dans laquelle leur utilisation serait illégale. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce matériel à des tiers, en tout ou en partie. Le contenu de ce document n'a pas été approuvé ou avalisé par une quelconque agence de régulation.

Les informations contenues dans cet article ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Communication marketing.

Informations presse

Aurore Cantot

Consultante Senior - SHAN

M +33 6 09 96 00 70

E aurore.cantot@shan.fr

Claire Hilbert

Consultante - SHAN

M +33 6 15 80 91 30

E claire.hilbert@shan.fr

A propos

Janus Henderson Group est un gestionnaire d'actifs de premier plan et d'envergure internationale qui propose une gestion active. Il se consacre à aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs financiers à long terme grâce à une large gamme de solutions d'investissement, notamment les actions, les titres obligataires, les stratégies multi-actifs et les stratégies alternatives.

Au 31 mars 2023, Janus Henderson comptait environ 311 milliards USD d'actifs sous gestion, plus de 2000 collaborateurs et des bureaux dans 24 villes du monde entier. Basée à Londres, la société est cotée au NYSE et à l'ASX.

Source : Janus Henderson Group plc

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services de gestion sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes : (a) en Europe, par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (906 355), Henderson Investment Funds Limited (2 678 531), Henderson Equity Partners Limited (2 606 646) — (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (B22848, sise 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). (b) aux États-Unis, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. (c) Au Canada, par Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions. (d) à Singapour, par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (199 700 782N). Cette annonce ou publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. (e) à Hong Kong par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Ce document n'a pas été vérifié par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. (f) à Taiwan R.O.C. par Janus Henderson Investors Taiwan Limited (société indépendante), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Tél : (02) 8101-1001. Licence SICE approuvée numéro 023, délivrée en 2018 par la Commission de surveillance financière. (g) au Japon, par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par l'Agence des services financiers et enregistré en tant que société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement et d'intermédiaire et des activités de type II dans le domaine des instruments financiers. h) en Australie, par Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) et ses personnes morales liées, notamment Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) et Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268). Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, Alphagen, VelocityShares, Knowledge Shared, Knowledge. Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.