

PERSPECTIVES

Perspectives obligataires 2024 : faites le calcul

Jim Cielinski, Responsable mondial des obligations chez Janus Henderson, explique pourquoi dans un contexte de volatilité extrême des marchés obligataires, les mathématiques au cœur des obligations plaident en faveur de perspectives plus gratifiantes pour la classe d'actifs en 2024.

Points à retenir :

- 2024 devrait être l'année du pivot. Les banques centrales ont pris le dessus sur l'inflation, ce qui leur permet d'envisager des baisses de taux en cours d'année.
- et devrait entraîner une baisse des rendements et donner l'occasion aux obligations de retrouver leur potentiel de diversification.
- Le secteur des obligations d'entreprises pourrait être freiné par l'impact décalé du durcissement des politiques monétaires, mais les secteurs des spreads de meilleure qualité (obligations d'entreprises Investment grade et créances hypothécaires d'agences) devraient s'avérer attractifs.

La fin de l'ère des rendements faibles ou inférieurs à zéro a toujours été un problème pour une grande partie de l'univers des obligations. La bonne nouvelle qui accompagne des rendements plus élevés, c'est qu'il est mathématiquement plus difficile d'afficher des performances obligataires négatives et beaucoup plus facile de générer des performances positives. À l'horizon 2024, le monde des mathématiques peut offrir quelques enseignements utiles sur ce que les marchés des obligations peuvent nous réserver.

Calcul des performances : le profil de rendement/risque asymétrique

Les cours des obligations évoluent inversement à leur rendement. Lorsque les rendements baissent, les cours des obligations augmentent et vice versa. Les rendements ont grimpé en flèche au cours de ces trois dernières années, mais comme ils semblent avoir atteint leur point haut, nous pensons que les perspectives des obligations en 2024 sont de plus en plus prometteuses. Le tableau ci-dessous montre que les revenus procurés par les obligations constituent un amortisseur contre la hausse des taux, tandis que toute baisse des rendements offre la perspective d'une performance améliorée par les plus-values.

Illustration 1 : matrice de la performance absolue des bons du Trésor américain selon différents scénarios d'évolution des rendements
Performance absolue estimée sur 12 mois (en %)

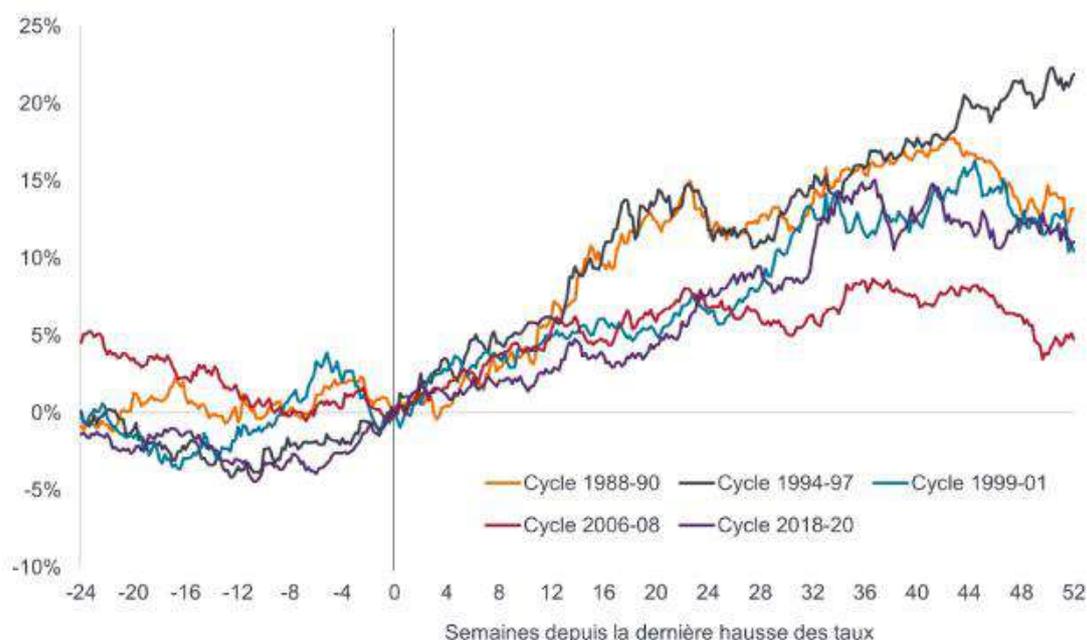
MATURITÉ	VARIATION DU RENDEMENT OBLIGATAIRE					
	+1.5%	+1.0%	+0.5%	-0.5%	-1.0%	-1.5%
2 ans	3.6	4.0	4.5	5.4	5.8	6.3
5 ans	-0.7	1.0	2.7	6.3	8.1	9.9
7 ans	-2.9	-0.5	2.0	7.1	9.7	12.4
10 ans	-5.9	-2.5	0.9	8.1	11.9	15.7
30 ans	-16.4	-9.9	-2.9	12.8	21.6	31.1

Source : Bloomberg, sur la base des obligations du Trésor américain aux diverses échéances spécifiées, au 17 novembre 2023. À des fins d'illustration uniquement, les performances estimées reflètent des hypothèses basées uniquement sur les variations des rendements obligataires/taux d'intérêt et sur aucun autre facteur. **Rien ne garantit que les prévisions se réalisent. Les rendements peuvent varier et ne sont pas garantis.**

Probabilité : des taux directeurs à leur point haut offrent une forte probabilité de performances positives.

Les banques centrales ont assez bien réussi à freiner l'inflation. En dépit d'un choc idiosyncratique - dont une crise géopolitique et le phénomène climatique El Niño sont des candidats évidents - la trajectoire la plus probable pour l'inflation est baissière. Si l'on exclut la composante persistante des loyers de l'indice des prix à la consommation (IPC), l'inflation américaine avoisine les 2 %.¹ Les pressions salariales ralentissent et les marchés des contrats à terme de type « futures » estiment déjà que la Réserve fédérale américaine (la Fed) en a fini avec ses relèvements de taux d'intérêt.² Les performances passées ne sont pas nécessairement un guide, mais l'histoire a montré que les emprunts d'État se comportent généralement bien à la suite du dernier relèvement.

Illustration 2 : performance absolue de l'emprunt du Trésor américain à 10 ans lors de différents cycles de durcissement monétaire



Source : LSEG Datastream, pics du taux cible de la Réserve fédérale américaine lors du cycle, Indice de référence US 10-year Government Bond Total Return, en USD. Date de la dernière hausse de taux lors de chaque période du cycle : 1988-90 (24 fév 1989), 1994-97 (01 fév 1995), 1999-01 (16 mai 2000), 2006-08 (29 juin 2006), 2018-20 (20 déc 2018). **Les performances passées ne permettent pas de prédire les performances futures.**

L'atterrissage en douceur qui se fait attendre

La politique monétaire fait ressentir ses effets avec des décalages longs et variables. Deux problèmes se posent à cet égard. Premièrement, les délais sont longs. Deuxièmement, les délais sont variables ! La trajectoire extraordinaire de la politique liée à la pandémie fait que ce cycle est différent de tous les autres dans l'histoire et que cette politique a connu une trajectoire extrême.

Les marchés se sont réjouis de la bonne tenue des chiffres sur l'inflation et l'emploi. Ils ont rapidement conclu que les hausses de taux étaient terminées et que la prochaine étape serait un atterrissage en douceur, c'est-à-dire une croissance légèrement positive assortie d'une inflation contenue. Or c'est la seule partie gênante des perspectives. En effet, les prévisions d'atterrissage en douceur précèdent la plupart des récessions. Au cours des six dernières récessions, cinq d'entre elles ont été précédées par des anticipations d'un atterrissage en douceur (la récession due au Covid-19 faisant exception).³ Ces prévisions se terminent le plus souvent par des larmes. La probabilité d'un atterrissage en douceur a certes augmenté, mais elle est surestimée. Les indicateurs avancés restent faibles, les liquidités sont insuffisantes et les taux réels sont restrictifs, ce qui rend plus probable un atterrissage brutal. À tout le moins, les marchés seront confrontés à un moment ou à un autre à des craintes concernant la croissance au cours de l'année à venir. Nous pensons que le moment propice à l'achat d'actifs risqués se présentera au cours des 12 prochains mois, mais il n'est pas encore arrivé.

Courbes : le retour des courbes de rendement à pente ascendante

Étant donné que nous prévoyons que les banques centrales commenceront à diminuer leurs taux l'année prochaine, la partie la plus courte de la courbe des taux devrait voir ses rendements baisser. Tout au long de l'année 2023, la courbe des rendements est restée inversée : les obligations à court terme ont rapporté plus que les obligations à long terme. Cette inversion s'est atténuée au second semestre 2023 et il est probable que 2024 voit l'apparition de courbes de rendement à pente ascendante plus normales et les obligations à court terme rapporteront moins que les obligations à long terme.

Illustration 3 : l'inversion de la courbe des taux devrait s'atténuer
Le rendement d'un emprunt d'État à 10 ans moins le rendement d'un emprunt d'État à 2 ans



Source : Bloomberg, courbe américaine des échéances de 2 à 10 ans, courbe allemande des échéances de 2 à 10 ans, du 30 novembre 1993 au 20 novembre 2023. Le point de base (pb) est égal à un centième de point de pourcentage, 1 pb = 0,01 %. **Les rendements peuvent varier dans le temps et ne sont pas garantis.**

Cette situation devrait avoir des conséquences sur l'allocation, les investisseurs étant plus enclins à profiter des rendements à plus long terme. Les obligations à échéance plus longue ont une durée plus élevée (sensibilité aux variations des taux d'intérêt). Les taux étant appelés à baisser, nous estimons que 2024 est une année au cours de laquelle il pourrait être avantageux de détenir de la durée.

Il y aura toutefois une limite à la baisse des taux courts en 2024. L'indicateur de l'inflation préféré par la Fed (« core Personal Consumption Expenditure ») est toujours supérieur à l'objectif fixé, à 3,7 %.⁴ Bien qu'il soit probable que les États-Unis procèdent à des baisses de taux, les marchés ont commencé à intégrer cette éventualité. L'inflation se comportera bien, mais tant qu'elle ne se rapproche de l'objectif de 2 %, les banques centrales agiront avec prudence et s'assureront qu'elles conservent bien leurs compétences en matière de lutte contre l'inflation. C'est particulièrement vrai dans la zone euro où la Banque centrale européenne a un mandat très précis axé sur la stabilité des prix.

Ratios : des signaux de la part des fondamentaux des entreprises

Pour les obligataires, les ratios sont importants, en particulier ceux liés à la solidité financière d'une entreprise. Le ratio d'endettement (dette nette/bénéfices) est un ratio très suivi qui indique approximativement le nombre d'années nécessaires à une entreprise pour rembourser sa dette. Un autre ratio clé est la couverture des intérêts (bénéfices/charges d'intérêt) qui mesure la facilité avec laquelle une entreprise peut payer les intérêts de sa dette. Ces deux ratios se sont récemment détériorés et nous nous attendons à ce que cette détérioration s'accroisse en 2024.

La croissance économique nominale s'affaiblissant, les entreprises devraient avoir plus de mal à augmenter leurs chiffres d'affaires. Toutefois, les pressions sur les coûts persisteront et pourraient s'aggraver car les entreprises devront se refinancer à des taux plus élevés qu'il y a quelques années. Cela devrait conduire à séparer les « nantis » (les entreprises ayant un bilan solide et un potentiel de génération de flux de trésorerie) des « démunis » (les entreprises dont le bilan est tendu et qui auront du mal à refinancer leurs dettes). Il sera important de surveiller la désinflation.

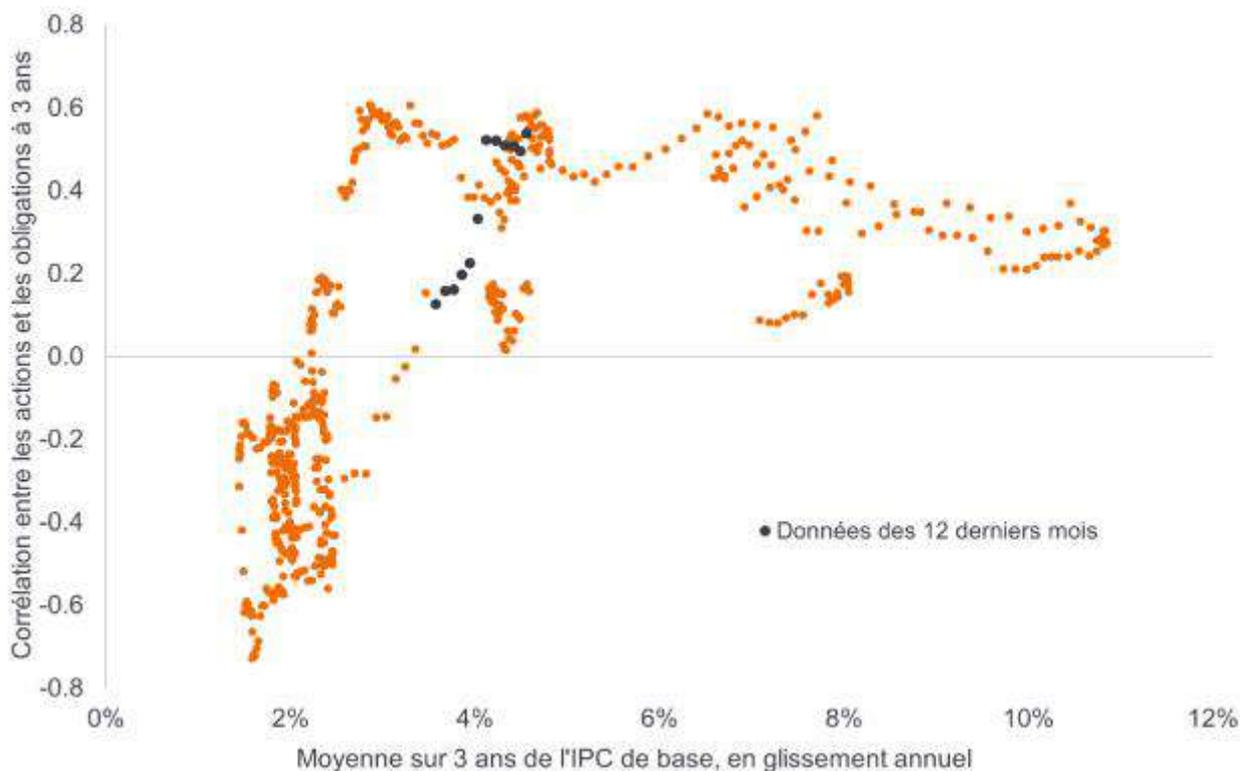
« Le refinancement séparera les entreprises « nantis » des « démunies ».

La décompression (élargissement des écarts de crédit au fur et à mesure de la diminution de la qualité du crédit en réponse à des nouvelles négatives) n'a pas été très visible en dehors des obligations d'entreprises notées CCC au cours de l'année 2023. Cela s'explique par le fait que les variations des rendements des emprunts d'État ont eu tendance à prendre le pas sur les performances. Nous pensons toutefois que la décompression fera son retour en 2024 car une plus grande attention est accordée aux fondamentaux des entreprises, ce qui créera un environnement propice à la gestion active. Dans ce contexte, nous privilégions la qualité, en préférant les obligations Investment grade à celles à haut rendement et aux segments de qualité supérieure du marché des prêts.

Corrélation : le retour de la diversification actions/obligations

La capacité des emprunts d'État à offrir une couverture contre la faiblesse des marchés d'actions est une relation qui s'est avérée précieuse pour les investisseurs au fil de l'histoire des marchés. En effet, au cours des dernières décennies, les performances des actions et des obligations ont présenté généralement une corrélation négative, c'est-à-dire que lorsque les unes augmentaient, les autres diminuaient. Cette corrélation négative tend à s'estomper lors des périodes de forte inflation - comme en 2023 - parce que l'inflation plus élevée est la cause à la fois des taux plus élevés et des craintes accrues de récession. Des relations traditionnelles devraient se réaffirmer lorsque l'inflation passera sous la barre des 3 %, ce qui devrait se produire en 2024.

Illustration 4 : la corrélation négative devrait se réaffirmer lorsque l'IPC « core » passera sous la barre des 3 %.



Source : Bloomberg, corrélation sur 3 ans de l'indice Bloomberg US Treasury Total Return avec l'indice S&P 500® Total Return, rapportée à la moyenne sur 3 ans de l'indice « core » des prix à la consommation aux États-Unis (inflation), données mensuelles, de février 1973 à octobre 2023. **Les performances passées ne permettent pas de prédire les performances futures.**

Tout au long de l'année 2023, nous avons privilégié les titres adossés à des actifs de meilleure qualité pour leurs rendements élevés et/ou leurs capacités de diversification. Ces thèmes restent d'actualité en 2024. Les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences (MBS) restent intéressants à nos yeux. Des rendements supérieurs à 5 % pour une classe d'actifs peu volatile continuent à en faire une source de revenus utile et une source de diversification au sein des portefeuilles.⁵

Les obligations sont revenues à leur point de départ

Nous pensons que 2024 sera une année de transition cruciale. Les investisseurs doivent rester attentifs à la désinflation - la baisse du taux d'inflation - car il existe une grande différence entre la désinflation liée à la demande (récession) et celle liée à l'offre (amélioration de la productivité, baisse des coûts des échanges commerciaux et des goulets d'étranglement). La Chine sera un atout ou un inconvénient majeur pour l'économie mondiale en fonction de son approche en matière de relance de son économie. Le ralentissement de la croissance en Europe pourrait encore déterminer l'ordre du jour. L'attention se portera à nouveau sur les dépenses fiscales imprudentes et nous pourrions assister à une certaine volatilité alors que plusieurs grandes économies se préparent à des élections.

Les risques n'ont donc pas disparu, mais nous pensons qu'il est temps de sortir votre compas et votre rapporteur. Les marchés des obligations sont revenus à leur point de départ. Avec la remontée des rendements, ils reprennent leur rôle traditionnel en offrant à la fois un niveau de revenu attractif et une diversification par rapport aux actifs risqués.

Notes de bas de pages

¹Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, indice des prix à la consommation (IPC) : toutes les composantes moins le logement, sa dernière variation annuelle en pourcentage jusqu'en octobre 2023 était de 1,5 %. Chiffre actualisé au 14 novembre 2023.

²Source : Bloomberg, World Interest Rate Projections, données correctes au 20 novembre 2023. Rien ne garantit que les tendances passées se maintiendront ou que les prévisions se réaliseront.³Source : basé sur les périodes de récession du National Bureau of Economic Research (NBER) pour les États-Unis en 1980, 1981, 1990, 2001, 2008 et 2020, et sur divers articles de presse précédant les récessions.

⁴Source : U.S. Bureau of Economic Analysis, « Personal Consumption Expenditure » (PCE) « core », dernière variation annuelle en pourcentage jusqu'en septembre 2023. Le PCE « core » exclut les denrées alimentaires et l'énergie. Le PCE « headline » était de 3,4 %.

⁵ : Bloomberg, indice Bloomberg US Mortgage Backed Securities (MBS). Yield to worst au 20 novembre 2023. L'indice Bloomberg US MBS suit les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences (MBS) à taux fixe garantis par Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae. Les rendements peuvent varier dans le temps et ne sont pas garantis.

Informations importantes

La diversification ne garantit pas un bénéfice et n'élimine pas non plus le risque de perte. Les titres obligataires sont soumis aux risques de taux d'intérêt, d'inflation, de crédit et de défaut. Le marché obligataire est volatil. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, le prix des obligations baisse généralement, et vice versa. Le remboursement du capital n'est pas garanti et les prix peuvent baisser si un émetteur n'honore pas ses paiements en temps voulu ou si sa solidité financière se détériore. Les obligations high yield ou « junk » impliquent un plus grand risque de défaut et de volatilité des prix. Elles peuvent connaître des variations de prix soudaines et brutales. Les produits titrisés, tels que les titres adossés à des créances hypothécaires ou à des actifs, sont plus sensibles aux variations de taux d'intérêt, présentent un risque d'extension et de remboursement anticipé et sont soumis à des risques de crédit, de valorisation et de liquidité plus importants que les autres titres obligataires.

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur au moment de la publication et peuvent différer de celles d'autres personnes/équipes de Janus Henderson Investors. Les références faites à des titres individuels ne constituent pas une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur de marché, et ne doivent pas être considérées comme rentables. Janus Henderson Investors, son conseiller affilié ou ses employés peuvent avoir une position dans les titres mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Toutes les données de performance tiennent compte du revenu, des gains et des pertes en capital mais n'incluent pas les frais récurrents ou les autres dépenses du fonds. La valeur d'un investissement et ses rendements peuvent augmenter ou diminuer et vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine.

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

Communication Publicitaire

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

Le groupe Janus Henderson est un gestionnaire d'actifs mondial de premier plan qui a pour mission d'aider ses clients à définir et à atteindre des résultats financiers supérieurs grâce à une vision différenciée, à un processus d'investissement rigoureux et à un service de premier ordre.

Au 30 septembre 2023, Janus Henderson comptait environ 308,3 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.