

POINT DE VUE

Perspectives d'investissement 2022 – Marchés obligataires

Obligations : Le baroud d'honneur

L'impact décalé des politiques de relance devrait dans un premier temps stimuler les bénéfiques et l'inflation, mais au fil de l'année 2022, un contexte plus familier risque d'émerger. Jim Cielinski, Responsable mondial de la gestion obligataire, estime qu'il est peut-être trop tôt pour se défaire de ce qui a été fait auparavant.

Principaux points

- Le débat sur l'orientation de l'inflation devrait dominer les marchés au début de 2022, alimentant les craintes d'une surchauffe de l'économie.
- Pourtant, de nombreux facteurs donnent à penser que les banques centrales ont raison d'adopter une approche graduelle de la suppression des politiques monétaires accommodantes.
- En fin de compte, nous voyons une hausse gérable des rendements obligataires, certaines des forces désinflationnistes commençant à se réaffirmer à mesure que les distorsions de l'économie mondiale s'atténuent

« Les choses vont probablement empirer avant de s'améliorer. » C'est ce que répètent souvent les parents à des enfants inquiets ou les médecins à des patients préoccupés. C'est également le pronostic probable de l'inflation à court terme.

La gestion de la COVID-19 a amplifié les normes acceptables des politiques monétaires et budgétaires et les mesures de stimulation passées continuent de diffuser dans l'économie, soutenant les bénéfiques des entreprises et les prix des actifs. La Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé en novembre qu'elle allait réduire ses achats d'actifs. Pourtant, la réduction du soutien n'est pas une hausse des taux. C'est juste être moins accommodant. Cela peut sembler être de la sémantique, mais c'est important car cela implique que la Fed pense toujours qu'un soutien est nécessaire pour que l'économie atteigne ses objectifs d'inflation moyenne et de plein emploi. Est-il à craindre que la Fed fasse une erreur de politique et que son point de vue selon lequel une inflation plus élevée est transitoire (le jargon des banques centrales pour dire temporaire) soit erroné ?

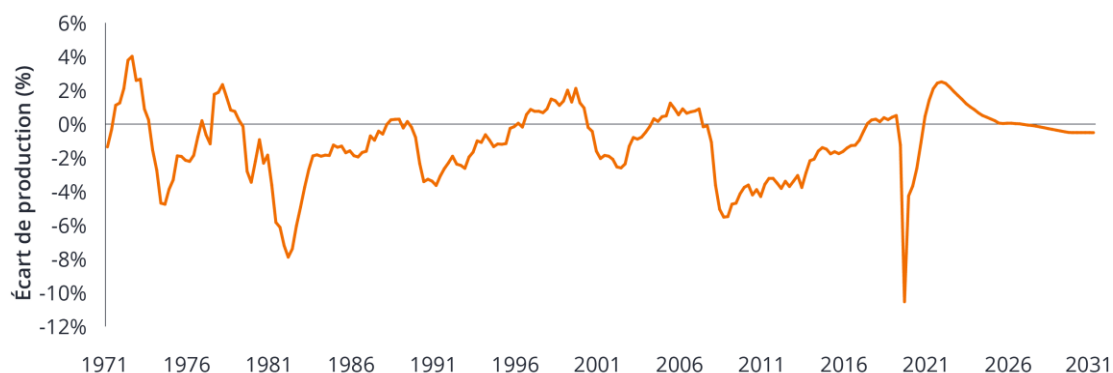
Inflation : le pouvoir du chiffre trois

Pour que l'inflation soit plus permanente, il faut trois facteurs clés. Premièrement, combler l'écart de production. Il s'agit de la différence entre ce que l'économie produit actuellement et ce qu'elle a le potentiel à long terme de produire avec efficacité. Un écart de production négatif indique la présence de capacités inutilisées (slack) dans l'économie. Un écart de production positif se produit lorsque l'économie connaît une croissance supérieure à la tendance et que la demande est très élevée, ce qui contribue à l'inflation. À cet égard, il

semble bien que nous entrons dans une période inflationniste (figure 1). L'incertitude est que les écarts de production sont difficiles à prévoir avec précision.

Graphique 1 : La croissance économique américaine semble devoir dépasser son potentiel

Écart de production réel aux États-Unis en % du PIB



Source : Bloomberg, Congressional Budget Office, 31 décembre 1971 au 31 décembre 2031, en date du 5 novembre 2021. Les chiffres au-delà de 2020 sont des estimations et ne sont pas garantis.

Deuxièmement, il faut des salaires plus élevés. Les pressions salariales sont évidentes, même s'il s'avère difficile de distinguer les distorsions de la COVID des tendances à plus long terme. Les taux de participation (les travailleurs disposés à travailler en pourcentage de la main-d'œuvre) semblent avoir baissé, car certains travailleurs âgés ont choisi de prendre une retraite anticipée (en partie grâce à la bonne tenue des marchés d'actifs et donc des fonds de pension) ou des problèmes de santé les découragent de travailler. Les salaires des travailleurs les moins bien payés et les salaires minimums ont augmenté, ce qui pourrait inciter les travailleurs des échelons supérieurs à exiger des salaires plus élevés pour maintenir les écarts de rémunération. Si, comme nous le soupçonnons, les prix des produits de base se tassent, cela devrait contribuer à faire baisser les taux d'inflation l'année prochaine et potentiellement freiner les négociations salariales. Nous sommes préoccupés par le coût du logement. Les loyers équivalents des locataires et des propriétaires représentent environ 40 % de l'IPC de base américain¹ et nous pensons que l'inflation restera élevée en 2022. La composition de la croissance et de l'inflation sera également une dynamique intéressante en 2022, car les dépenses devraient s'orienter vers les services et non plus vers les biens.

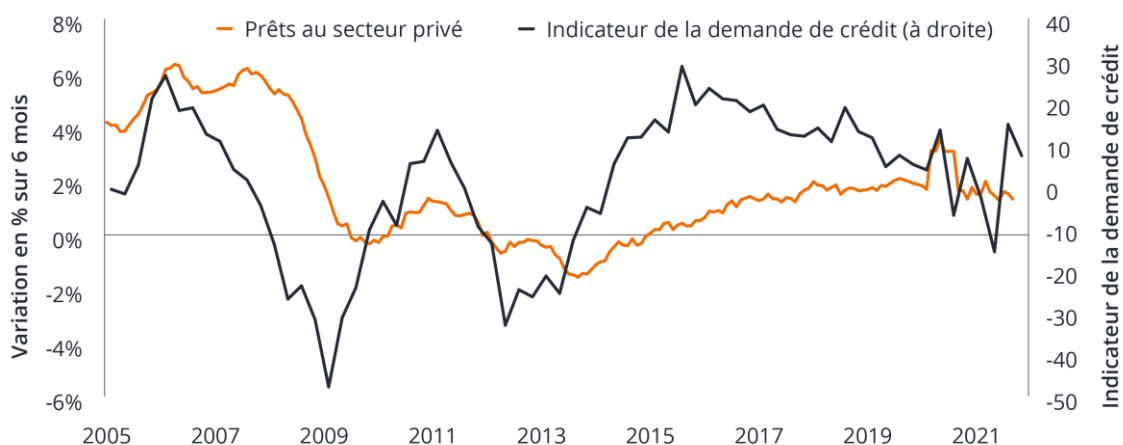
L'inflation du secteur des services a tendance à être plus rigide que celle des biens. À quand remonte la dernière fois que votre coiffeur vous a proposé une réduction de prix ?

Troisièmement, la création de crédit dans le secteur privé doit s'accélérer. En d'autres termes, les consommateurs les plus enthousiastes doivent emprunter plus. L'augmentation de l'argent qui circule dans l'économie peut faire augmenter les prix grâce à l'effet multiplicateur, car les banques prêtent à nouveau l'argent déposé. À cet égard, la demande de crédit du secteur privé ne semble pas élevée. Aux États-Unis, le crédit à la consommation a augmenté à un taux annuel de 5,6 % au troisième trimestre de 2021 ; à titre de comparaison, la croissance annuelle était de 4,6 % en 2019, ce qui n'est pas vraiment une hausse fulgurante.² En Chine, la croissance du crédit est faible car les autorités répriment

la croissance de la dette, tandis qu'en Europe, la croissance du crédit est conforme aux dernières années (figure 2).

Graphique 2 : La création de crédit dans la zone euro est loin d'être excessive

Prêts bancaires au secteur privé dans la zone euro (variation en % sur 6 mois) et indicateur de la demande de crédit de la BCE



Source : Refinitiv Datastream, Banque centrale européenne, Prêts bancaires de la zone euro au secteur privé (ajustés), variation en % par rapport à il y a 6 mois ; ECB Bank lending Survey Credit Demand Indicator (dernier trimestre), 31 janvier 2005 au 31 octobre 2021.

Dans l'ensemble, nous pensons que l'inflation se résorbera plus tard en 2022, notamment parce que l'inflation peut semer les graines de sa propre disparition si elle agit comme une taxe sur les consommateurs, en réduisant la demande. Elle touche également les ménages moins riches (qui ont une propension marginale à consommer plus élevée) plus que les riches (actifs). De plus, il y a eu quelques bizarreries au cours des 18 derniers mois qui, à mesure qu'elles se diffusent dans le système, devraient, selon nous, faire baisser l'inflation.

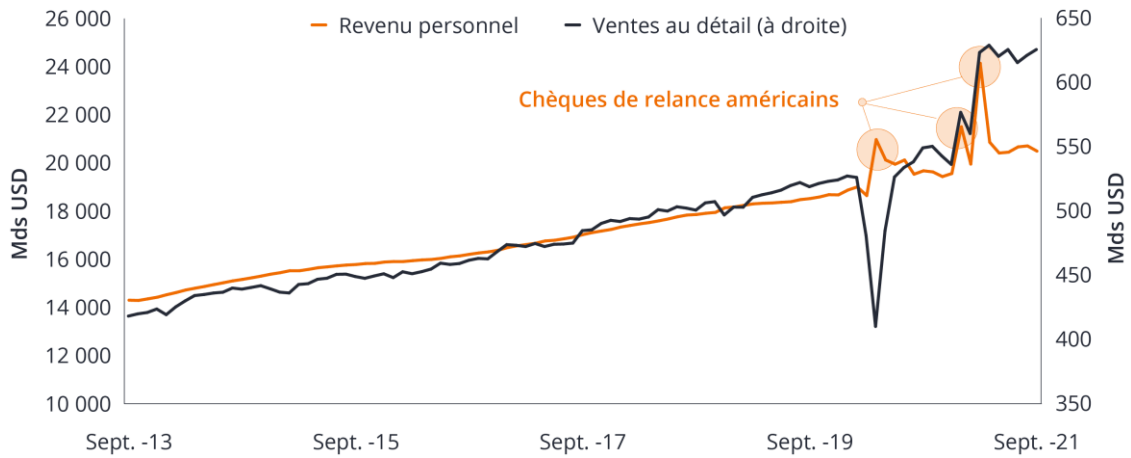
Nombres imaginaires et prévisions de taux

En plaçant la barre très bas, il est facile de la dépasser. Les bénéfices des entreprises ont connu un énorme rebond en 2021, les déploiements de vaccins ayant galvanisé la reprise économique, mais les bénéfices et la croissance économique devraient tous deux ralentir en 2022, ne serait-ce qu'en raison de comparaisons plus difficiles d'une année sur l'autre. Les déséquilibres de la chaîne d'approvisionnement induits par le verrouillage (par exemple, les porte-conteneurs dans les mauvais ports, le manque de microprocesseurs, le manque de personnel dans les entreprises de logistique et d'hôtellerie) sont toujours présents, mais au cours de l'année 2022, nous nous attendons à ce que les pièces du puzzle se réassemblent lentement. Pour l'instant, les risques d'inflation semblent orientés à la hausse, mais si les stocks constitués par les entreprises ne parviennent pas assez rapidement aux clients, cela pourrait entraîner des excédents de stocks de produits.

Les consommateurs ont également été stimulés par l'augmentation temporaire de la richesse résultant de l'épargne forcée liée à la pandémie et aux aides du gouvernement, mais les augmentations de richesse sont généralement moins efficaces que les augmentations de revenu pour modifier les habitudes de dépenses à long terme. Si tel est le cas, le dynamisme des ventes au détail pourrait commencer à être mis à mal lorsque les niveaux de revenu personnel reviendront à la tendance (figure 3). Les niveaux d'épargne personnelle reviennent également vers les niveaux tendanciels. Un test clé pour les crédits d'entreprise en 2022 sera d'identifier les flux de trésorerie qui ont été temporairement soutenus par ces effets.

Graphique 3 : La forte demande des consommateurs pourrait faiblir

Revenu personnel total américain (annualisé) et ventes au détail totales mensuelles



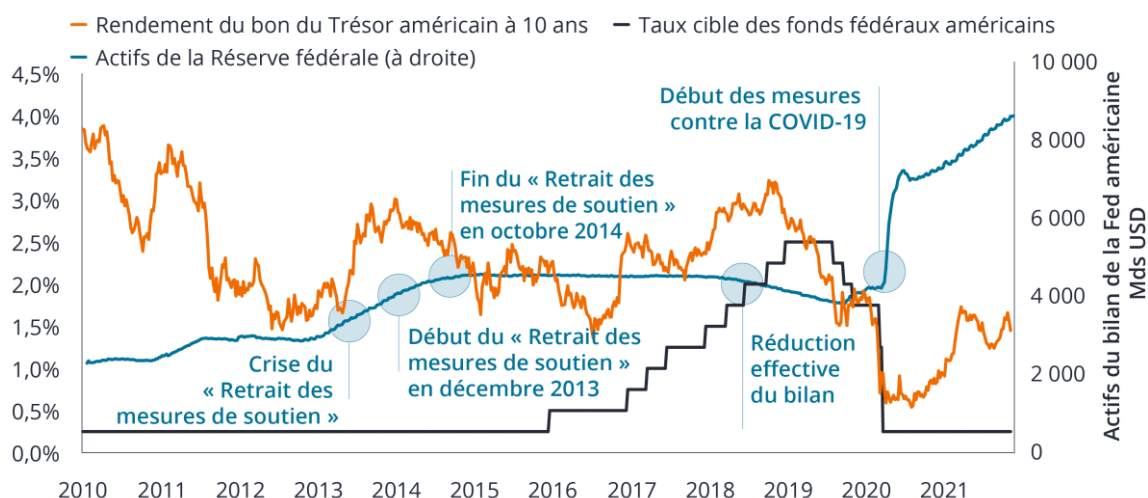
Source : Bloomberg, Bureau of Economic Analysis, US personal income, Taux annuel total ajusté en fonction des variations saisonnières, Mds d'USD ; US Census Bureau, US retail and food services sales, total ajusté en fonction des variations saisonnières, Montant mensuel, Mds d'USD, septembre 2013 à septembre 2021.

Un autre aspect important est la Chine. Les autorités chinoises s'attachent à remodeler l'économie en maîtrisant les niveaux d'endettement (désendettement), en renforçant la concurrence et en atténuant les déséquilibres de richesse. Le corollaire est que la croissance économique de la Chine pourrait ralentir. La croissance du produit intérieur brut (PIB) de la Chine, de 4,9 % (en glissement annuel) au troisième trimestre de 2021, conforme au même taux un an plus tôt. Pour un monde habitué à ce que la Chine connaisse une croissance moyenne de 8,4 % en rythme annuel entre 2010 et 2014 et de 6,6 % en rythme annuel entre 2015 et 19, il s'agit d'un ralentissement important, qui a des répercussions plus larges sur la croissance mondiale.³

Le marché pourrait donc exagérer les craintes de resserrement. Souvenez-vous, la dernière fois que la Fed américaine a procédé à un retrait de son soutien, celui-ci s'est conclu en octobre 2014, mais la première hausse des taux d'intérêt n'est intervenue qu'en décembre 2015 et les taux sont ensuite restés stables pendant un an (figure 4). Si l'inflation montre des signes d'apaisement d'ici l'été, nous pourrions nous attendre à un épisode de resserrement modéré similaire - pour 2022 au moins. Au-delà des États-Unis, la présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde, a déjà repoussé la perspective d'un relèvement de son taux directeur en 2022. Les souvenirs des hausses prématurées de 2011 décidées par le président de la BCE de l'époque, Jean-Claude Trichet, qui ont contribué à bloquer la reprise en Europe, seraient encore dans les mémoires.

Graphique 4 : Le tapering ne doit pas nécessairement signifier une hausse imminente des taux

Historique de la politique monétaire américaine (2010 à 2021)



Source : Refinitiv Datastream, US Federal Funds Target Rate (fourchette actuelle 0,00-0,25 %), US Benchmark 10-year government bond (redemption yield %), Federal Reserve Total Assets on balance sheet (USD billions), 1 January 2010 to 5 November 2021.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

A couteaux tirés : la demande de revenus face à l'inflexion des politiques

Ne pas être d'accord avec la vision relativement optimiste de la Fed et de la BCE sur l'inflation signifierait croire que nous sommes sur une voie complètement différente de celle qui a précédé la COVID. Les marchés sont connus pour avoir surestimé la trajectoire des hausses de taux au cours des deux dernières décennies, même si nous pensons que la Fed et la BCE se sont améliorées récemment en matière de communication sur la trajectoire probable de leur politique.

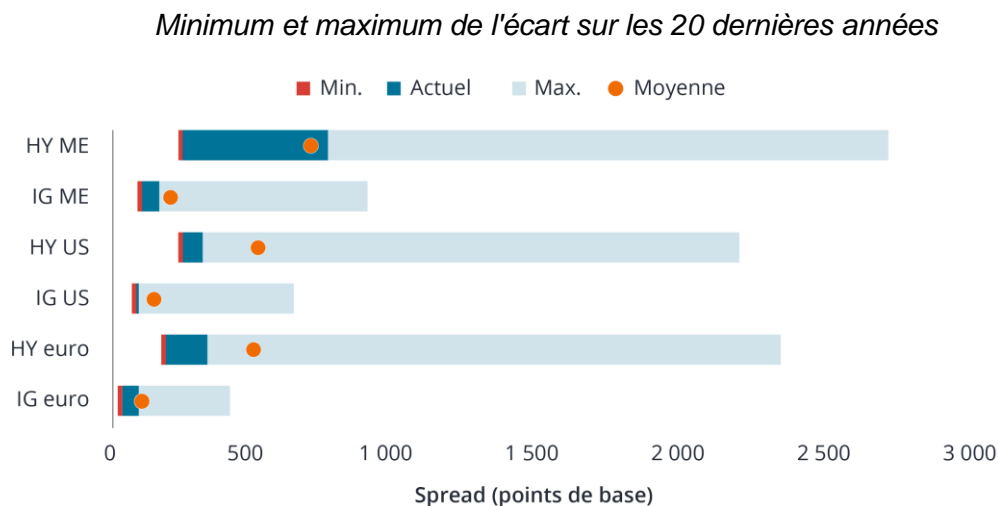
Nous pensons que les forces désinflationnistes et déflationnistes de la technologie et de la numérisation restent intactes, tandis que les relations commerciales remises sur pied relanceront l'efficacité de la concurrence globale. En fait, la perturbation de la COVID a peut-être contribué à prolonger la phase de milieu de cycle de l'économie et du crédit.

Pour les investisseurs en crédit, cet environnement de milieu de cycle est susceptible de prolonger en 2022 certaines des caractéristiques de 2021. Nous pensons que les entreprises continueront d'assainir leurs bilans et que le taux de défaut des obligations à haut rendement (la proportion d'entreprises qui ne parviennent pas à rembourser les détenteurs d'obligations) restera modéré. La Chine pourrait faire exception à la règle, car les tensions dans l'immobilier pourraient être permanentes, le secteur devant s'adapter à des conditions d'emprunt plus contraignantes.

Étant donné que nous n'anticipons pas un ajustement important à la hausse des rendements obligataires, les investisseurs vont continuer leur quête de rendement. Cela devrait soutenir le haut rendement, qui est également aidé par sa plus grande sensibilité aux conditions des entreprises. Nous pensons que l'amélioration des fondamentaux des entreprises permettra à un plus grand nombre d'émetteurs à haut rendement d'accéder à la catégorie IG, bien que la période 2022 soit également susceptible de voir une plus grande dispersion des performances, l'inflexion de la politique amenant les investisseurs à prêter davantage.

attention aux niveaux d'endettement. Des spreads relativement faibles signifient que les obligations de qualité sont susceptibles de voir leur performance dictée davantage par les mouvements des marchés des taux d'intérêt.

Graphique 5 : Les spreads de crédit sont proches de leurs niveaux historiques



Source : Bloomberg, ICE BofA Indices obligataires. Le spread de crédit est l'écart ajusté de l'option par rapport au rendement des obligations d'État. Spread minimum, moyen et maximum, plus spread actuel (9 novembre 2021) sur 20 ans jusqu'au 9 novembre 2021.

EM = marchés émergents, HY = haut rendement, IG = investment grade. Un point de base (pb) est égal à 1/100ème de point de pourcentage. 1 pb = 0,01 %, 100 pb = 1 %.

Le resserrement des spreads a été également réparti. Les titres adossés à des hypothèques et à des actifs ont connu une amélioration fondamentale similaire, offrant un mélange de revenus en conjonction avec un effet de levier plus faible. De nombreux secteurs du marché hypothécaire, qui ont été à l'origine de la crise financière mondiale de 2008, sont en mode convalescence depuis plus d'une décennie.

Rendements obligataires plus élevés : ce n'est peut-être pas une mauvaise chose

Les chiffres relativement élevés de l'inflation globale prévus pour le début de 2022 signifient que nous sommes susceptibles de conserver la hausse des rendements obligataires observée à la fin du second semestre de 2021. Des rendements obligataires un peu plus élevés ne sont pas forcément une mauvaise chose. Une légère hausse est gérable, offrant des possibilités de réinvestissement à des rendements plus élevés. Les assureurs, les banques et les fonds de pension en bénéficieraient probablement.

En fait, la récente remontée des rendements obligataires, conjuguée à la hausse des cours des actions, pourrait entraîner une augmentation de la demande d'obligations de la part des fonds de pension en 2022. En effet, à mesure que l'écart de financement entre l'actif d'un fonds de pension et son passif (le montant nécessaire pour verser les paiements attendus aux retraités au cours de leur vie) se réduit, les fonds de pension sont de plus en plus incités à bloquer le passif correspondant. En clair, cela consiste à acheter davantage d'obligations, étant donné qu'elles présentent une moindre volatilité du capital.

Cela intervient à un moment où l'offre d'obligations dans certaines régions pourrait diminuer. La reprise économique signifie que les recettes publiques devraient continuer à s'améliorer. En conséquence, nous nous attendons à ce que la plupart des gouvernements (en l'absence d'un autre choc) empruntent moins en 2022. Le Fonds monétaire international prévoit que les emprunts publics nets passeront de 10 % du PIB des économies développées en 2021

à 5,4 % en 2022⁴ Ceux qui sont cyniques quant à l'étendue réelle de l'indépendance des banques centrales pourraient noter que la diminution des émissions nettes d'obligations d'État coïncide avec la réduction des programmes d'achat d'actifs des banques centrales. Quoi qu'il en soit, une offre moindre pourrait contrecarrer la pression à la hausse sur les rendements des obligations d'État résultant de l'absence ou de la présence réduite des achats nets des banques centrales.

Là où nous voyons une augmentation de l'offre en 2022, c'est parmi les obligations labellisées. Nous entendons par là les obligations liées à des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Il s'agit d'un domaine en plein essor, les consommateurs, les clients et les gouvernements exigeant des mesures pour améliorer l'environnement, lutter contre les inégalités et promouvoir une bonne gouvernance d'entreprise. Les engagements ESG nécessiteront beaucoup de financement, et les obligations ont un rôle à jouer pour combler ce manque.

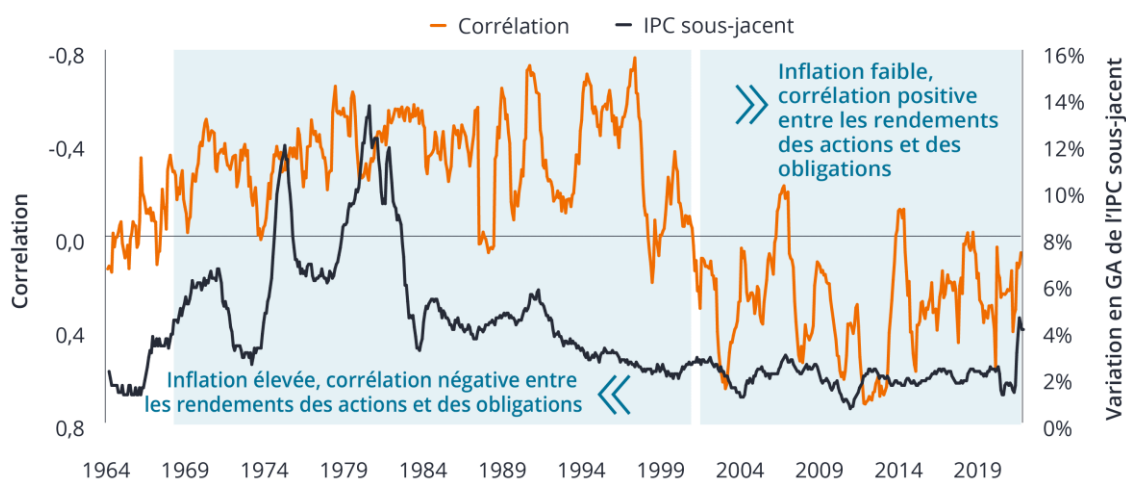
Les obligations permettent d'avancer les dépenses en fournissant un financement immédiat qui est remboursé au fil du temps, ce qui en fait un véhicule capitalistique utile pour les projets de transformation structurelle.

Inflation : le sursaut du début devrait s'estomper

Le niveau d'inflation est important car il peut avoir un impact sur le désir de détenir des obligations, non seulement pour le rendement mais aussi pour la diversification. Le graphique 6 montre que lorsque l'inflation est faible (inférieure à 3 %), il existe généralement une corrélation positive entre les rendements des obligations d'État américaines et les actions américaines. Comme les prix des obligations évoluent généralement dans le sens inverse des rendements obligataires, les avantages de la diversification sont plus importants dans un environnement de faible inflation où les rendements obligataires baissent et les prix augmentent en même temps que les actions.

Graphique 6 : Une ère de faible inflation est propice à la diversification des actifs

Inflation IPC de base et corrélation entre l'indice S&P 500® et le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans



Source : Bloomberg, Deutsche Bank, Inflation IPC de base (tous les articles moins l'alimentation et l'énergie), variation en pourcentage en glissement annuel, points de données mensuels ; Corrélation entre l'indice S&P

500 et le rendement des obligations à 10 ans du gouvernement américain, variations hebdomadaires, roulement sur 12 mois, axe inversé, du 31 janvier 1964 au 31 septembre 2021.

Ce n'est donc plus seulement la crédibilité de la Fed qui est en jeu si l'inflation s'avère ne pas être transitoire. Des coûts d'emprunt plus élevés et une diversification plus faible ne sont que deux des résultats indésirables si l'inflation n'est pas stabilisée. Pourtant, il est difficile de voir les problèmes d'approvisionnement à court terme l'emporter sur les tendances structurelles à long terme. L'année 2022 commencera sous le signe de l'inflation, mais nous prévoyons que le monde plus familier de la désinflation refera surface à la fin de l'année.

Ce qui est certain, c'est que l'appétit pour un rendement et un revenu plus élevés est insatiable. L'inflation est le risque qui peut bouleverser le contexte positif, principalement parce que c'est le facteur qui a le pouvoir d'effrayer à la fois les marchés et les décideurs politiques. Si les banquiers centraux parviennent à éviter la panique et à contenir les pressions actuelles sur les prix, les marchés devraient afficher une plus grande volatilité mais en sortir relativement indemnes, soutenus par la reprise des flux de trésorerie et des bénéfices.

¹ Source : Bureau of Labour Statistics, tableau 1, indice des prix à la consommation pour tous les consommateurs urbains : Tous les articles moins l'alimentation et l'énergie (IPC de base), poids combiné du loyer de la résidence principale et du loyer équivalent des propriétaires en septembre 2021, diffusion en octobre 2021.

² Source : Réserve fédérale américaine, communiqué G.19 sur le crédit à la consommation, novembre 2021.

³ Source : Refinitiv Datastream, Bureau national des statistiques de Chine, croissance du PIB, prix constants, T1 2010 au T4 2014 inclus, T1 2015 au T4 2019 inclus, T3 2021.

⁴ Source : Fonds monétaire international, Perspectives de l'économie mondiale, annexe statistique, tableau A8, octobre 2021.

Informations presse

Aurore Cantot

Consultante - 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 (JHG) 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 actions quantitatives, les stratégies multi-actifs et les stratégies alternatives.

Au 30 septembre 2021, les actifs sous gestion de Janus Henderson se montaient à 419 Mds USD, ses effectifs étaient de plus de 2 000 collaborateurs et ses équipes étaient réparties dans 25 villes dans le monde. Basée à Londres, la société est cotée à la bourse de New York (NYSE) et à la bourse australienne (ASX).

Ce communiqué de presse est destiné uniquement aux médias et ne doit pas être utilisé par des investisseurs particuliers, des conseillers financiers ou des investisseurs institutionnels. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.

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.