

L'heure d'envisager les opportunités des marchés obligataires ?



Jim Leaviss, Chief Investment Officer, Public Fixed Income

Septembre 2022

Points clés

- Les investisseurs se montrent de plus en plus préoccupés par le risque d'une récession économique mondiale, compte tenu d'une activité économique en Europe susceptible d'être affectée par l'incertitude entourant les approvisionnements en gaz.
- Certains signes indiquent que l'inflation pourrait avoir culminé outre-Atlantique, même si nous pensons que nombre des forces, telles que la mondialisation, qui ont maintenu au plus bas l'inflation pendant tant d'années pourraient commencer à s'essouffler.
- Après les fortes baisses intervenues cette année, nous sommes convaincus que l'univers obligataire offre désormais des opportunités à long terme aux investisseurs flexibles et diversifiés.

La valeur et les revenus générés par l'actif d'un fonds fluctueront à la hausse comme à la baisse. Ainsi, la valeur de votre investissement pourra aussi bien baisser qu'augmenter. Il est possible que vous ne récupériez pas la totalité de votre investissement initial. Dès lors qu'il est fait mention de performances, veuillez noter que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Hausse des températures et des prix

En Europe, tout au moins, l'été s'est révélé être implacablement sec, chaud, agité et imprévisible. Déjà très élevée, l'inflation demeure une source de préoccupation majeure. La crise du « coût de la vie » inquiète les salariés (les conflits sociaux ont augmenté), les consommateurs et les entreprises.

Les États tentent de faire face à la situation en combinant politique budgétaire, plafonnement des prix, appels au rationnement et accords commerciaux en matière d'énergie avec des pays voisins (par exemple, la France pourrait approvisionner l'Allemagne en gaz, tandis que l'Allemagne pourrait fournir de l'électricité à la France). Au Royaume-Uni, il a été évoqué un gel des augmentations de prix des factures d'énergie, associé à une annulation de certaines hausses d'impôts. Les factures d'énergie devraient ainsi passer d'une moyenne de 1 971 livres sterling à un niveau plafonné d'environ 2 500 livres sterling en octobre. Le plafonnement des prix de l'énergie à un niveau considéré comme relativement abordable a été la première mesure annoncée par la nouvelle Première ministre Liz Truss. Mais, certains ont alerté sur le fait que, même dans ces conditions, de nombreuses familles allaient connaître d'extrêmes difficultés financières. Dans le même temps, Berlin a annoncé un plan de 65 milliards d'euros d'allègements fiscaux et de mesures d'aide à destination des plus modestes.

Cet automne pourrait également être caractérisé par une volatilité des marchés sous l'effet de nombreux événements connus. La Banque centrale européenne (BCE) vient de relever ses taux d'intérêt de 75 points de base et a déclaré que d'autres hausses allaient suivre au cours des prochains mois, tandis que la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait quant à elle procéder à un nouveau relèvement dans le courant du mois. Des élections anticipées vont avoir lieu en Italie à la fin du mois et, selon les prévisions, le parti d'extrême droite Frères d'Italie pourrait l'emporter. Dans le même temps, les inquiétudes liées aux approvisionnements en gaz russe risquent de persister et la guerre en Ukraine se poursuit sans aucun signe patent de résolution à court terme.

Aux États-Unis, l'intensification du programme de resserrement quantitatif est bien annoncée et devrait donc, en théorie, être déjà intégrée dans les cours. Ailleurs, les tensions à Taïwan se poursuivent et une grande attention va être prêtée à la stricte politique « zéro Covid » de la Chine, ainsi qu'à son marché immobilier où des propriétaires ayant acheté des logements sur plan ont refusé de rembourser des mensualités de leurs crédits en réaction à des retards ou des interruptions des chantiers de construction et où les prix ont baissé.

De l'inflation à la récession

Cette année s'est incontestablement avérée brutale pour les marchés obligataires, sur fond d'inflation obstinément élevée et de propos de plus en plus offensifs de la part des banques centrales du monde entier. Et cet été, les sources d'inquiétude et d'incertitude du marché se sont intensifiées, d'où les ventes massives dont l'ensemble de la classe d'actifs a été témoin. Par exemple, le rendement de l'emprunt d'État américain à 10 ans a littéralement bondi, de près de 1,5 % début 2022 jusqu'à 3,5 % plus tôt dans l'année.

De mêmes mouvements ont généralement été observés sur les marchés des emprunts d'État des autres pays développés. En effet, la BCE et la Banque d'Angleterre se sont elles aussi lancées dans leurs propres cycles de relèvement des taux afin de lutter contre l'envolée des prix. Début septembre, le rendement du gilt britannique à 10 ans s'est ainsi hissé à 3 %, son plus haut niveau depuis 2014.

Toutefois, au cours des deux derniers mois, le centre de l'attention des marchés a changé en passant de l'inflation au risque d'une récession mondiale. La courbe des emprunts d'État américains s'est profondément inversée, indiquant par là même que les marchés obligataires commencent à se projeter au-delà du cycle actuel de normalisation des taux et à anticiper la possibilité de voir la Fed devoir commencer à baisser ses taux en 2023 afin de tenter de parer au ralentissement de la croissance.

Le plus grand risque de ralentissement économique revient probablement à l'Europe, en raison des incertitudes entourant les approvisionnements en gaz qui pourraient avoir un impact important sur la croissance allemande en particulier.

Toutefois, compte tenu des taux d'inflation de près de deux chiffres en Europe, nous pensons que la BCE va devoir, pour le moment, poursuivre ses relèvements afin de préserver sa crédibilité - elle doit être perçue comme agissant. Ce qui est encore flou à ce stade, c'est le niveau auquel l'inflation va devoir tomber avant que la Banque centrale ne soit prête à recommencer à assouplir sa politique. Dans l'intervalle, nous pourrions assister à d'autres initiatives visant à donner un coup de pouce à la croissance européenne, telles que de nouvelles mesures de relance budgétaire.

Le Royaume-Uni fait face à une inflation extrêmement élevée et un fort ralentissement de la croissance. La Banque d'Angleterre apparaît également un peu plus accommodante que ses consœurs, même que la BCE. En outre, la livre sterling continue de plonger. La devise a ainsi récemment connu sa plus lourde chute mensuelle face au dollar américain depuis le référendum sur le Brexit en 2016. Cette situation va créer de nouvelles pressions sur les coûts dans la mesure où les importations pèsent lourdement dans l'économie britannique. Pour ces raisons, l'inflation au Royaume-Uni pourrait rester plus élevée pendant plus longtemps que dans d'autres régions. Nous demeurons prudents à l'égard de la livre sterling et, plus généralement, des actifs britanniques.

À quoi désormais s'attendre sur le front de l'inflation ?

Si rien n'est encore certain, des signes laissent néanmoins à penser que l'inflation américaine pourrait avoir atteint un point culminant et commencer à marquer le pas durant le reste de l'année. Les chaînes d'approvisionnement reviennent progressivement à la normale, tandis que plusieurs matières premières ont également vu leurs prix baisser, à l'image du cuivre et du pétrole. Du côté de la demande, la hausse des taux d'intérêt et le resserrement budgétaire devraient commencer à freiner la croissance économique, ce qui devrait à son tour exercer des pressions baissières sur l'inflation. Tenant également compte de puissants effets de base, nous pensons que l'inflation outre-Atlantique pourrait bien tomber sous les 4 % d'ici l'année prochaine, même s'il existe clairement de nombreux éléments mobiles susceptibles de changer cette trajectoire assez rapidement.

Toutefois, après 2023, nous pensons que la Fed pourrait avoir plus de mal à contenir l'inflation en-deçà de 2 % que par le passé. En effet, nombre des forces qui ont contribué à maintenir au plus bas l'inflation pendant tant d'années pourraient commencer à s'essouffler. En particulier, la mondialisation devrait être une force moins puissante à l'avenir, sous l'effet de phénomènes comme la délocalisation des chaînes d'approvisionnement et le recours accru aux droits de douane et à d'autres pratiques restreignant la libre concurrence.

Une baisse progressive de l'inflation conjuguée à un ralentissement de la croissance pourrait offrir un environnement favorable aux marchés obligataires internationaux. Ayant entamé l'année en sous-pondérant fortement la durée, nous avons donc progressivement allongé cette dernière au sein de

nos portefeuilles tout au long de 2022 et privilégions actuellement un positionnement plus neutre en la matière.

Les opportunités dans le crédit et ailleurs

Les marchés du crédit ont également éprouvé des difficultés en 2022, pénalisés par la détérioration du sentiment qui, là-aussi, a résulté de l'attitude offensive de la Fed. Les rendements des obligations d'entreprises « investment grade » américaines s'établissent désormais à des niveaux plus élevés qu'au plus fort de la crise du Covid-19. La principale différence cette fois-ci est que la forte hausse des rendements est essentiellement revenue à l'augmentation du taux sans risque, alors que les spreads de crédit eux-mêmes se sont relativement bien comportés.

À l'heure actuelle, les marchés du crédit semblent anticiper un ralentissement de l'activité, mais pas une véritable récession. C'est pourquoi nous pensons que le moment est opportun pour accroître quelque peu le niveau du risque de crédit d'un portefeuille, mais tout en demeurant extrêmement sélectifs en privilégiant les entreprises de meilleure qualité et plus défensives qui devraient mieux résister en cas de scénario plus récessionniste.

L'autre aspect positif est que nous nous attendons à voir les taux de défaut rester peu élevés au sein de la plupart des segments du marché, de nombreuses entreprises ayant déjà saisi l'occasion de refinancer leur dette depuis plusieurs années. Dans l'ensemble, nous pensons que les investisseurs sont bien rémunérés pour le risque de crédit pris dans l'univers du haut rendement. Toutefois, nous demeurons prudents à l'égard de certains segments, comme notamment celui des titres notés CCC qui pourrait être témoin d'une augmentation significative des défauts. Selon nous, les sociétés de plusieurs secteurs pourraient également être en proie à des difficultés, en particulier au sein de la distribution et de l'immobilier européen.

Une autre classe d'actifs obligataire qui nous apparaît historiquement attractive est celle de la dette des marchés émergents. Elle a accusé de lourdes chutes cette année et les rendements sont désormais très élevés. En dépit de la vigueur continue du dollar américain et des facteurs défavorables auxquels est confrontée l'économie mondiale, nous pensons qu'il existe aujourd'hui des segments du marché présentant des valorisations particulièrement attractives. Les performances dans des régions telles que l'Amérique latine, par exemple, sont restées relativement insensibles aux conséquences de la guerre en Ukraine et de nombreux pays latino-américains continuent de bénéficier des prix élevés des matières premières.

L'appréciation du dollar américain peut-elle se poursuivre ?

Le dollar américain a été la devise la plus performante en 2022, et ce, en s'appréciant fortement face à la quasi-totalité des principales devises de la planète. Cette surperformance s'explique par son statut de « valeur refuge » et le caractère attractif de ses différentiels de taux par rapport à d'autres régions et pays, comme la zone euro et le Japon. Toutefois, si la Fed est en mesure d'orchestrer un atterrissage en douceur (à savoir de relever ses taux d'intérêt sans pour autant provoquer de ralentissement économique majeur), nous pensons que le dollar américain pourrait par la suite s'orienter à la baisse. Cependant, si l'atterrissage de l'économie se révèle brutal et le ralentissement économique plus prononcé, nous assisterons probablement à un nouveau renforcement du dollar. À l'inverse, le

yen japonais a quant à lui été à la peine au cours des deux dernières années. Il a lui aussi été principalement victime du différentiel de taux d'intérêt, pénalisé par la poursuite de la « politique de taux zéro » de la Banque du Japon

Les obligations dans le nouvel environnement

Compte tenu d'une inflation qui demeure très élevée pour le moment, les investisseurs peuvent avoir l'impression que la liste des endroits où placer leurs liquidités se fait de moins en moins longue. Toutefois, au regard des lourdes déjà accusées par les marchés depuis le début de l'année, nous pensons que de multiples opportunités à long terme sont désormais à envisager par les investisseurs au sein de l'univers obligataire.

Si de nombreux investisseurs obligataires ayant évité d'être trop exposés à la duration en ont été récompensés en valeur relative au cours de la correction intervenue depuis le début de l'année, nous estimons que le moment est peut-être venu de revenir sur certaines de ces positions. Des effets de base devraient se traduire par une baisse de certains chiffres annuels de l'inflation dont on parle beaucoup au cours de l'année 2023, ce qui devrait être une bonne nouvelle pour les marchés obligataires, d'autant plus que le cycle de normalisation des taux initié par les États-Unis nous semble désormais sur le point d'être pleinement intégré dans les cours.

Pour autant, l'inflation devrait rester le déterminant dominant de l'évolution des marchés durant le reste de l'année, raison pour laquelle nous ne manquerons pas d'évaluer de près divers paramètres afin de mesurer son orientation probable en 2023. Au cours des prochains mois, les marchés vont également devoir faire face à plusieurs événements politiques clés, comme notamment les élections de mi-mandat aux États-Unis, tandis que la situation en Ukraine et ses implications pour les approvisionnements en gaz de l'Europe vont sans nul doute rester une très grande source de préoccupation.

Dans un environnement incertain, il est important de conserver une approche flexible et diversifiée. En matière de gestion obligataire, cela signifie avoir la capacité d'adapter la duration, le risque de crédit et l'exposition aux devises en réponse à une situation macroéconomique évoluant rapidement. Il est également primordial de pouvoir investir dans un éventail diversifié d'actifs obligataires. Outre les obligations d'État et d'entreprises plus traditionnelles, nous conservons également une exposition à des instruments qui devraient être mieux à même de résister à un environnement plus inflationniste, à l'instar des obligations indexées sur l'inflation et des obligations à taux variable.



Ce document est destiné à l'usage des professionnels uniquement, sa distribution est interdite à toute personne ou entité, qui ne devrait pas s'appuyer sur les informations qu'il contient. La distribution de ce document en Suisse ou à partir de la Suisse n'est pas autorisée à l'exception de la distribution aux investisseurs qualifiés tels que défini par la loi suisse sur les placements collectifs de capitaux, l'Ordonnance suisse sur les placements collectifs et la Circulaire de l'autorité suisse de surveillance (« Investisseur Qualifié »). Celui-ci est mis à disposition du destinataire initial (à condition qu'il s'agisse d'un Investisseur Qualifié) uniquement. Ce document financier promotionnel est publié par M&G Luxembourg S.A. Siège social : 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.

