

La valse à trois temps du marché obligataire

Par Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

Après un rallye de courte durée en début d'été, les marchés obligataires européens et américains ont entamé une nouvelle chute brutale durant les mois d'août et septembre. Des banques centrales de plus en plus restrictives, une inflation toujours croissante en zone euro, une récession économique qui semble inéluctable voire nécessaire pour juguler la hausse des prix, autant de facteurs qui poussent les obligations d'État et d'entreprises sur des niveaux de baisses absolument inédits. Pour se rendre compte de l'ampleur du «krach», il faut observer la chute de plus de 18% de l'indice Bloomberg Pan-European Aggregate qui annule ainsi les 8 dernières années de performance en revenant sur des niveaux de juin 2014, date à laquelle la Banque centrale européenne décidait de passer ses taux d'intérêt en territoire négatif...



sur les différentes maturités, le risque de voir les rendements de 5 à 10 ans sur des niveaux beaucoup plus élevés à moyen terme semble donc contenu.

Pour l'Europe, les emprunts d'État allemands, considérés comme la référence sans risque en euros, ne présentent pas encore les mêmes caractéristiques. Les taux réels restent négatifs ou proches de zéro sur l'ensemble de la courbe, la BCE entame seulement son cycle de resserrement monétaire et l'inflation continue à progresser de mois en mois.

Outre les emprunts d'État américains, certains pans du marché crédit redeviennent également attractifs. Les spreads de crédit des obligations Investment Grade sont revenus à des niveaux intéressants. L'indice CDS iTraxx Main (indice CDS Investment Grade EUR) a retouché des niveaux de 140 bps qui correspondent au pic du stress lié à la crise Covid en mars 2020. Les indices Investment Grade EUR et USD procurent aujourd'hui des rendements respectifs de 4,40% et 5,57% pour des durations plutôt longues, respectivement autour de 5 et 7 années. Malgré ce rendement attractif, les durations rendent les indices sensibles au risque de continuation du mouvement de remontée des taux. Sur un horizon d'un an, les caractéristiques précédem-

ment citées de l'indice Investment Grade EUR lui permettraient d'absorber 110 bps de hausse de taux avant de concéder une performance négative. Son homologue USD est plus sensible et pourrait résister à seulement 86 bps de hausse. Cependant, les courbes de taux n'étant pas très pentues (et même presque complètement plates aux États-Unis), il est possible d'avoir le même type de rendement sur des obligations beaucoup plus courtes en durée.

Les mêmes indices, mais de durations courtes, possèdent dans l'environnement actuel, des caractéristiques qui semblent plus intéressantes. En effet, l'indice IG EUR 1-5 ans donne un rendement de 3,40% pour une durée de 2,95 années et son pendant américain un rendement de 5,40% pour une durée de 2,65 années. Le différentiel de rendement est minime, surtout aux États-Unis, entre les indices courts et longs mais la capacité d'absorption des hausses de taux n'a aucune commune mesure. L'indice court en EUR permet, toujours sur un horizon d'un an, d'absorber 190 bps de hausse de taux, quant à l'indice court USD il est immunisé contre une hausse de 305 bps. Le point d'entrée sur les obligations d'entreprises Investment Grade de maturités courtes semble donc plutôt opportun et faiblement risqué pour un investisseur ayant un horizon d'un an ou plus.

L'un des derniers facteurs qui plaide à nouveau pour la détention d'obligations est le retour à venir de la traditionnelle décorrélation entre les classes d'actifs. En effet, la hausse des taux d'intérêt a négativement impacté le marché obligataire (étatique et crédit) mais également le marché action qui se rééva-

lue sur base des nouveaux taux d'intérêt. En temps «normal», les actions et le crédit sont négativement corrélés aux obligations étatiques «sans risque» dans les phases de stress. C'est-à-dire que les obligations d'État américaines ou allemandes jouent traditionnellement un rôle d'actifs refuges dans les phases de correction du marché action. Cela n'a pas été le cas cette année et a mis en difficulté les gestions de portefeuille équilibré (de type 60/40). Le recours à la diversification entre actions et obligations pour optimiser la performance et surtout diminuer la volatilité des portefeuilles n'a absolument pas fonctionné dans cet environnement.

Nous pensons que cela pourrait revenir car nous avançons dans le cycle économique, les banques centrales (surtout aux États-Unis) devraient commencer à observer les résultats de leurs politiques restrictives sur l'inflation mais également l'impact négatif sur la croissance. Dans ce contexte, les corrélations négatives devraient revenir au fur et à mesure que les craintes de récession surpasseront les craintes inflationnistes. Des corrélations négatives permettront de rendre la diversification de nouveau utile et de réduire la volatilité des portefeuilles.

En conclusion, sans pour autant éluder les nombreuses problématiques que l'économie mondiale rencontrent actuellement, certains segments du marché obligataire redeviennent attractifs de par leur rendement nominaux et réel mais également de par leur rôle dans l'allocation de portefeuille. Le temps des taux négatifs est révolu, celui de la normalisation est en cours et celui des opportunités arrive.

Les différentes problématiques, ayant entraîné cet effondrement, ne sont pas encore derrière nous. Tout d'abord, l'inflation n'est toujours pas maîtrisée, pour preuve, le chiffre de septembre en zone euro qui ressort à 10% sur un an glissant, en hausse de 1,2% sur le mois. Aux États-Unis, l'indicateur particulièrement apprécié par la Fed, le PCE Core Deflator ressort, quant à lui, à 4,9% également en progression par rapport au mois précédent. Cela encourage les banques centrales à être de plus en plus restrictives dans leurs paroles et dans leurs actes. La Fed a relevé pour la troisième fois consécutive ses taux directeurs de 75 bps en septembre, les portant dans la fourchette de 3 à 3,25% et prévoit encore 125 bps de hausse pour la fin d'année. La BCE a opté pour une hausse de même ampleur, portant son taux directeur à 1,25% et le taux de dépôt à 0,75%.

Ensuite, les différents gouvernements votent, tour à tour, des budgets 2023 très expansionnistes pour tenter de préserver la croissance dans leur pays au risque d'amoinrir les effets des actions des banques centrales sur le front de l'inflation. Sur ce chapitre, comment ne pas citer l'assouplissement fiscal historique proposé par le gouvernement britannique et la réaction des marchés qui en a découlé, à savoir une hausse de 120 bps du taux à 10 ans soit une chute de près de 10% de l'indice obligataire GBP en 3 jours... La banque centrale anglaise a été obligée de réagir pour stopper l'hécatombe en remettant en place un programme de rachat d'obligations gouvernementales.

Enfin, sans pour autant être exhaustif sur les incertitudes, les risques géopolitiques et leurs conséquences sur les prix de l'énergie sont loin d'être de l'histoire ancienne.

Tout cela étant dit, les valorisations actuelles des marchés obligataires ne représentent-elles pas une opportunité ?

Il est évident que la réponse ne se résume pas à une simple affirmation ou négation mais, en se replaçant dans un contexte historique, il semble que les niveaux actuels offrent des points d'entrée plus que pertinents sur plusieurs segments de ce vaste marché.

Tout d'abord, les taux réels sont enfin repassés en territoire positif aux États-Unis suite à la forte remontée des taux nominaux et à la contraction des anticipations d'inflation. A 5 ans, horizon moyen terme pour un investisseur, les taux nominaux américains ont presque quadruplé depuis la fin d'année dernière passant de 1% à 4%. Sur la même période, les anticipations d'inflation ont fortement fluctué atteignant un pic à près de 3,75% fin mars pour redescendre sur des niveaux de 2,30% au début du mois. Cette forte baisse des anticipations d'inflation peut s'expliquer par deux sentiments : la confiance que conserve le marché dans la capacité de la Fed à faire tendre l'inflation vers son objectif ou que ce brusque resserrement monétaire entrainera une récession.

Les dynamiques de taux précédemment citées ramènent les taux réels à 5 ans de -2% en 2021 à près de +2% aujourd'hui. Ce mouvement de hausse de 4% sur les taux réels est historique et permet aux investisseurs d'être rémunérés au double de la moyenne des 25 dernières années. Ils retrouvent donc un réel intérêt pour du portage sur les obligations d'État américaines si le marché voit juste sur l'inflation à venir.

De plus, la dernière réunion de la Fed nous a montré sa volonté de monter les taux à 4,50% en fin d'année puis à 4,75% au cours du premier trimestre 2023, pour ensuite commencer à les baisser en 2024 afin de revenir vers le taux d'équilibre estimé à 2,50%. Bien qu'en désaccord sur la question des baisses de taux en 2023, le marché et la Fed semblent trouver un consensus sur le niveau terminal autour de 4,75%/5%. Avec des taux nominaux actuellement autour de 4%

FUND AND CORPORATE SECRETARIAL

FUND AND SPV ACCOUNTING & CONSOLIDATION

TAX COMPLIANCE AND REGULATORY REPORTING

Lead your alternative fund business, we manage the rest

AND MANY MORE MANAGED SERVICES



Get in touch with us
www.pwc.lu/managed-services