

# Quelles perspectives pour le marché obligataire en 2023 ?

Par Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

**Après une année 2022 catastrophique pour le marché obligataire, l'année 2023 s'annonce sous de bien meilleurs auspices. Nous venons de connaître l'une des pires années obligataires de l'histoire de ce marché, avec des performances inférieures de -10% sur la quasi-totalité des sous-segments.**

Les taux d'intérêt sont remontés de manière extrême, l'inflation est revenue sur des niveaux plus observés depuis des décennies, les risques géopolitiques se sont accentués et ont atteint leur paroxysme avec le retour de la guerre sur le territoire européen, ce qui a entraîné une crise énergétique majeure. Tout cela s'est produit dans un contexte obligataire post covid, c'est-à-dire, avec des taux d'intérêt globalement extrêmement faibles (et même négatifs en zone euro) et des spreads de crédit à des niveaux anormalement bas grâce à (ou à cause de) l'intervention massive des banques centrales au travers leurs différents programmes d'achat. L'alignement de toutes ces planètes a causé ce que l'on a pu malheureusement observer en 2022, à savoir une revalorisation massive du marché obligataire.

D'un côté, nous débutons cette nouvelle année avec un marché obligataire qui a déjà intégré ces mauvaises nouvelles, qui propose aujourd'hui des niveaux de rendements attractifs et un coussin de protection que nous avions perdus en zone euro depuis près d'une décennie. D'un autre côté, l'inflation persiste sur des niveaux élevés bien que nous ayons certainement déjà touché le pic. Les risques de récession augmentent fortement et les tensions géopolitiques ne devraient pas se dissiper rapidement. A cela s'ajoute la transition énergétique, qui restera une priorité à l'échelle mondiale et qui devra s'intégrer dans ce contexte de ralentissement de l'activité et d'inflation élevée. La volatilité devrait donc continuer à être présente mais avec un marché obligataire qui présente de bien meilleures dispositions qu'il y a un an.

## Une approche divergente sur la dette étatique

La dette d'Etat américaine nous semble plus attractive par rapport à celles des pays «core» de la zone euro. L'inflation a vraisemblablement atteint son pic en juin 2022 aux Etats-Unis et commence à décroître. La dépendance des Etats-Unis vis-à-vis des approvisionnements énergétiques est bien moindre qu'en Europe et la Fed a resserré sa politique monétaire bien plus rapidement que la BCE. En effet, les taux directeurs de la Fed se situent entre 4,25%/4,50% soit en hausse de 425 bps sur l'année passée. La BCE a, quant à elle, remonté ses taux directeurs de 250 bps en 2022 pour les mener à 2% (taux de dépôt).

Les réunions de décembre des banques centrales ont été très instructives. Tout d'abord, la Fed a revu ses anticipations de taux terminaux pour 2023 à 5,25%, ce qui n'a pas entraîné de réaction particulière des marchés, ces derniers anticipant des niveaux finaux autour de 5%. Par contre, la BCE a réellement surpris les marchés avec un discours perçu comme très «hawkish». En effet, Christine Lagarde a indiqué que la BCE n'en avait pas terminé avec les hausses de taux et que le rythme de remontée de 50bps devrait se poursuivre pour les prochaines réunions. Le marché obligataire s'est reprisé rapidement suite à ces annonces, il anticipe désormais des taux directeurs proche de 3,50% en fin d'année.



Cette hausse des taux directeurs a entraîné une remontée des taux courts plus importante que celle des taux longs sur l'ensemble des deux zones, ce qui a engendré l'inversion des courbes de taux. Ce phénomène est plus important aux Etats-Unis, où le différentiel de rendement entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans est négatif depuis mars 2022 (environ -70bps), mais également visible en Allemagne depuis novembre.

Le différentiel historique moyen entre ces taux d'intérêt à 10 ans et 2 ans est de 90 bps, que ce soit en Allemagne ou aux Etats-Unis. Une inversion de courbe n'est pas tenable à moyen terme et se révèle souvent précurseur d'une récession économique. Toutes les récessions économiques ont été précédées d'une inversion de la courbe des taux mais toutes les inversions de courbe n'ont pas mené à une récession.

Dans l'environnement actuel, nous n'envisageons pas que l'économie puisse échapper à une récession. Sur un horizon moyen terme, les courbes devraient se repentifier et, c'est à ce moment, que notre positionnement et nos anticipations divergent entre les deux zones.

Tout d'abord aux Etats-Unis, la Fed a conservé sa vue sur le niveau des taux d'intérêt «d'équilibre» moyen terme à 2,50%. Avec des niveaux proche de 5% en début d'année prochaine, la Fed se donne une marge de manœuvre importante pour les baisser lorsque l'inflation se rapprochera de leur objectif. Une fois les taux normalisés autour des niveaux d'équilibre, si l'on admet un différentiel plus standard entre les taux à 10 ans et 2 ans, on peut envisager qu'autour de 3,50%, le taux à 10 ans américain semble être proche de sa juste valeur.

Selon nous, la repentification de la courbe américaine se fera en grande partie par une baisse des taux courts. Dans un environnement où la volatilité et les risques de récession sont de plus en plus présents, nous trouvons de la valeur sur la partie longue voir ultra longue (30 ans) de la courbe de taux américaine. Les anticipations d'inflation à 10 ans étant actuellement proche de 2,20%, nous avons également une vue constructive sur les obligations US indexées à l'inflation (TIPS).

En zone euro, la situation est bien différente. La BCE ne communique pas sur le niveau de son taux d'équilibre mais les pressions inflationnistes étant plus importantes qu'aux Etats-Unis et le niveau des taux directeurs bien plus bas, le potentiel de baisse des taux directeurs nous semble plus restreint (surtout après le dernier discours de Christine Lagarde).

Actuellement, le marché anticipe des taux directeurs proche de 2,50% à horizon 3 ans. Le Bund allemand étant sur des niveaux proches de 2,30%, à taux inchangé la courbe resterait plate et même légèrement inversée. Nous estimons que le niveau des taux longs des pays «core» européens est, par conséquent, trop faible et que la repentification de la courbe se fera principalement par une remontée de ces derniers. Nous restons donc prudents sur la durée européenne.

## Des taux d'intérêt et des spreads plus élevés : le retour du carry

Ce traditionnel moteur de performance du marché obligataire avait disparu depuis des années suite aux politiques ultra expansionnistes des banques centrales et aux taux d'intérêt négatifs. La beauté du marché obligataire, faisant que le temps qui passe rémunère positivement l'investisseur (le carry), opère de nouveau. Les rendements à horizon 5 ans sont aujourd'hui autour de 3,5% sur les obligations Investment Grade en euros et 5% pour celles en dollars, en hausse de plus de 3% par rapport aux niveaux du début d'année 2022. De plus, ce carry constitue un coussin de protection qui permettra d'absorber tout ou partie d'éventuelles hausses de taux supplémentaires.

Comme nous l'avons déjà mentionné, nous pensons que le marché valorise correctement les hausses de taux à venir de la part des banques centrales. Le risque de voir une inflation plus persistante que prévue, obligeant les banques centrales à durcir d'avantage leur politique monétaire existe, mais nous privilégions le scénario que les craintes de récession combinées à une baisse graduelle de l'inflation devrait permettre aux banques centrales de stopper rapidement leur remontée de taux au premier trimestre/semestre 2023. Au niveau des spreads de crédit, nous sommes sur des niveaux intéressants (autour de 200bps sur du BBB en euro), légèrement supérieurs à la moyenne historique long terme mais bien en deçà des niveaux observés en période de crise économique (2008, 2011 et 2020 par exemple).

Les courbes de taux étant actuellement plates, nous privilégions la partie courte sur le segment Investment Grade, n'étant pas rémunéré pour aller plus loin, n'anticipant pas de baisse de taux majeure de la BCE dans les années à venir et n'excluant pas l'hypothèse d'un écartement plus prononcé des spreads.

Enfin, les nouvelles émissions obligataires devraient être moindre du fait de la forte remontée des taux, emprunter n'étant plus gratuit. L'attrait retrouvé des investisseurs pour le marché obligataire, avec des taux d'intérêt plus rémunérateurs, devrait créer un

flux acheteur important dans un marché qui ne croîtra plus aussi rapidement que durant l'air des taux négatifs.

## La prudence reste de mise sur les obligations à plus fort beta

A mesure que les risques de récession surpasseront les risques inflationnistes, les actifs obligataires à plus forte composante crédit pourraient se montrer très volatils. Concernant le High-Yield, les spreads sur les indices européens et américains sont autour de 450/500 bps, a peu près sur des niveaux historiques mais très éloignés des phases de stress. L'ampleur de la récession dictera l'évolution des spreads de crédit sur le High-Yield. Sur les niveaux actuels, le marché price environ un taux de défaut de 8% alors que les agences de notations envisagent ce même taux autour de 4% dans leur scénario central (mais au-dessus de 10% en cas de récession plus sévère).

Le marché des corporates hybrides enregistre une performance négative de -15% en 2022 contre -11% pour le marché High Yield EUR. La durée est à peu près équivalente (un peu plus de 3 années), le rendement après correction est assez proche (6,95% pour le marché hybride contre 7,62% pour le HY EUR) mais le rating moyen est supérieur pour les hybrides (BBB- contre BB). La correction que nous venons de connaître sur la classe d'actifs valorise correctement, selon nous, le risque d'extension (la probabilité grandissante que l'émetteur ne rembourse pas l'obligation à la première date de rappel).

Pour ce qui est du risque crédit, nous avons, certes, une subordination des obligations mais des émetteurs de meilleures qualités (très souvent Investment Grade). De plus, si certains émetteurs viennent à ne pas rembourser leurs obligations hybrides à la première date de call, ce n'est certainement pas pour réémettre de nouvelles souches. Cela devrait entraîner un nombre d'émissions en baisse sur la classe d'actifs et par conséquent favoriser l'attrait du marché secondaire quand l'appétit pour le risque sera de retour. Il est très compliqué d'affirmer dès aujourd'hui que nous avons touché le point bas sur cette classe d'actifs et que les rendements ne peuvent pas encore remonter, mais les niveaux d'entrées sont attractifs à condition d'être sélectifs.

Enfin, sur le segment émergent, nous sommes positifs sur la dette étatique des pays ayant déjà réalisé un effort conséquent sur l'ajustement de leur politique monétaire (principalement LATAM et Europe de l'Est). En effet, certains de ces pays ont aujourd'hui des taux d'intérêt nominaux supérieurs à leur taux d'inflation (taux réels positifs) et pourraient être amenés à les baisser dès cette année.

Chaque année apportant son lot de surprises (positives comme négatives), il faudra bien évidemment garder de l'agilité et de la réactivité pour adapter ces convictions à l'évolution de l'environnement. Une gestion obligataire dynamique reste donc plus que jamais d'actualité.

# Emerging market debt: A reversal of fortune?

By Raza AGHA, Head of Emerging Markets Credit Strategy and Uday PATNAIK, Head of Emerging Markets Debt, LGIM

**2022 was a gruelling year for many asset classes. Could this year hold better prospects for emerging market credit? Last year was characterised by rising interest rates in developed economies, multi-decade highs in inflation, rising commodity prices and war between Russia and Ukraine. The combination of these factors hit emerging market (EM) credit hard, with the asset class posting negative returns of 15.0%<sup>[1]</sup> for 2022.**

However, between October and the end of last year EM credit rallied c.9.3%. This has reduced potential returns for 2023 but, based on several assumptions rooted in incoming data and policy changes, we believe EM credit as an asset class could still potentially perform well this year.

What are the drivers and assumptions that underpin our view?

## Are things looking up?

First, inflation is peaking in both developed and emerging economies, driven by sharp increases in benchmark rates, weaker growth, and the turn in commodity prices, including for food and fuel. With price pressures abating, we believe

benchmark rate-hiking cycles are thus also near their end.

While some data prints could lead to volatility, the likely plateauing of both inflation and rates implies developed country yields have seen their peaks. That bodes well for EM credit – declines in US Treasuries contributed c.11.4% of the total negative return in EM credit in 2022; we do not anticipate a similar drag on 2023 returns.

Secondly, the recession many analysts forecast this year is unlikely to mirror the highly correlated contractions we saw during both COVID-19 and the global financial crisis. This recession is likely to be focused on developed markets (DMs) alone. Indeed, of the 150+ emerging markets for which International Monetary Fund (IMF) projections are available, only four are forecast to see contractions in 2023, including Russia, Sri Lanka, and Chile<sup>[2]</sup>.

It's not surprising, then, that the IMF's most recent projections for EM growth in 2023 are at 3.7% to flat. And this estimate does not include the impact of China re-opening its economy faster than expected.

In the meantime, other large Asian economies – particularly India – are likely to see growth of over 6% this year. This leads us to believe 2023 will not only see emerging markets continue to grow, but we anticipate their growth differentials with advanced economies could rise to levels last seen in 2016. The latter should be sup-

portive for EM spreads, in our view. Also, should the recession in developed countries be short and shallow, this would also likely be supportive for EMs.

Third, although EM FX reserves have declined from their peaks of around \$11 trillion, at \$10 trillion<sup>[3]</sup> they remain more than sufficient to cover their \$4 trillion of projected external debt. Furthermore, EM current account balances are expected to remain in surplus, albeit at lower levels than in 2022.

It is also worth noting that international financial institutions like the IMF, World Bank, Asia Development Bank and the Asian Infrastructure Investment Bank are continuing to provide exceptional support to emerging markets. This leads us to conclude the risk of an EM-wide debt crisis remains muted.

Fourth, technical factors around EM credit remain supportive. Bond issuance is expected to remain negative for the year. Cashflows – coupons and amortisation returned to investors – remain healthy. EM valuations – particularly in high yield – look in our view attractive versus yields in comparable fixed income asset classes, particularly as EM growth has been forecast to outpace advanced economies.

Meanwhile, flows have recently turned the corner after outflows reached c. \$87 billion<sup>[4]</sup> at one point last year, and could further benefit from the above dynamics. Together, our view is that these technical

considerations could be supportive of positive performance in emerging market debt (EMD), with returns driven by carry and some spread compression.

## Bumps in the road

However, this does not mean there are no potential challenges to this view. The outlook remains subject to an unusual degree of uncertainty and significant risks.

In recent commentary after monetary policy decisions, DM central banks have not tempered their hawkishness despite softening economic indicators. If DM monetary policy tightens more than currently expected and stays restrictive for longer, this could well lead to a deeper than currently expected recession in advanced economies. We can expect risks on the DM monetary policy front to grow should China's re-opening stoke commodity prices.

In domestic politics, there are elections in several large emerging markets, including Argentina, Turkey, Nigeria, Pakistan, Paraguay, Guatemala and potentially Peru. Several of these are likely to result in new governments, in turn increasing the risk of policy changes.

Meanwhile, inflationary pressures remain exceptionally high in several high yield emerging markets, where household and social buffers are low. This poses a significant challenge to social stability, raising risks of protests.

Finally, on the geopolitical front, beyond the potential for escalation in the Russia-Ukraine conflict, the acceleration of missile tests by North Korea is alarming. Meanwhile, sabre-rattling around the China-Taiwan issue continues, and US relations with both China and Saudi Arabia warrant close monitoring. On the flipside, should the Russia-Ukraine conflict reach some form of ceasefire in 2023, that will boost sentiments towards emerging markets.

Taking a step back, emerging market credit has seen numerous shocks over the last few years, including trade wars, the China real estate crisis, the pandemic, the Russia-Ukraine conflict and the unprecedented increase in DM rates and inflation.

We believe the fact there has not been a systemic sovereign default crisis is reflective of how far emerging markets have come since the crises of the 1980 and 90s. This resilience is testimony to their improving institutions, better macro management and larger and more diverse economies. Especially given the events of the past few years, EM policymakers are now much more experienced in dealing with crises. That makes us confident in their trajectory in 2023 and beyond.

[1] Source: JPM Hard Currency Sov/Corp Blended Index  
[2] Source: IMF  
[3] Source: IMF, Bloomberg  
[4] Source: JPM Flows data