

Perspectives d'investissement obligataire : une année prometteuse après une correction douloureuse

15 décembre 2022

Invesco



Points importants à retenir

- **Une année prometteuse pour les obligations**

Les marchés obligataires ont subi une correction douloureuse en 2022. Mais cette tendance a aussi un bon côté puisque les rendements et les valorisations semblent aujourd'hui plus attractifs qu'ils ne l'ont été depuis longtemps.

- **Composer avec l'incertitude macroéconomique**

Les inquiétudes suscitées par le ralentissement de la croissance et la récession ayant pris le dessus sur l'inflation dans le débat macroéconomique, les qualités défensives des obligations pourraient s'avérer intéressantes.

- **Des opportunités sur tout le spectre du crédit**

Nous partageons ici nos perspectives concernant différentes classes d'actifs obligataires, qui reprennent les points de vue des membres de plusieurs de nos équipes.

Les investisseurs obligataires sont « les vampires du monde de l'investissement », selon l'investisseur américain Bill Gross. « Ils aiment les phases de déclin, les récessions - tout ce qui conduit à une inflation atone et protège la valeur réelle de leurs prêts ».

Si cette analyse est correcte et que l'on file la métaphore, alors l'année 2022 a enfoncé un pieu dans le cœur des investisseurs obligataires. Le niveau élevé de l'inflation et toute une série de hausses de taux ont fortement pénalisé la classe d'actifs. Les banques centrales se sont efforcées de ralentir les économies dans un contexte marqué par les perturbations des chaînes d'approvisionnement, la guerre en Europe et l'envolée des coûts énergétiques. Conséquence, les rendements se sont envolés et ont atteint un record depuis dix ans, infligeant de lourdes pertes aux marchés obligataires.

Ces tendances ont toutefois un aspect positif : la capacité retrouvée des marchés obligataires à générer du revenu, qui avait complètement disparu depuis 2008. Certains segments des marchés obligataires offrent désormais des performances similaires à celles des actions. Les actifs obligataires suscitent un vif intérêt auprès des investisseurs pour 2023. Et le spectre d'une récession imminente n'a fait que renforcer leur appétit.

Contexte macroéconomique

Selon le consensus de nos spécialistes internes de la gestion obligataire, l'inflation est proche de son pic, si elle ne l'a pas déjà atteint. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement se sont en grande partie résorbées, les stocks se reconstituent et les dépenses vont probablement diminuer en raison de l'augmentation du coût de la vie qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages.

Le moindre ralentissement de l'inflation permettrait aux banques centrales d'assouplir leur politique, et certaines de nos équipes de gestion obligataire estiment que les taux d'intérêt pourraient atteindre un pic au premier trimestre 2023. Mais nous le savons tous, il est difficile de prévoir un changement de cap de la Réserve fédérale (Fed). Les investisseurs devront suivre de près ces données afin d'adapter leur positionnement.

« Difficile de savoir quand la Fed cessera de relever ses taux d'intérêt, mais sa décision dépendra probablement de l'évolution de l'inflation. Ainsi, le moindre signe d'amélioration sur ce front pourrait entraîner un appétit accru pour le risque de la part des investisseurs. » Paul Syms, responsable des ETF obligataires

Sans véritable transition, les débats se sont rapidement portés sur les craintes de ralentissement de la croissance, voire de récession. La probabilité d'un atterrissage

en douceur ne cesse de diminuer et, dès que l'inflation laissera place à une croissance négative, de nombreux investisseurs voudront s'exposer aux marchés obligataires.

Actifs obligataires 101 : Pourquoi les obligations sont-elles intéressantes en période de récession ?

En règle générale, les obligations surperforment les autres actifs (notamment les actions) en période de récession car elles sont considérées comme des actifs plus sûrs. C'est pourquoi de nombreux investisseurs se ruent sur ces titres, dans un mouvement de « fuite vers la sécurité ». Ce qui tire les prix à la hausse.

En outre, les États abaissent souvent leurs taux d'intérêt en période de récession pour stimuler les dépenses. Cela propulse les prix des obligations à la hausse dans la mesure où les paiements de coupons fixes deviennent plus intéressants face à la baisse des taux d'intérêt.

Où se trouvent les opportunités ?

Les spreads s'étant considérablement élargis en 2022, faire un choix entre les différentes classes d'actifs obligataires est aujourd'hui plus important que jamais. Dans ce contexte, quelle approche les investisseurs doivent-ils adopter pour établir leur allocation obligataire ? Voici quelques éclairages sur différents segments de marché.

Perspectives des emprunts d'État

Compte tenu de la hausse des rendements au cours de l'année, les emprunts d'État offrent désormais des niveaux de revenus intéressants. Par exemple, le rendement des bons du Trésor à 10 ans est maintenant légèrement supérieur à 4 %, contre 1,5 % en début d'année et 2,6 % début août.

Une récession étant le scénario le plus probable pour 2023, les emprunts d'État devraient pouvoir tirer leur épingle du jeu. En effet, ces titres profitent généralement d'une politique monétaire plus accommodante et des achats d'« actifs refuges ». Les investisseurs pourraient reproduire ce comportement si les incertitudes persistent concernant l'inflation et les taux d'intérêt.

Perspectives du crédit investment grade

Les spreads de crédit se sont nettement élargis cette année et, en dehors des périodes de crise comme en 2008, ils ont rarement été aussi larges qu'aujourd'hui. Ce contexte offre de bonnes opportunités de revenus pour les investisseurs exposés aux obligations d'entreprises. Il faut en effet garder à l'esprit que le spread sur les

obligations d'entreprise est payé par rapport au rendement des emprunts d'État. Comme les rendements de ces derniers ont également augmenté considérablement en 2022, le niveau global des rendements est devenu très attractif.

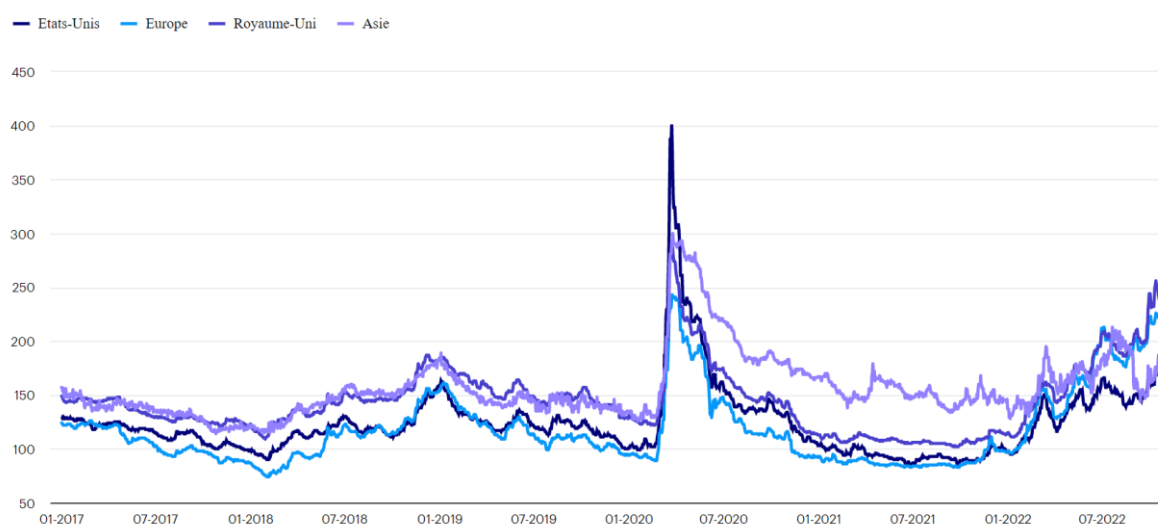
Mais il faut aussi avoir à l'esprit que l'élargissement des spreads reflète un risque de crédit accru, alors même que la conjoncture macroéconomique se dégrade. Toutefois, la situation actuelle ne s'apparente pas aux précédents épisodes de crise. Le système bancaire est sûr et bien capitalisé et les entreprises ont fait preuve de prudence en renforçant leur bilan.

"Cette fois-ci, les risques ne sont pas systémiques. Cela nous incite à acheter des obligations d'entreprises dont les rendements évoluent actuellement entre 4 à 6 % dans de nombreux cas." *Michael Matthews, co-responsable de l'équipe Fixed Interest*

Des opportunités pourraient apparaître dans certaines régions (cf. Graphique ci-dessous). Les spreads se sont encore plus élargis¹ en Europe qu'aux États-Unis en raison de la guerre en Ukraine, d'une sensibilité plus élevée à la crise énergétique et de préoccupations accrues en matière de croissance. Puisque les fondamentaux des entreprises restent solides et que les craintes de dégradation des notations sont faibles, ces marchés pourraient s'avérer intéressants.

"Les spreads européens offrent un bon potentiel de création de valeur, surtout par rapport aux États-Unis, et rémunèrent les investisseurs en contrepartie de perspectives de croissance plus faibles." *Lyndon Man, co-responsable de l'équipe Global Investment Grade Credit*

Figure 1. Spreads de crédit IG : des dispersions importantes au niveau régional



Source : Invesco, au 26 octobre 2022.

Perspectives de la dette à haut rendement et de la dette subordonnée

Le marché du haut rendement porte bien son nom. Cela faisait longtemps que les rendements de cette classe d'actifs n'avaient pas été aussi élevés. Les investisseurs disposés à augmenter le profil de risque de leurs portefeuilles ont donc à leur disposition de nombreuses opportunités.

"Pour les titres plus risqués, comme les obligations à haut rendement et les obligations subordonnées, les rendements se situent entre 7 et 9 %." *Thomas Moore, co-responsable de l'équipe Fixed Interest*

La dégradation de la conjoncture économique pourrait toutefois accroître les tensions financières et accroître les taux de défaut. Les investisseurs devront procéder à une analyse crédit approfondie pour sélectionner les entreprises dont les bilans sont suffisamment solides pour résister à la tempête.

Les obligations convertibles contingentes Additional Tier 1 (AT1 ou CoCo), pourraient également intéresser les investisseurs désireux d'augmenter leur prise de risque pour obtenir des rendements plus élevés. Ces titres hybrides sont émis par des institutions financières européennes et constituent une source de capital facilement accessible pour les banques en temps de crise.

"Nous pensons que les rendements des titres AT1 sont actuellement attrayants, tant en valeur absolue que par rapport aux titres à haut rendement traditionnels, et le moindre signe d'une fin prochaine des relèvements de taux des banques centrales devrait être favorable à ce marché." *Paul Syms, responsable des ETF obligataires*

Nous partageons ici une étude de cas réalisée par notre équipe Investment Grade Credit, qui a également identifié des opportunités sur le segment de la dette subordonnée.

Etude de cas : La dette subordonnée offre des opportunités ciblées

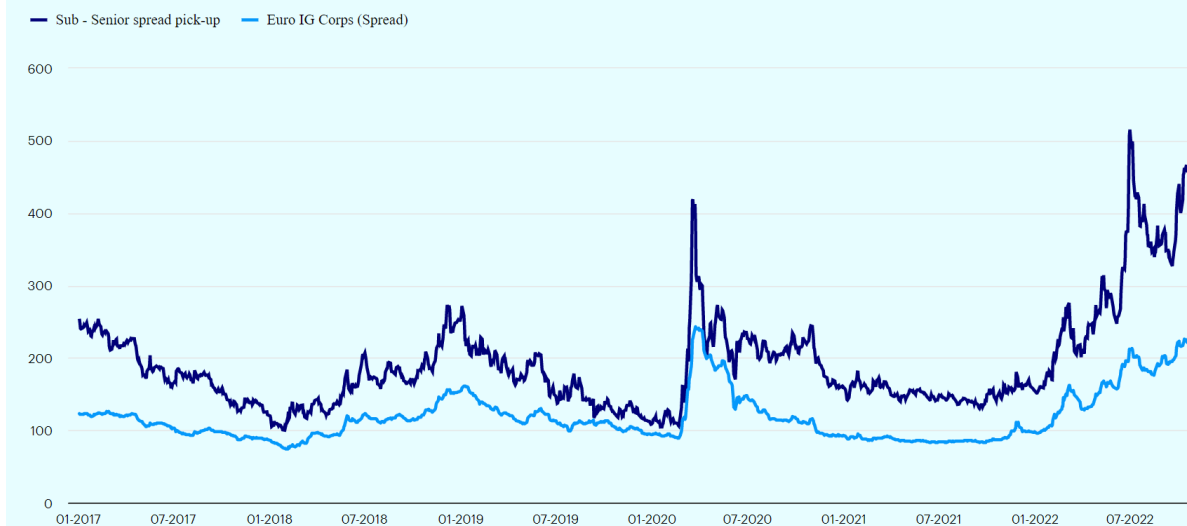
Lyndon Man, co-responsable de l'équipe Investment Grade Credit

Les obligations subordonnées émises par les banques et des entreprises européennes bien capitalisées sont sources d'opportunités. Plusieurs raisons à cela :

- L'aversion au risque et la hausse des taux ont entraîné une dépréciation généralisée de ce segment de marché. De sorte que les obligations subordonnées présentent désormais des profils rendement/risque attractifs.
- Les banques européennes ont nettement renforcé leur bilan depuis la pandémie. De plus, la hausse des taux d'intérêt leur permettra d'améliorer leur rentabilité.
- Les entreprises restent très présentes sur ce segment de marché (titres hybrides) pour des raisons liées à la charge en capital. Par conséquent, le risque d'extension nous semble plus faible qu'il ne l'est actuellement.

Nous conservons une approche très sélective et privilégions les émetteurs investment grade de grande qualité.

Graphique 2. Les obligations subordonnées sont plus attractives que les titres senior



Source : Invesco, au 26 October 2022.

Perspectives de la dette émergente

L'évolution de la politique monétaire et des taux aux États-Unis aura une influence marquée sur les perspectives de la dette des marchés émergents, des tendances que les investisseurs devront surveiller de près.

"Nous pensons qu'une réduction de la volatilité des taux américains, par opposition au niveau absolu des taux d'intérêt, est essentielle pour que les marchés émergents enregistrent des performances durables." *Wim Vandenhoeck, Gérant de portefeuille senior, Dette mondiale*

Graphique 3. Le problème des marchés est lié au dollar et le problème du dollar est la volatilité des taux américains



Source : Bloomberg, 14 octobre 2022.

Même si des épisodes de volatilité sont possibles ces prochains mois, la dette locale des pays émergents offre des opportunités très intéressantes à moyen et long terme. Plusieurs raisons à cela :

- L'inflation commence à ralentir dans certaines régions en développement, notamment en Amérique latine et dans certains pays de l'Europe centrale et orientale.
- La valeur créée en termes de revenu et de rendement absolu a été significative.
- Les risques spécifiques des pays et la dispersion des performances offrent un contexte propice aux gérants actifs pour générer de l'alpha dans cette classe d'actifs.

Quels sont les principaux risques ?

Les deux principaux risques pesant sur la classe d'actifs sont une inflation globale galopante et immaîtrisable et une récession profonde et prolongée. Si elle devenait intenable, l'inflation obligerait les banques centrales à poursuivre le resserrement des taux, ce qui pèserait sur les taux absolus et durcirait encore les conditions financières et, au final, la croissance. Une récession mondiale durable et la « fuite vers la sécurité » des investisseurs pourraient également déstabiliser la classe d'actifs.

Perspectives des prêts senior (senior loans)

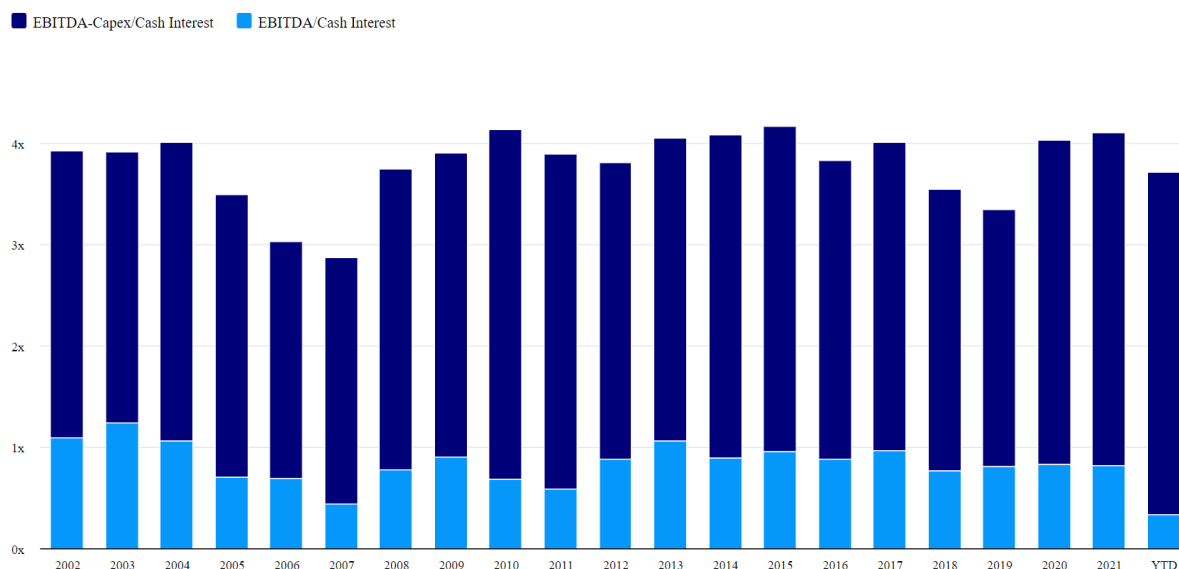
La politique de hausse des taux de la Fed suscite des interrogations et alors que le consensus estime que le pic de l'inflation est proche, le marché intègre toujours au moins 150 points de base de hausse des taux, avant une stabilisation en 2024.

Des taux d'intérêt plus élevés feraient augmenter les revenus des investisseurs en prêts seniors, en raison des taux variables pratiqués dans cette classe d'actifs.

"Nous pensons que la valeur des coupons va encore augmenter en raison de la volonté de la Fed de juguler l'inflation." *Kevin Egan, gérant de portefeuille senior, équipe Senior Secured Bank Loans*

Si la Fed continue à relever ses taux d'intérêt, les investisseurs pourraient commencer à s'inquiéter de la capacité des émetteurs à assurer le service de leur dette. Toutefois, comme le montre le tableau ci-dessous, l'emprunteur moyen est entré dans ce cycle en position de force. Fin 2021, les ratios de couverture des intérêts étaient proches de leurs sommets, offrant ainsi aux entreprises une capacité suffisante pour absorber des charges d'intérêts plus élevées.

Graphique 4. La couverture d'intérêts a atteint des niveaux élevés, mais elle devrait diminuer dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt



Source : LCD Pitchbook, au 30 septembre 2022.

En outre, alors qu'une récession se profile, la classe d'actifs - grâce à ses caractéristiques (garantie et de premier rang) pourrait devenir plus attractive que d'autres classes d'actifs offrant des rendements élevés. En effet, les prêts senior sont garantis par un collatéral sous-jacent : ils sont donc prioritaires dans l'ordre de



remboursement en cas de défaut. Si les défauts restent encore très faibles, les garanties dont bénéficient la classe d'actifs se traduisent d'un point de vue historique par des taux de recouvrement plus élevés (60-70 %) par rapport à d'autres classes d'actifs subordonnées.

¹Le spread de crédit est le rendement excédentaire qu'offre un titre par rapport à un autre. En règle générale, l'élargissement des spreads de taux (des obligations à taux fixe) laisse augurer une détérioration des conditions économiques.

FIN

Risques d'investissement

La valeur des investissements et tout revenu fluctuera (cela peut être en partie le résultat des fluctuations des taux de change) et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant total investi.

Informations importantes

Les données s'entendent aux dates indiquées et proviennent d'Invesco, sauf indication contraire.

Le présent document est un support promotionnel et ne peut être considéré comme une recommandation d'investir dans une quelconque classe d'actif, valeur ou stratégie. Les exigences réglementaires qui requièrent l'impartialité des recommandations en matière d'investissement/de stratégie d'investissement ne sont donc pas applicables, pas plus que les interdictions de négocier avant la publication. Lorsque des personnes ou l'entreprise ont exprimé des opinions, celles-ci sont fondées sur les conditions actuelles du marché ; elles peuvent différer de celles d'autres professionnels de l'investissement elles peuvent différer de celles d'autres professionnels de l'investissement Elles ne doivent en aucun cas être considérées comme un conseil d'investissement.

Ce document est publié en France, par Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg et en Suisse par Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zurich