

ISG Insight

Agitation sur le marché obligataire : La hausse des taux est-elle durable ?

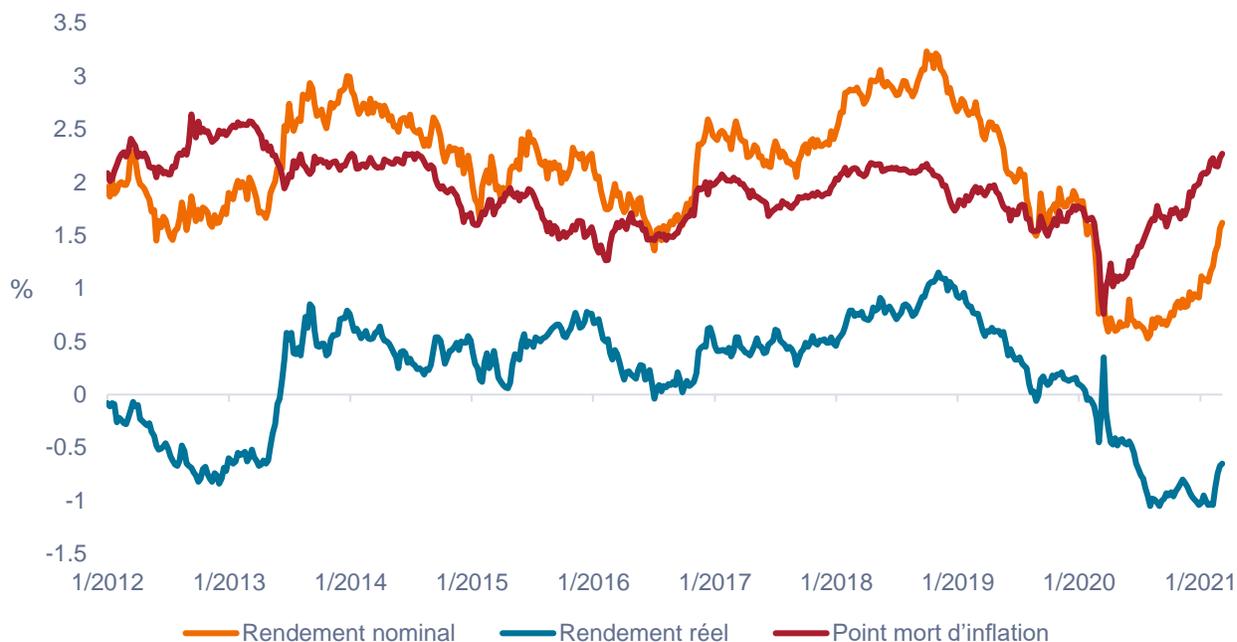
Mars 2021

L'Investment Strategy Group (ISG) regroupe des professionnels de la gestion de notre plateforme obligataire internationale ainsi que des experts externes, offrant un forum de recherche et de débat sur les domaines clés de l'allocation d'actifs obligataires et les perspectives macroéconomiques, y compris en matière de taux et de devises. Il a vocation à diffuser nos meilleures idées au niveau mondial et aider les gérants de portefeuille à prendre des décisions judicieuses en matière de positionnement des portefeuilles et de répartition des risques. ISG Insight a pour ambition de proposer des débats sur l'actualité récente au

Le Nouvel An a sorti le marché obligataire de sa torpeur. La hausse graduelle des rendements nominaux amorcée à l'été s'est accélérée en février. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a brièvement franchi le seuil des 1,6 %. Dans le reste du monde, les rendements obligataires ont également augmenté sensiblement, y compris en Australie et au Royaume-Uni. Les évolutions aussi rapides sont rares, c'est pourquoi nous avons consacré une réunion du groupe ISG à la réflexion sur les raisons de cette pentification si brusque des courbes des taux partout dans le monde. Ses participants se sont notamment demandé quand une hausse salubre des rendements devient pernicieuse et quelles en sont les répercussions sur une allocation d'actifs obligataires.

Avec le recul, il apparaît que le pari sur la reflation a estompé quelque peu la surévaluation des obligations de grande qualité. Aux États-Unis, les rendements à 10 ans ont augmenté de plus de 100 points de base (pb) par rapport à leur point bas de l'année 2020. Néanmoins, lorsque l'on examine le niveau absolu des rendements (cf. graphique 1), un certain nombre de constats s'imposent. Premièrement, cette évolution constitue un retour de balancier de la baisse encore plus rapide des rendements intervenue il y a environ un an lorsque les marchés ont redouté (à juste titre) un effondrement économique mondial induit par le choc exogène de la pandémie de Covid-19. Deuxièmement, même si la hausse initiale des rendements avait été précédée d'une augmentation des points morts d'inflation, qui ont atteint 2,25 % ces dernières semaines, cette dernière s'est interrompue et a été suivie par un rebond des rendements réels, qui étaient en berne.

Graphique 1 : Bons du Trésor américain à 10 ans, rendement réel et points morts d'inflation



Source : Bloomberg, du 6 janvier 2012 au 12 mars 2021, situation au 15 mars 2021.

La nette hausse des rendements et l'accentuation de la volatilité des taux d'intérêt qui en a résulté n'ont pas effrayé les participants au marché du crédit. Les indices d'obligations d'entreprises ont globalement vu leurs spreads se resserrer en février, même si ces derniers ont recommencé à se creuser en mars. Il s'agit d'une évolution notable pour les marchés du crédit car ils sont généralement plus sensibles aux pics de volatilité. Ils présentent aussi une corrélation plus étroite aux marchés actions et les marchés actions internationaux semblaient, a priori, troublés par cette situation (l'indice S&P 500 flirte toujours avec des sommets historiques). Toutefois, il est vrai que cela occulte une très nette rotation sur les marchés actions : les valeurs cycliques et les valeurs décotées ont rebondi tandis que les valeurs de croissance et les valeurs plus défensives ont nettement sous-performé.

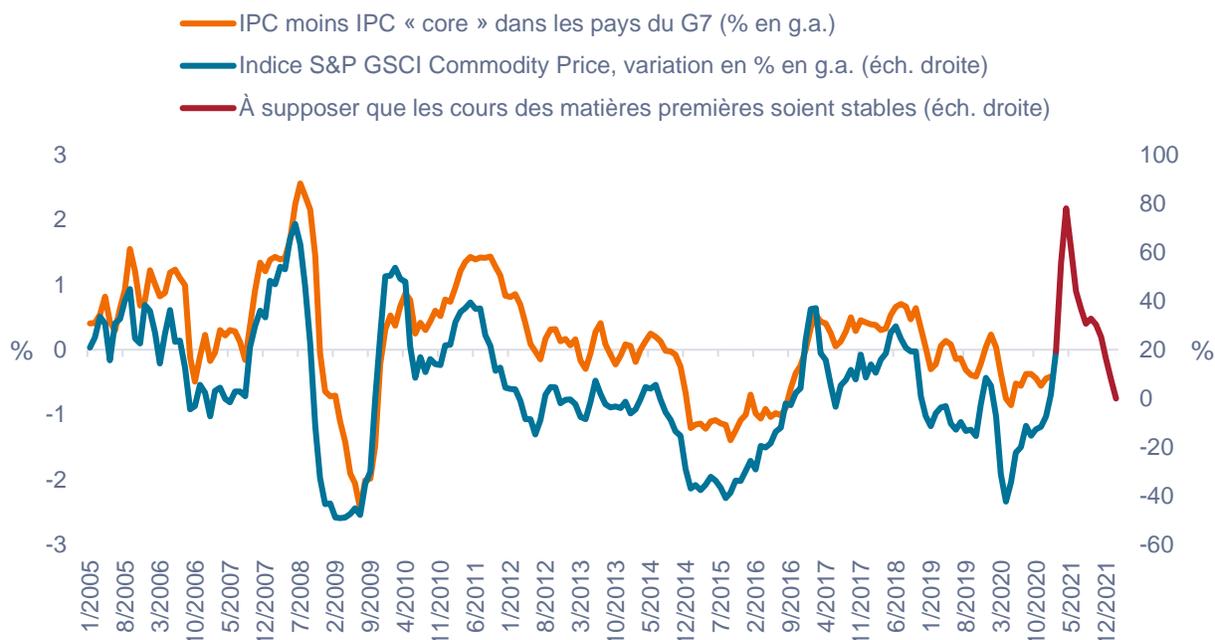
Une correction salutaire ?

Le point bas atteint l'été dernier par les rendements américains 10 ans était le fruit de l'inquiétude des investisseurs quant aux dégâts économiques historiques que la paralysie synchronisée de l'activité à travers le monde était susceptible d'engendrer. En l'absence de précédents historiques, les investisseurs ne pouvaient que spéculer sur la durée de cette paralysie. La prudence était de mise. Lorsqu'un premier laboratoire pharmaceutique a annoncé début novembre avoir trouvé un vaccin efficace contre le coronavirus, les rendements obligataires à 10 ans avaient déjà rebondi autour de 0,80 % car les investisseurs ont commencé envisager la possibilité que le Parti démocrate prenne le contrôle des pouvoirs exécutif et législatif aux États-Unis et que cela se traduise par une augmentation de la dépense publique. Mais c'est l'actualité encourageante sur le front des vaccins qui a servi d'étincelle, propulsant les rendements à 10 ans quasi immédiatement vers le seuil de 1 %. La question n'était plus de savoir s'il y aurait une reprise économique, mais quand. En février, la thématique de la rotation était sur toutes les lèvres ou presque. Le président de la Réserve fédérale américaine (Fed) Jerome Powell a estimé que la hausse des rendements obligataires était une marque de confiance en l'économie. On peut également considérer qu'elle résulte mécaniquement de la nouvelle politique de ciblage flexible de l'inflation moyenne. Les taux d'intérêt à deux ans ont à peine bougé, ce qui reflète la promesse de la Fed de laisser ses taux inchangés dans un avenir proche, et les points morts d'inflation, qui étaient en berne il y a un an, ont dépassé des 2 %. Toutefois, les banques centrales ne veulent pas d'un brusque réajustement des taux réels, qui risquerait de freiner la croissance économique. Dans ces conditions, on voit mal comment le rythme actuel de la hausse des rendements obligataires pourrait perdurer.

D'après nous, un regain d'inflation structurel n'est pas (encore) à l'œuvre

Les banques centrales sont mises à l'épreuve. Nous assisterons probablement à un regain d'inflation dans les trimestres à venir. Le tout pour les marchés est de savoir s'il s'agira d'un phénomène temporaire ou plus persistant. Même si l'inflation en glissement annuel devrait augmenter rapidement en raison d'un effet de base défavorable lié à la pandémie, il est difficile pour autant d'affirmer qu'un changement de régime est à l'œuvre et que l'inflation tendancielle sera structurellement plus élevée dans un avenir proche. Malgré les mesures de relance budgétaire et monétaire (peut-être excessives), le taux de chômage est très élevé et l'écart de production considérable. À l'instar du consensus, nous tablons sur une reprise économique aux États-Unis l'an prochain mais il faudra du temps pour résorber le sous-emploi et l'écart de production dans des proportions susceptibles de susciter à juste titre la peur de l'inflation.

Graphique 2 : Inflation et cours des matières premières

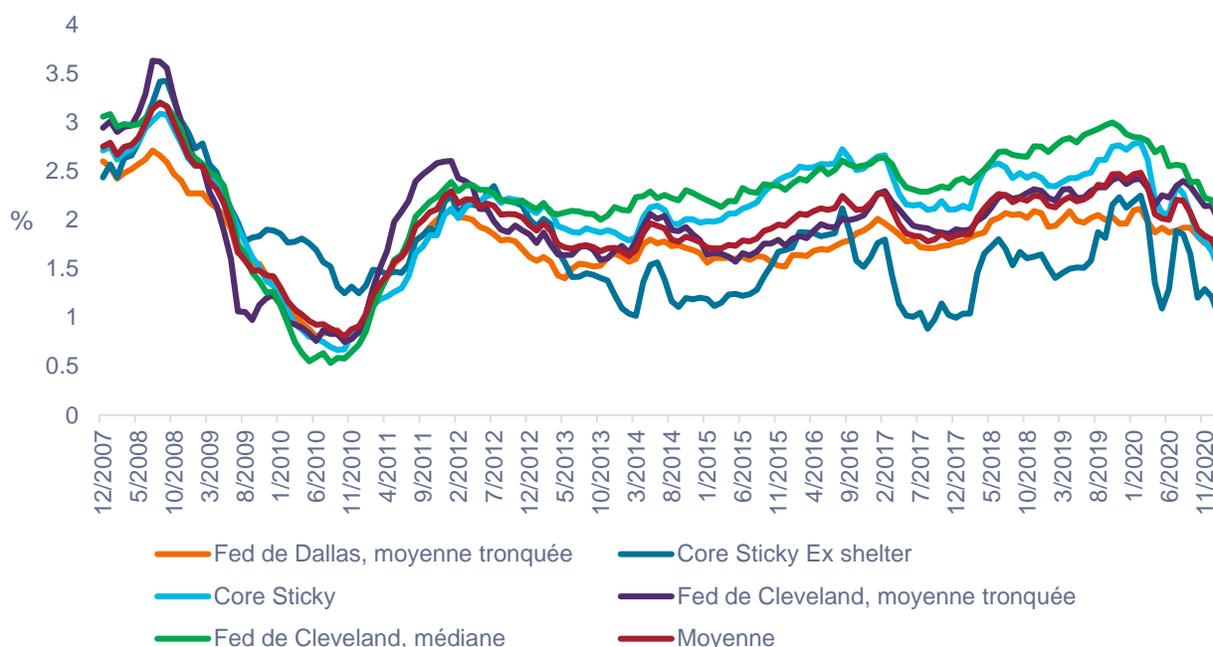


Source : Bloomberg, Janus Henderson Investors, du 1^{er} janvier 2005 au 1^{er} janvier 2022 ; situation au 15 mars 2021.

À court terme, l'inflation est orientée à la hausse. Néanmoins, nous pensons qu'elle atteindra son point culminant aux États-Unis au printemps. Comme le montre le graphique 2, l'effet de base par rapport au point bas de l'inflation en 2020 devrait se traduire par un net regain d'inflation en glissement annuel, suivi d'une dégrègement rapide. Nous pensons que la consommation des ménages épousera une tendance similaire. La demande refoulée de biens et de services pourrait bien se traduire par une flambée en glissement annuel mais l'inflation est un indice qui reflète un taux de variation et il est peu probable que les ménages continuent pendant des années à consommer davantage que l'année précédente.

Enfin, le graphique 3 montre divers baromètres de l'inflation prisés par certaines antennes régionales de la Fed. Les données mettent en évidence une tendance à la décélération de l'inflation sous-jacente. La donne pourrait changer mais, aujourd'hui, cela renforce l'idée que la Fed n'a aucune raison de réagir. En effet, il faudrait que l'inflation sous-jacente franchisse le seuil des 2 % pour que soient réunies les conditions fixées pour un relèvement des taux directeurs de la Fed dans le cadre de sa nouvelle politique de ciblage de l'inflation moyenne.

Graphique 3 : Baromètres de l'inflation suivis par la Fed



Source : Bloomberg, du 31 décembre 2007 au 31 janvier 2021, situation au 15 mars 2021.

- **Même si l'inflation augmentera en raison d'un effet de base et de la hausse des cours des matières premières, il manque toujours quelques ingrédients essentiels (expansion du crédit et inflation salariale) pour une tendance inflationniste à plus long terme.**

Autre possibilité : Le marché est trop optimiste au sujet de l'économie

Cela fait une décennie que les économistes surestiment l'inflation mais le nouveau régime de politique budgétaire aux États-Unis pourrait changer la donne tant elle semble inspirée de la théorie monétaire moderne. C'est la première fois que les États actionnent simultanément les leviers budgétaire et monétaire. Est-ce que cela modifie pour autant le paradigme de la stagnation à long terme ? Le risque de « surprise » est probablement plus important aux États-Unis en raison d'un effort de relance budgétaire plus conséquent, du volume considérable des émissions de bons du Trésor et d'un taux de croissance potentiel plus élevé que dans d'autres économies développées. Nous tablons résolument sur une poussée de fièvre à brève échéance lorsque la demande refoulée des consommateurs sevrés de vacances et de rendez-vous chez le coiffeur se manifestera, mais ce phénomène sera éphémère.

Plus généralement, le multiplicateur budgétaire sera probablement modeste car le gros de l'épargne excédentaire a été accumulé par les 20 % de ménages les plus aisés, dont la propension marginale à consommer est plus faible et qui sont davantage enclins à faire fructifier leur épargne. Même si les marchés sont obnubilés par la thématique de la reflation, nous avons débattu de la possibilité que l'économie mondiale se heurte à une conjoncture encore plus défavorable dans les années à venir en raison du fardeau de la dette et d'autres facteurs de long terme. Les économies développées sortiront de cette récession nettement plus endettées, ne serait-ce que par rapport à il y a 12 mois. Les dépenses financées à crédit, plutôt que l'investissement (si l'on fait abstraction du plan d'investissement dans les infrastructures de Joe Biden) se traduisent rarement par une augmentation de la capacité de production d'une économie sur le long terme. Dans des économies déjà lourdement endettées, la (faible) productivité marginale de cette dette agit comme une force baissière sur les rendements souverains. D'après les estimations de HSBC, la dette mondiale a augmenté 3,4 fois plus vite que le PIB mondial ces 20 dernières années.

Enfin, si l'on en croit les prévisions du consensus, les États-Unis seront la seule économie développée à avoir récupéré intégralement d'ici la fin 2021 le PIB perdu à l'occasion de la crise du Covid-19. La plupart des pays européens et le Japon devront sans doute patienter jusqu'à la fin 2022. Les épisodes précédents de réflexion spectaculaire, engendrés par l'émergence de la Chine, ne devraient pas se répéter compte tenu de la maturité grandissante de l'économie chinoise. En outre, comme l'impulsion donnée par la Chine au crédit est en train de retomber, cela laisse entrevoir un ralentissement début 2022, au moment même où il y aura un effet de base défavorable liée à une « falaise budgétaire » (diminution de l'effort de relance).

Quand est-ce que la hausse des taux d'intérêt devient problématique aux yeux des banques centrales ? Qu'est-ce qui pourrait semer le chaos sur les marchés du crédit et des actions ?

Les banques centrales ont toléré jusqu'ici la hausse des rendements obligataires à long terme, considérant qu'elle dénote un regain de confiance des acteurs économiques. Dans le même temps, les marchés doivent tenir compte dans une certaine mesure d'une *véritable certitude*. Il faut dire que les inconnues sont nombreuses entre, d'une part, les possibles stigmates de la pandémie qui nous semblent largement sous-estimés et, d'autre part, un effort de relance budgétaire sans précédent qui se traduit par un volume d'émissions obligataires considérable (notamment aux États-Unis), qui appelle une prime de risque plus importante.

Mais quand est-ce qu'une hausse des rendements obligataires cesse d'être une bonne nouvelle pour devenir un phénomène inquiétant ? Nous pensons que cela tient aussi bien au rythme de la hausse qu'à sa cause. Pour dire les choses simplement, l'inquiétude gagnera sans doute les banques centrales si jamais ces dernières observent des turbulences et une plus grande corrélation des marchés (comme en mars 2020) ou un resserrement persistant des conditions financières liées à la hausse des taux d'intérêt réels. Pour le moment, même si les rendements réels restent négatifs, la Fed devrait rester optimiste mais veillera sans doute à éviter une répétition du « taper tantrum » de 2013. La hausse des taux réels n'a pas seulement pour effet de renchérir le financement par emprunt : elle a également des répercussions sur les spreads de crédit et la valorisation des actions, ce qui induit un resserrement des conditions financières. La hausse des rendements réels peut finir par se tarir d'elle-même si elle occasionne une correction significative des actifs risqués.

Qu'est-ce que cela implique pour l'allocation d'actifs ?

D'après nous, les fondamentaux des marchés du crédit restent porteurs. Les perspectives de reprise économique s'améliorent depuis les annonces sur les vaccins début novembre. De nombreuses entreprises ont engagé un assainissement de leur bilan. Elles tacheront de mettre à profit la reprise dans les trimestres à venir pour améliorer la qualité de leur crédit, se désendetter et, dans certains cas, viser un relèvement de leur note de crédit. Le rebond cumulé des bénéfices de 50 % prévu cette année et l'an prochain, porté par des politiques monétaire et budgétaire accommodantes, crée un contexte singulièrement porteur pour les actifs risqués. Ces fondamentaux porteurs sont quelque peu ternis par les valorisations élevées. Le niveau actuel des cours et les spreads reflète déjà l'embellie économique. Les points morts d'inflation sont au plus bas depuis dix ans, notamment dans le segment investment grade (IG), ce qui reflète la diminution des taux d'intérêt conjuguée à la faiblesse des spreads. Le risque à surveiller est celui d'un dégageant des investisseurs confrontés à une performance négative depuis le 1^{er} janvier. La première semaine du mois de mars a été marquée par la plus importante décollecte depuis 12 mois pour les fonds en obligations d'entreprises et les fonds en obligations émergentes.

- **Les fondamentaux et l'état d'avancement du cycle suggère toujours qu'une surpondération des obligations d'entreprises est prudente mais les valorisations actuelles sont pour nous une source d'inquiétude.**

Graphique 4 : Les spreads des obligations IG américaines flirtent à nouveau avec des plus bas du cycle



Source : Bloomberg, du lundi 4 janvier 2010 au jeudi 11 mars 2021, situation au 15 mars 2021.

Remarque : Représente l'écart de rémunération corrigé des effets de la clause de remboursement anticipé (OAS) de l'indice Bloomberg Barclays US Aggregate Corporate.

Les vaccins laissent entrevoir la fin de la pandémie et devraient donner un coup de fouet aux secteurs économiques les plus touchés, créant ainsi quelques opportunités sur les marchés du crédit de se positionner dans l'optique d'une poursuite de la compression des spreads entre les gagnants et les perdants de la crise du Covid-19, ainsi qu'entre les émetteurs de moindre qualité et les mieux notés. Par exemple, le segment high yield présente une moindre sensibilité au taux d'intérêt que celui des obligations d'entreprises investment grade tandis que son rendement plus élevé permet de mieux absorber les pertes liées à la hausse des taux d'intérêt. Le marché de la titrisation fait également figure de valeur refuge jusqu'ici : les titres adossés à des actifs (ABS) se distinguent par des durées très courtes, les obligations structurées adossées à des prêts (CLO) sont des titres à taux variable et il existe en outre un large éventail de notes de crédit permettant d'améliorer le revenu, le tout avec une sensibilité au taux d'intérêt qui est traditionnellement peu marquée.

Étant donné le récent rebond des taux de référence, la titrisation est le segment obligataire qui présente désormais la valorisation la plus intéressante. De plus, dans certains pays comme l'Allemagne et le Japon, les obligations à échéance plus lointaine ont retrouvé des niveaux de valorisation qui offrent de meilleures perspectives pour les investisseurs en quête de valeurs refuge. Les titres à échéance plus lointaine sont ceux qui ont enregistré la correction la plus marquée. Du coup, les taux sur le marché à terme ont retrouvé un niveau un peu plus conforme à leur niveau normal. Par exemple, le taux de swap à cinq ans sur les taux américains à cinq ans est proche de 2,5 %. A moins qu'un changement de régime soit en cours et que les banques centrales relèvent leur taux bien avant le calendrier suggéré actuellement, on voit mal comment la hausse des rendements souverains constatée le mois dernier pourrait se poursuivre au rythme actuel.

Ce qu'il faut surveiller :

- **Un réajustement des taux réels brusque ou prononcé demeure un risque majeur pour les actifs risqués mais ce n'est pas notre scénario privilégié. Une hausse des rendements réels, une appréciation du dollar et une accentuation de la volatilité constitueraient un cocktail toxique pour les marchés du crédit.**
- **Les actifs à taux variable et/ou à durée courte pourraient constituer des valeurs refuge en cas d'accélération des sorties de capitaux.**
- **Le calme revient sur les marchés d'emprunts d'État au rendement plus élevé mais la volatilité pourrait perdurer dans l'immédiat, les investisseurs étant tiraillés entre le regain d'inflation et la réaction des banques centrales.**

¹ Source : Refinitiv Datastream, prévisions de croissance des bénéfices de l'indice MSCI AC World par année, au 11 février 2021.

Les opinions ci-dessus sont celles des équipes et ne doivent pas être interprétées comme des conseils et peuvent ne pas refléter d'autres opinions de la société.

Les points de vue présentés s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document n'est réputée constituer une disposition directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples constituent une illustration des thèmes généraux et n'indiquent pas une intention de négociation, peuvent être modifié(e)s à tout moment et peuvent ne pas refléter les opinions des autres collaborateurs de la société. Le présent document n'est pas destiné à indiquer ou impliquer que l'une des illustrations/l'un des exemples mentionné(s) est actuellement, ou a été par le passé, détenu(e) au sein de l'un des portefeuilles. Aucune des prévisions ne sont garanties et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors est la source des données, sauf indication contraire, et a des raisons suffisantes de croire que les informations et les données provenant de tiers qu'il utilise sont fiables. **Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. Investir comprend des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de valeur.**

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. Ce document ou les informations qu'il contient peuvent faire l'objet de restrictions légales, et ne peuvent être reproduits ou mentionnés sans autorisation écrite expresse ou utilisés dans toute juridiction ou circonstance où leur utilisation serait illégale. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie. Le contenu n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation.

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis par les entités identifiées suivantes en Europe : Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (906355), Henderson Investment Funds Limited (2678531), Henderson Equity Partners Limited (2606646) - (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).

Henderson Management S.A. est autorisé à exercer ses activités en France par l'intermédiaire de sa succursale française conformément aux dispositions du passeport européen pour les fournisseurs de services d'investissement en vertu de la Directive 2004/39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers. L'agence Française de Henderson Management S.A. est enregistrée en France en tant que Société Anonyme d'un Etat membre de la CE ou partie à l'accord sur l'espace économique européen avec un numéro d'enregistrement 848 778 544 R.C.S. Paris et le siège statutaire à 32 rue des Mathurins, 75008 Paris, France.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, 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.