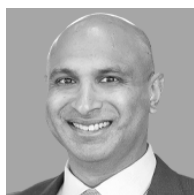


Obligations : aborder 2024 en 5 thèmes



Pramod Atluri
Gérant de portefeuille

Ce qu'il faut retenir

- L'horizon semble s'éclaircir pour les investisseurs obligataires en ce début d'année 2024, grâce au reflux de l'inflation et à la fin du cycle (historique) de resserrements monétaires aux États-Unis.
- Désormais, les obligations pourraient offrir des opportunités bien plus diversifiées que ces dix dernières années, car les taux élevés servis sur les nouvelles émissions offrent une protection supplémentaire en cas de difficulté sur les autres actifs risqués.
- Le scénario d'une reprise de l'inflation suivie d'une volte-face restrictive de la Fed – et qui donc viendrait tempérer l'optimisme concernant les obligations – semble peu probable.

L'horizon semble s'éclaircir pour les investisseurs obligataires en ce début d'année 2024 grâce au reflux de l'inflation et à l'annonce, par la Réserve fédérale américaine (Fed), de la fin de son cycle historique de resserrements monétaires. Même après le net rebond du marché obligataire observé fin 2023, les taux obligataires restent plus intéressants qu'il y a 10 ans.

La cible d'inflation fixée par la Fed semble désormais atteignable et les taux d'intérêt pourraient redescendre rapidement si la croissance continue de ralentir. Des opportunités apparaissent donc, comme l'exposition à la duration ou certains positionnements sur la courbe des taux. Toute baisse des taux

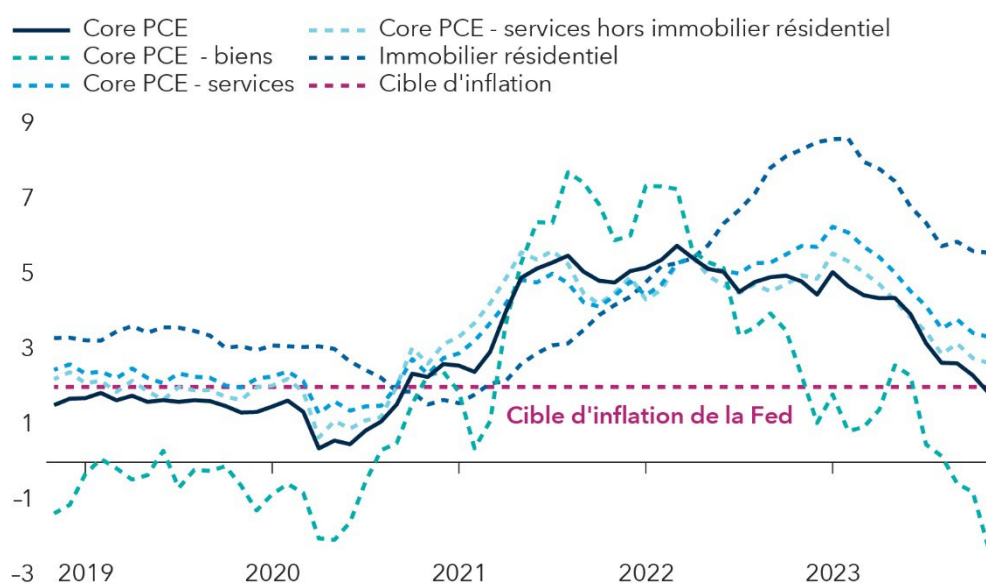
d'intérêt érodera mécaniquement la rémunération offerte par les placements monétaires, tandis qu'elle stimulera la demande d'obligations – dont les résultats s'en trouveront donc dynamisés.

Perspectives : bientôt la fin de l'épisode de forte inflation

Aux États-Unis, l'inflation tant globale que sous-jacente devrait ainsi se rapprocher de la cible de 2 % fixée par la Fed dans les prochains 6 à 12 mois.

Inflation à court terme : la cible de la Fed est en vue

Moyenne sur 6 mois, en glissement mensuel (corrigée des variations saisonnières, en %)



Au 22 décembre 2023. Moyenne sur 6 mois annualisée, en glissement mensuel, de l'indice sous-jacent des dépenses de consommation des ménages hors énergie et alimentation (Core PCE) et de certaines de ses composantes. Source : Bureau of Economic Analysis.

La croissance est restée positive en 2023 (une accélération à près de 5 % a même été observée au 3e trimestre), malgré une année marquée par le cycle de resserrements monétaires le plus rapide depuis 40 ans, une crise bancaire, une récession dans le secteur de l'immobilier résidentiel et un ralentissement dans celui de l'immobilier d'entreprise. À présent, la croissance semble toutefois se stabiliser : l'essoufflement du marché de l'emploi s'accélère et la hausse des salaires ralentit pour se rapprocher d'un niveau cohérent avec une croissance économique de 1 % à 2 %.

En ce qui concerne le risque de récession, il devrait rester relativement faible, et ce en dépit des signes de faiblesse observés dans certains secteurs, notamment les plus sensibles à l'évolution des taux d'intérêt (comme l'immobilier d'entreprise).

En effet, l'augmentation de la productivité devrait stimuler les bénéfices des entreprises et la hausse des salaires. Les salaires réels (ajustés de l'inflation) pourraient même augmenter plus vite sous l'effet de la rapide baisse de l'inflation, qui est synonyme de hausse du pouvoir d'achat et, partant, d'une hausse des dépenses des ménages.

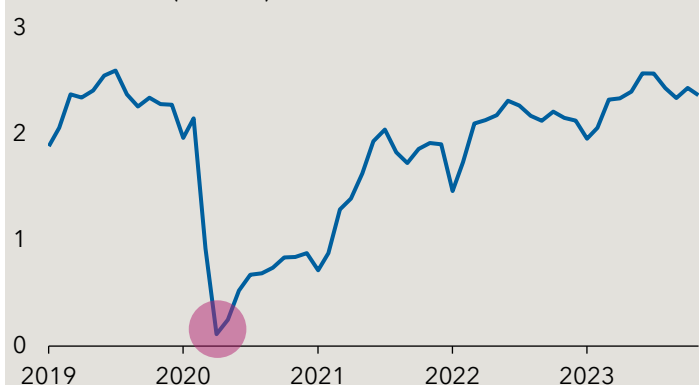
La baisse des taux d'intérêt devrait également avoir d'autres effets positifs, en particulier dans le secteur de l'immobilier résidentiel, où la reprise des activités de vente et de construction et une vague de refinancements devraient contribuer à relancer la consommation. Les ventes d'automobiles devraient également repartir à la hausse grâce à des conditions d'emprunt plus accessibles. Enfin, la valeur des actifs financiers devrait se redresser, avec pour retombées une amélioration du patrimoine des ménages, un rebond de la consommation, et une stabilisation – voire une réduction – du taux d'épargne.

Outre le coup de fouet apporté par les baisses de taux, la croissance américaine devrait, cette année encore, bénéficier indirectement d'un déficit budgétaire historiquement élevé, notamment du fait des plans de relance votés en 2021 et 2022 (CHIPS and Science Act, Inflation Reduction Act et Infrastructure Investment and Jobs Act).

Dans de nombreux secteurs jusqu'alors en difficulté, la reprise est engagée

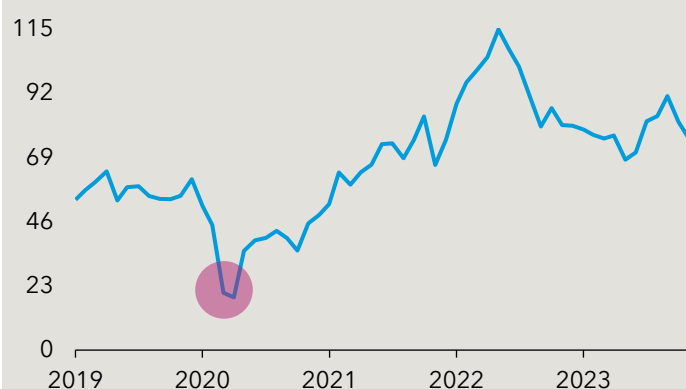
Voyages

Nombre de voyageurs franchissant les points de contrôles TSA (millions)



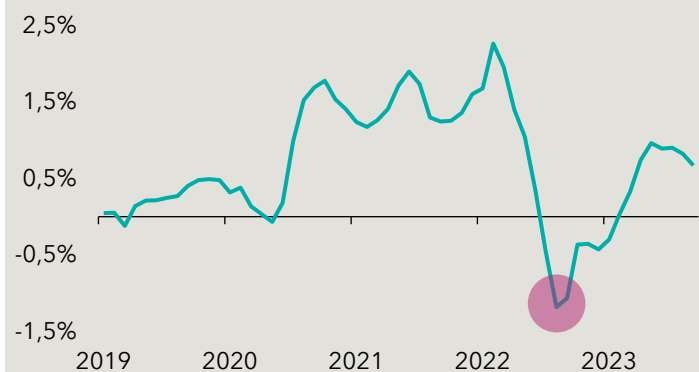
Pétrole

Cours au comptant du brut WTI (USD/baril)



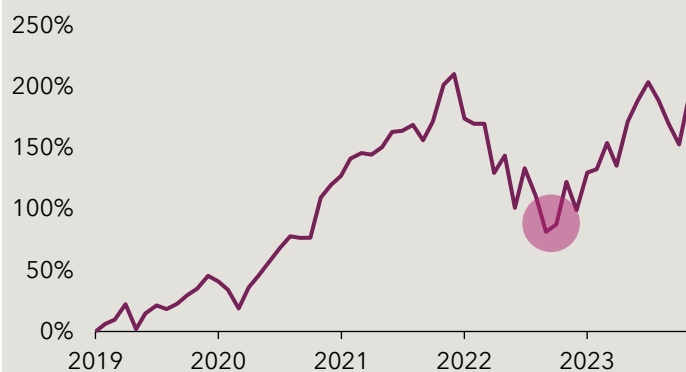
Immobilier résidentiel

Indice S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City Composite Home Price (évolution % en glissement mensuel)



Semi-conducteurs

Rendement cumulé (%) de l'indice PHLX Semiconductor Sector



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

Moyenne mobile sur 30 jours. Au 30 novembre 2023. Secteur pétrolier : Refinitiv. Au 30 novembre 2023. Secteur de l'immobilier résidentiel : Standard & Poor's. Dernières données mensuelles disponibles : septembre 2023. Au 30 novembre 2023. Secteur des semi-conducteurs : Bourse de Philadelphie. Au 30 novembre 2023. Rendement cumulé depuis le 1er janvier 2019. Sources pour le secteur des voyages : Transportation Security Agency (TSA), US Department of Homeland Security.

Le principal risque pouvant compromettre l'optimisme prévalent pour 2024 serait une reprise de l'inflation, suivie d'un nouveau virage restrictif de la Fed. Cela dit, à l'examen des composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) et de l'indice des dépenses de consommation des ménages (PCE), nos analystes estiment que la tendance au reflux de l'inflation devrait se poursuivre pour au moins 6 à 12 mois. La baisse observée pour la plupart des composantes de ces indices (comme les loyers) devrait, à terme, se répercuter sur les indices eux-mêmes. Ainsi, les tendances d'inflation à très court terme (entre 3 à 6 mois) situent déjà la hausse des prix au niveau de la cible de la Fed (2 %) - ou presque.

Dès lors, les perspectives s'annoncent positives dans l'univers obligataire, et plus particulièrement dans cinq grandes thématiques.

1. Duration : c'est le bon moment

Si le reflux de l'inflation et le ralentissement de la croissance se confirment, les taux d'intérêt devraient continuer à se tasser dans les deux années qui viennent, à mesure que la Fed abaissera ses taux directeurs. Depuis la réunion du comité de politique monétaire de décembre 2023, la question n'est plus de savoir combien de temps la Fed maintiendra ses taux directeurs à 5,5 %, mais plutôt quand et combien de fois elle les abaissera. Selon ses projections actuelles, la Fed envisage environ trois baisses de 25 points de base (pb) chacune en 2024, puis quatre baisses en 2025. Ce cycle d'assouplissement monétaire serait donc plutôt long et progressif, ce qui est inhabituel sans être inédit. Nous estimons pour notre part que la Fed décidera de baisser ses taux bien plus rapidement si l'inflation sous-jacente approche 2,5 % d'ici mi-2024.

En octobre 2023, l'indice sous-jacent des dépenses de consommation des ménages hors énergie et alimentation (ou Core PCE), l'indicateur privilégié par la Fed pour mesurer l'inflation, est tombé à 3,4 %. Le haut de la fourchette cible du taux des Fed Funds étant situé à 5,5 %, cela revient à un taux directeur réel (donc hors inflation) de 2,1 %, un niveau que le président de la Fed, Jerome Powell, qualifie de « clairement restrictif ». En novembre, le Core PCE s'établissait désormais à 3,2 %. Si cette tendance se poursuit, et que la Fed maintient son taux actuel, le taux directeur réel augmentera mécaniquement et deviendra encore plus restrictif - et ce, alors même que l'inflation et la croissance se rapprochent de leur cible. Voilà pourquoi la Fed pourrait baisser ses taux d'intérêt bien plus rapidement qu'annoncé dans ses projections. En effet, elle doit non seulement suivre la trajectoire de l'inflation, mais aussi agir activement pour rapprocher sa politique monétaire d'une position plus neutre.

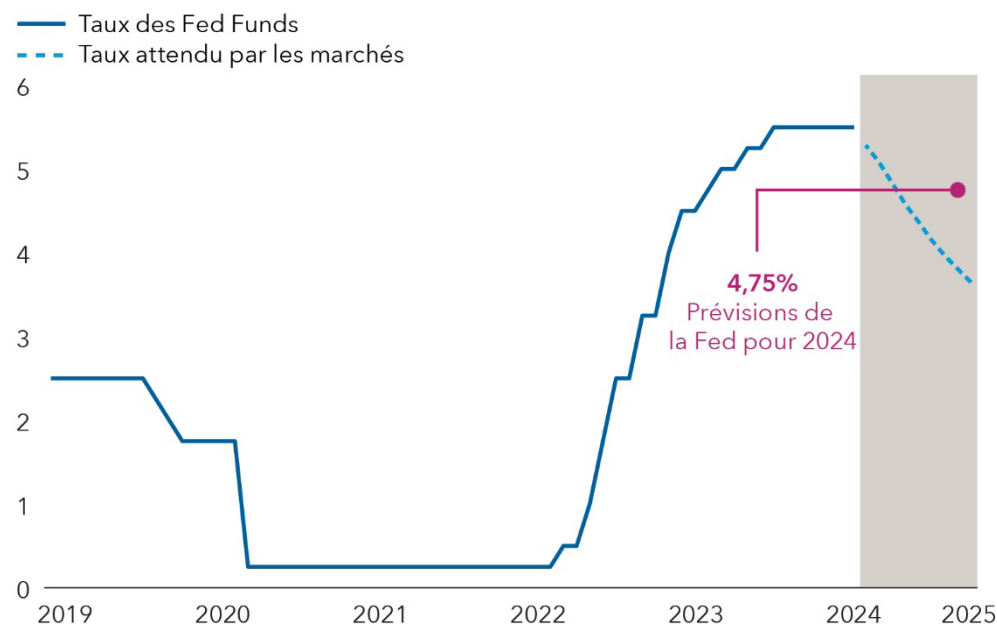
Supposons, dans une hypothèse prudente, que la Fed souhaite ramener le taux directeur réel à 1 % si l'inflation descend en dessous de 2,5 % d'ici la fin 2024. Pour ce faire, il faudrait que le taux cible des Fed Funds passe de 5,5 % actuellement à 3,5 %, soit une baisse de 200 pb d'ici la fin de l'année. Dans un tel scénario, les portefeuilles d'obligations « core » pourraient donc générer des résultats attrayants tout au long de l'année 2024.

Et si la croissance s'essouffle, comme le prévoient certains économistes, la Fed pourrait baisser encore davantage ses taux directeurs. Or, chaque baisse de 50 pb représente un rendement d'environ +3 % pour un fonds obligataire « core » classique affichant une durée d'environ 6 ans. Les obligations sont donc susceptibles de générer des rendements totaux encore plus élevés, tout en offrant une certaine protection contre les pertes.

La courbe des taux offre elle aussi des gisements de valeur relative intéressants. Les investisseurs positionnés dans la perspective d'une pentification de la courbe pourraient en effet y gagner si la croissance se maintient pendant que la Fed baisse les taux d'intérêt. Et l'ampleur des déficits budgétaires, qui pèsera sans doute sur les bons du Trésor aux échéances plus longues, pourrait même accentuer le phénomène de pentification.

Des baisses de taux plus rapides attendues en 2024

Taux directeur américain (%)



Données au 14 décembre 2023. Sources : Capital Group, Bloomberg, Réserve fédérale américaine.

2. Dette d'entreprise : prendre ses bénéfices

Les obligations d'entreprise, segment le plus performant au sein de l'indice Bloomberg US Aggregate en 2023, sont moins intéressantes maintenant que les spreads et les rendements ont nettement diminué. Si ce segment devrait rester porté par les perspectives optimistes pour l'économie américaine en 2024 (avec notamment l'assouplissement de la politique monétaire et les baisses de taux associées), sa valorisation paraît aujourd'hui plus chère.

Après avoir atteint un pic de près de 170 pb au plus fort de la crise bancaire (mars 2023), le spread de l'indice Bloomberg US Corporate Investment Grade s'est resserré à environ 100 pb fin 2023. À ce niveau, les investisseurs gagnent seulement 1 % de plus qu'en s'exposant à des bons du Trésor américain, qui sont beaucoup moins risqués.

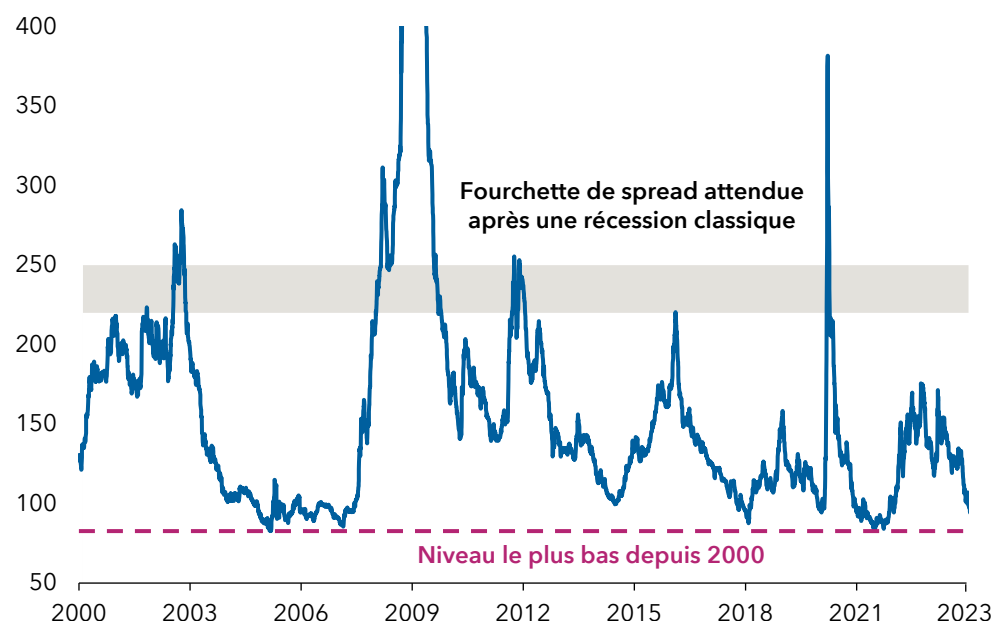
S'il se produit un choc économique en 2024, ou si les perspectives économiques se détériorent, la marge offerte par les valorisations du crédit semble donc bien mince. Dans le domaine de l'investissement en obligations, l'asymétrie du profil de gain/perte est la norme. Si tout va bien, à l'échéance d'une obligation, les investisseurs perçoivent le taux promis et la valeur nominale de l'obligation. À l'inverse, en cas d'imprévu, le gain peut être très inférieur. Les investisseurs obligataires ont donc tout intérêt à mesurer correctement le potentiel de valeur restant par rapport au risque de perte.

Prenons un exemple : pour chaque baisse de 100 pb des spreads, l'indice Bloomberg US Corporate Investment Grade (avec une durée proche de 7 ans) génère environ 7 % de surperformance par rapport à des bons du Trésor comparables. Lorsque les spreads des obligations d'entreprise étaient de 170 pb, le potentiel de valeur était théoriquement d'environ 90 pb (la différence avec leur plus bas des dernières décennies, à savoir 80 pb). La marge de risque de perte, par comparaison, était de 50 à 80 pb, puisque les spreads atteignent généralement 220-250 pb lors d'une récession classique. Avec des spreads autour de 100 pb aujourd'hui, le rapport bénéfice/risque potentiel s'est déséquilibré. Le potentiel de valeur est de 20 pb tandis que la marge de risque est de 120-150 pb, ce qui représente un potentiel de rendement supplémentaire (hors revenus) de 1,4 % contre un risque de perte compris entre -8,4 % et -10,5 %. Dans ces conditions, l'asymétrie entre le risque et le bénéfice est au détriment des investisseurs.

Pour résumer, en partant du scénario central d'un contexte économique favorable en 2024, il est probable que les surperformances du segment de la dette d'entreprise restent modestes. Les investisseurs détenteurs d'obligations d'entreprise auraient donc tout intérêt à monter en qualité, pour renforcer la résilience de leur portefeuille sans mettre en péril son potentiel de rendement.

Après leur rebond de 2023, les obligations investment grade paraissent moins intéressantes

Spread des obligations américaines investment grade par rapport aux bons du Trésor américain (pb)



Données au 22 décembre 2023. Spreads de l'indice Bloomberg US Corporate Investment Grade par rapport aux bons du Trésor américain. Investment grade : obligations notées BBB/Baa et plus.
Source : Bloomberg.

3. Obligations titrisées : l'horizon s'éclaircit

Il est également possible de trouver des actifs de meilleure qualité en regardant du côté des MBS (titres adossés à des crédits hypothécaires) d'agences et des tranches prioritaires des créances titrisées, qui sont tous deux de très grande qualité (le plus souvent notés AAA) et particulièrement liquides. Ces titres présentent des perspectives favorables et devraient surperformer les bons du

Trésor dans les mêmes proportions que les obligations d'entreprise voire plus, le tout dans un segment de bien meilleure qualité, plus liquide et plus résilient en cas de ralentissement de la croissance économique.

La baisse des taux d'intérêt pourrait entraîner une vague de refinancements de crédits immobiliers à coupon plus élevé. De nombreuses opportunités devraient donc s'offrir aux spécialistes de la gestion active, à condition de faire preuve de sélectivité. Pramod Atluri, gérant de portefeuille chez Capital Group, préfère orienter ses portefeuilles d'obligations « core » vers des MBS négociés en dessous de leur valeur nominale, car mieux protégés de l'impact négatif d'un remboursement anticipé en cas de refinancement.

Les valorisations des MBS devraient également bénéficier d'une possible baisse de la volatilité des taux d'intérêt : la plupart de ces titres comportent en effet une option de remboursement anticipé, dommageable pour les investisseurs lorsque la volatilité est élevée et que la probabilité que le propriétaire rembourse son emprunt de manière anticipée augmente. Or, si la volatilité des taux d'intérêt demeure actuellement élevée (après avoir atteint en 2023 un plus haut inédit depuis de nombreuses années), elle semble orientée à la baisse et pourrait continuer à diminuer en 2024, à mesure que la politique monétaire de la Fed se précise et que les taux d'intérêt reculent dans le sillage du reflux de l'inflation.

La volatilité des taux d'intérêt peut encore baisser

Volatilité des taux à 10 ans attendue à 1 an (pb)



Données au 22 décembre 2023. Source : Bloomberg.

4. Segments obligataires à rendement plus élevé : perspectives contrastées

Situés autour de 7,7 %, les taux servis sur les nouvelles émissions d'obligations *high yield* sont attrayants et pourraient être une source intéressante de rendement si l'économie résiste. S'agissant toutefois d'une classe d'actifs à durée plus courte (trois ans actuellement pour l'indice Bloomberg US Corporate High Yield, contre sept pour l'indice Bloomberg US Corporate Investment grade), elle profitera moins de l'appréciation des cours si les taux d'intérêt baissent comme attendu en 2024. Dans l'ensemble, s'il semble donc

offrir un avantage similaire à celui des obligations investment grade, le segment *high yield* pourrait être bien plus pénalisé dans un environnement d'aversion au risque.

La dette des pays émergents, en revanche, présente des perspectives bien plus favorables. Bien qu'elles soient généralement peu représentées au sein des portefeuilles d'obligations « core », les obligations émergentes pourraient offrir des opportunités attrayantes aux investisseurs en quête de taux et de rendements totaux élevés. Certes, la croissance mondiale pourrait être ralentie, mais les valorisations actuelles permettent de compenser ce scénario. Les devises des marchés émergents pourraient également générer des rendements intéressants et soutenir la dette émergente si le cycle haussier du dollar US s'inversait dans le sillage de la baisse des taux directeurs américains.

5. Les investisseurs pourraient réinvestir le segment obligataire en 2024

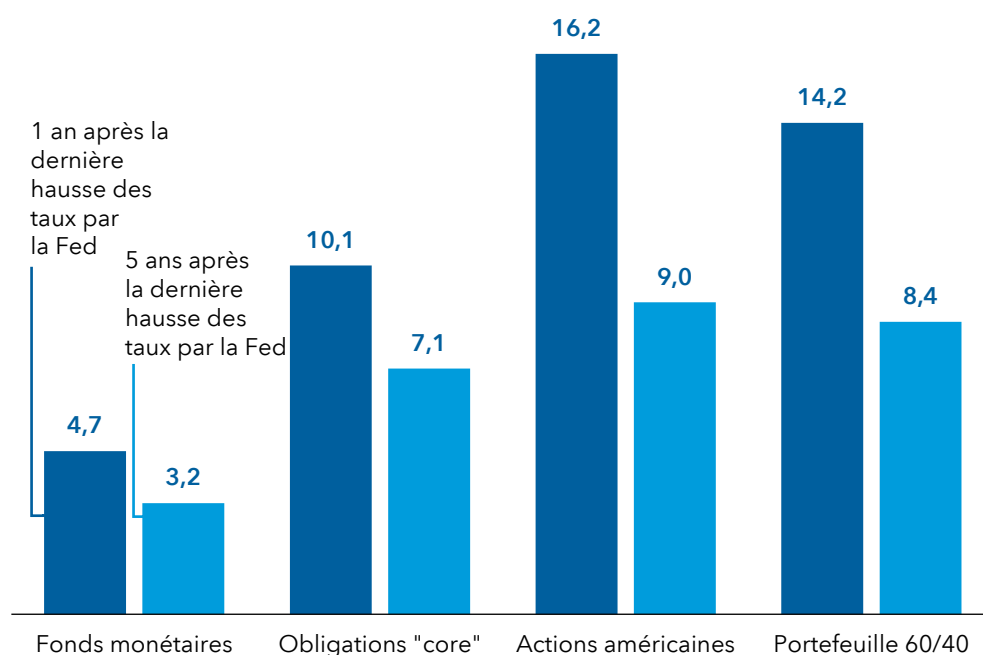
D'après Pramod Alturi, après avoir déserté le marché obligataire lorsque les taux obligataires remontaient, les investisseurs devraient – maintenant que la fin du cycle de resserrement monétaire est confirmée – progressivement y revenir et s'exposer davantage aux actifs sensibles à l'évolution des taux d'intérêt, afin de profiter de leurs rendements élevés, de l'ordre de 4,6 % (indice Bloomberg US Aggregate).

Dans le scénario central de Pramod Alturi, compte tenu de la résistance généralement supérieure des obligations en période de choc ou de récession économique, un investisseur qui réinvestit ses liquidités dans les obligations « core » devrait bénéficier d'un rendement total supérieur, tout en réduisant le risque au sein de son portefeuille global. Et il apparaît d'autant plus judicieux de revenir aux obligations dans le contexte actuel qu'une classe d'actif permet rarement d'améliorer les résultats en même temps qu'elle contribue à réduire le risque.

Les investisseurs qui se sont réfugiés dans les fonds monétaires (pour bénéficier de leurs taux supérieurs et de l'inversion de la courbe des taux) sont en train de prendre conscience que les rendements qui y sont associés pourraient reculer rapidement à partir du moment où les taux de la Fed commenceront à baisser – ce qui pourrait arriver dès le mois de mars si l'on en croit le consensus du marché. Ainsi, les taux servis sur les liquidités (représentées par les obligations d'État à court terme), qui se situent aujourd'hui autour de 5,2 %, pourraient reculer à moins de 4,7 % à l'issue des baisses de taux attendues en 2024, soit un niveau équivalent au rendement actuel (4,6 %) de l'indice Bloomberg US Aggregate – sachant que de nombreux fonds d'obligations « core » pourraient servir des taux encore supérieurs.

Le moment est venu de réinvestir les liquidités en actions et en obligations

Rendement moyen annuel (%)



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

Performances moyennes des indicateurs sectoriels respectifs à compter du mois de la dernière hausse du taux de la Fed au cours des quatre cycles de hausse des taux survenus entre 1995 et 2018, et ce, jusqu'au 30 juin 2023. Indices : bon du Trésor US à 3 mois (fonds monétaires), Bloomberg U.S. Aggregate (obligations « core »), S&P 500 (actions américaines) et un indice composé à 60 % du S&P 500 et à 40 % du Bloomberg U.S. Aggregate (portefeuille 60/40).

Sources : Capital Group, Morningstar.

Si les fonds monétaires peuvent offrir des taux similaires à ceux des portefeuilles d'obligations « core », ils deviennent moins avantageux quand les cours des obligations s'apprécient du fait de la baisse des taux d'intérêt. Pour rappel, chaque recul de 50 pb des taux devrait engendrer un rendement total supplémentaire de 3 % pour un portefeuille d'obligations « core » (avec une durée d'environ 6 ans), voire plus si le fonds est géré de manière active.

Dans un scénario de récession caractérisé par une baisse plus agressive des taux de la Fed, le rendement total des fonds monétaires serait encore plus réduit, alors que celui d'un fonds d'obligations « core » augmenterait nettement.

Conclusion : s'exposer à nouveau aux obligations

Si elle se concrétise, la baisse attendue de l'inflation et des taux d'intérêt devrait profiter aux actions comme aux obligations. Les corrélations positives qui avaient pénalisé les investisseurs en 2022 devraient être un facteur de soutien en 2024. Et si la croissance faiblit une fois que l'inflation se sera rapprochée de 2 %, les obligations pourront compenser le fléchissement du marché actions. Pour Pramod Atluri, les obligations « core » pourraient offrir des opportunités bien plus diversifiées que ces dix dernières années, car les taux élevés servis sur les nouvelles émissions obligataires offrent une marge de manœuvre supplémentaire en cas de difficultés pour les actifs risqués.

Bien entendu, ces perspectives sont assorties de risques, notamment celui d'un rebond de la croissance entraînant une nouvelle accélération de l'inflation. Bien que ce scénario demeure peu probable, il faudra surveiller la situation de près

à mesure que les conditions de financement s'assouplissent. Les chocs externes, notamment les événements géopolitiques, restent également possibles, surtout en cette année ponctuée par de nombreuses élections partout dans le monde.

Pour résumer, les perspectives des marchés obligataires sont prometteuses, avec des revenus et un potentiel de diversification élevés comme jamais depuis dix ans, ainsi qu'un profil de risque-rendement très attrayant. Autrement dit, il semble que ce soit bon moment pour se tourner vers les obligations.

***Pramod Atluri** est gérant de portefeuille obligataire chez Capital Group. Il possède 25 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement et a rejoint Capital Group il y a 8 ans. Pramod est titulaire d'un MBA de Harvard Business School, de plusieurs licences (chimie biologique, économie et chimie) de l'Université de Chicago, et de la certification Chartered Financial Analyst® (CFA). Pramod est basé à Los Angeles.*

Avant d'investir, il convient de tenir compte des facteurs de risque suivants

- Le présent document n'a pas vocation à fournir un conseil d'investissement, ni à être considéré comme une recommandation personnalisée.
- La valeur des investissements et le revenu qu'ils génèrent ne sont pas constants dans le temps, et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer l'intégralité de leur mise initiale.
- Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.
- Si la devise dans laquelle vous investissez s'apprécie face à celle dans laquelle les investissements sous-jacents du fonds sont réalisés, alors la valeur de votre placement baissera. La couverture du risque de change vise à limiter ce phénomène, rien ne permet de garantir qu'elle sera totalement efficace.
- Les risques varient selon la stratégie et peuvent être associés à l'investissement dans les actifs obligataires, les instruments dérivés, les marchés émergents et/ou les titres à haut rendement (*high yield*). Les marchés émergents sont volatils et peuvent pâtir de problèmes de liquidité.

Le présent document est publié par Capital International Management Company Sàrl (« CIMC »), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, à titre d'information uniquement. CIMC est régie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et est filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). La société Capital Group s'efforce d'obtenir des informations de sources réputées fiables. Toutefois, elle ne peut certifier ni garantir leur exactitude, leur fiabilité ou encore leur caractère exhaustif. Le présent document n'a pas vocation à être complet ni à fournir un conseil d'investissement, fiscal ou autre.

En Suisse, le présent document est publié par Capital International Sàrl (société agréée et régie par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)), filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

© 2024 Capital Group. Tous droits réservés. **WF5370969 STR BE CH FR LU (FR) P**