

LES OBLIGATIONS, CHRONIQUE D'UN RETOUR ANNONCÉ



Olivier Candrian
Senior Portfolio Manager

L'année écoulée laissera un goût pour le moins amer aux investisseurs avec des portefeuilles en baisse de 14.40% en moyenne pour un profil équilibré en Euro¹. Mais c'est bien le recul de l'obligataire, de l'ordre de 18%², qui a marqué les esprits avec un spectre nommé inflation revenant hanter les marchés. Précisément le pire ennemi des marchés obligataires. Ajoutez à cela la hausse des taux directeurs et, après des années de loyer de l'argent et des coupons historiquement bas, tous les ingrédients étaient réunis pour nous offrir la pire année sur cette classe d'actif depuis fort longtemps.

2023: L'ANNÉE DU RENOUVEAU OBLIGATAIRE

La brutalité du choc d'offre inflationniste exceptionnel que nous avons connu l'année passée a poussé les banques centrales à opérer de violents ajustements de leurs politiques monétaires. Si le processus de désinflation semble enclenché aux Etats-Unis, l'activité économique commence également à montrer des signes de ralentissement. Malgré cela, les faucons tiendront encore le haut du pavé lors des prochaines réunions du Federal Open Market Committee (FOMC).

Tôt ou tard la politique monétaire s'infléchira et profitera aux investisseurs obligataires. Aujourd'hui déjà le couple risque-rendement de l'obligataire est attractif. Les planètes semblent donc alignées pour faire de 2023 l'année du nouveau obligataire.

Comme pour les actions, les marchés obligataires connaissent un début d'année en fanfare. Malgré le récent rebond qui a vu passer le rendement des obligations américaines d'entreprises 1-10 ans de 5.33% à 4.80% (et le 10y US Treasury de 3.87% à 3.40%), les marchés nous semblent toujours attractifs pour soutenir un positionnement « barbell » comprenant de la

dette d'entreprise de qualité (Investment Grade) à courte échéance et un positionnement long sur de la dette souveraine, dans une optique de ralentissement économique et de hausse de la prime de risque crédit. A titre indicatif, les rendements suivants s'obtiennent sur du Corporate Investment Grade 1-3 ans en franc, euro et dollar, respectivement 1.40%, 3.73% et 4.87%³. De tels rendements n'ont plus été vu depuis 2008. Relevons également qu'après 8 ans, la dette à rendement négatif a disparu (à l'exception de la dette souveraine japonaise courte).

En hibernation depuis quelques années, le traditionnel portefeuille 60/40 (qui amenait bon an mal an un rendement de 8.8% en dollar de 1926 à 2021) fera-t-il ainsi son grand retour ? Cela dépendra de l'orientation de l'inflation sur les prochains trimestres. Contentons-nous de professer que désormais un portefeuille multi-actifs reprend du sens et que l'une des priorités d'un investisseur lambda sera de (re) construire un portefeuille équilibré et résilient générant revenu et diversification. Quant à « TINA » (There Is No Alternative), elle n'ira plus danser au grand bal de l'investissement.

LIZ TRUSS ET ALAN GREENSPAN

Quelques bémols cependant, le marché obligataire n'étant pas un long fleuve tranquille. En effet, du fait de sa complexité et parfois de ses incohérences (mentionnons les futures sur taux anticipant un relâchement de la politique monétaire de la Fed cette année alors que cette dernière martèle qu'il n'en sera rien), les risques systémiques ou d'erreurs des banques centrales existent bel et bien. Relevons deux événements de marché. D'une part, la débâcle de la dette anglo-saxonne dont le détonateur a consisté en une bonne dose d'inflation (pénalisant le pouvoir d'achat), un zeste de déficit de la balance courante (affaiblissant le Sterling) puis agiter le tout avec le déficit public (réduisant la solvabilité de la dette nationale qui se monte désormais à 100% du PIB). Le résultat ? La plus forte hausse jamais enregistrée des rendements des emprunts d'État à long terme et le rendement des obligations d'État à 30 ans passant de 1% en décembre 2021 à presque 5% au plus fort de la crise, fin septembre. La Banque d'Angleterre s'est ainsi retrouvée forcée de prendre dans l'urgence la décision d'acheter 5 milliards de dettes par jour pendant deux semaines.

Dans un exemple plus lointain, on se souviendra également de la « Tequila Crisis » : en 1994, le rythme choisi par Alan Greenspan pour remonter les taux directeurs et durcir la politique monétaire avait provoqué une vive remontée des taux longs et de sévères corrections sur le marché obligataire. On pourrait certes soutenir que telle était en fait l'intention du grand argentier : après les excès de la spéculation sur le marché obligataire, faire « atterrir » ce dernier, quitte à provoquer un ajustement brutal.

Mentionnons encore que l'une des principales contraintes pour les investisseurs est la difficulté de se couvrir totalement via des contrats à terme, des swaps ou des options car complexes à gérer de par des éléments techniques tels que les appels de marge, le budget de risque total et la gestion de l'exposition.

Voilà pour les risques et contraintes ; quant aux perspectives citées plus haut, elles sont telles que les marchés obligataires sont plus attractifs pour les investisseurs qu'ils ne l'ont été depuis des décennies !

¹ Performance Watcher

² Bloomberg Global Aggregate Euro unhedged

³ Bloomberg Barclays Indices



REYL
INTESA SANPAOLO

INFORMATION IMPORTANTE - Le présent contenu est mis à disposition par REYL & Cie SA et/ou ses sociétés affiliées (ci-après dénommées « REYL ») uniquement à des fins d'information et sans intention de constituer une demande ou une offre, une recommandation ou un conseil d'acquiescer ou de vendre des droits dans tous instruments financiers qui y sont mentionnés, ni d'effectuer toute transaction ou de devenir partie à toute transaction de tout type que ce soit, notamment avec tout destinataire qui n'est pas un investisseur qualifié, autorisé, professionnel et/ou institutionnel. Le présent contenu est destiné à la seule utilisation du destinataire et ne peut être ni communiqué, ni imprimé, téléchargé, utilisé, ni reproduit à d'autres fins. Il n'est pas destiné à être distribué/proposé à ou utilisé par des personnes physiques ou morales qui sont ressortissantes d'un pays ou soumises à une juridiction dont les lois ou réglementations interdiraient une telle offre/distribution ou utilisation. Bien que REYL mette tout en œuvre pour obtenir des informations issues de sources qu'elle estime être fiables, ni REYL, ni ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires n'assument aucune responsabilité relative au présent contenu, et ne donnent aucune garantie que les données mentionnées soient exactes, exhaustives ou dignes de confiance. Ainsi, REYL n'assume aucune responsabilité eu égard à toute perte résultant de l'utilisation du présent contenu. Les informations, avis et évaluations contenus dans le présent document s'appliqueront au moment de sa publication, et pourront être révoqués ou modifiés sans préavis. Le présent contenu est uniquement destiné aux destinataires qui comprennent les risques encourus et sont capables de les assumer. Avant d'effectuer toute transaction, les destinataires doivent déterminer si l'instrument financier mentionné dans le contenu correspond à leur situation particulière et doivent s'assurer d'évaluer de manière indépendante (avec leurs conseillers professionnels) les risques spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, fiscales et comptables et les conditions d'éligibilité de tout achat, toute détention ou vente des instruments financiers mentionnés dans le contenu. REYL, ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires peuvent avoir des intérêts dans des instruments financiers décrits dans les présentes et/ou être liés par des engagements de souscription auxdits instruments. REYL ne donne aucune garantie concernant l'adéquation des informations, des avis ou des instruments financiers mentionnés. Les données historiques relatives à la performance des instruments financiers ou des actifs sous-jacents ne sont pas une indication de la performance future. Le présent contenu a été compilé par un service de REYL qui ne constitue pas une unité organisationnelle responsable de la recherche financière. REYL est soumise à des obligations réglementaires distinctes, et certains services et/ou instruments financiers peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions ou à tous les types de destinataires. Les destinataires devront dès lors se conformer à toutes les lois et réglementations applicables. Le présent document ne vise pas à offrir des services, et/ou des instruments financiers dans des pays ou juridictions dans lesquels ladite offre serait illégale en vertu des lois et réglementations locales applicables.



SUCCESS. TOGETHER.

reyl.com