



Obligations : de la reprise à l'expansion

Gene Tannuzzo, Global Head of Fixed Income

Pour 2022, nous tablons sur une transition du marché vers la traditionnelle phase expansionniste du cycle conjoncturel. Voici ce que cela implique pour les investisseurs obligataires.

Obstacles monétaires

Tout au long de l'année 2021, les marchés financiers ont pu compter sur le soutien d'une politique monétaire accommodante à l'échelle mondiale. En 2022, pourtant, la situation s'annonce assez différente. Les banques centrales ont déjà commencé à freiner leurs achats d'actifs et il convient de s'attendre à un contexte très différent pour les taux d'intérêt à court terme, avec des relèvements de la part de la majeure partie des grandes banques centrales. Ce soutien monétaire déclinant, associé à des valorisations de départ élevées, réclamera une approche plus sélective des obligations en 2022.

Stars potentielles

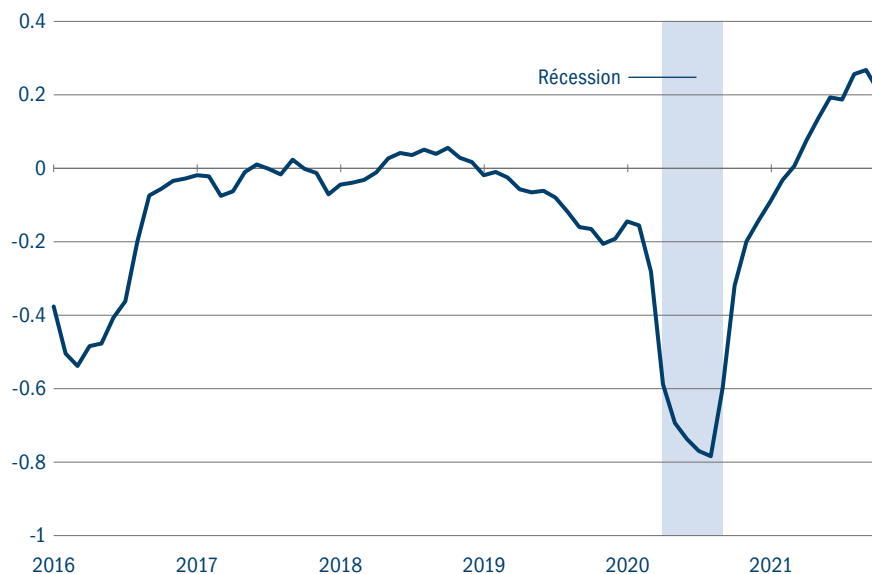
En période de récession, il n'est pas rare que les agences de notation rétrogradent les sociétés dont l'éclat économique commence à s'affadir. Pendant la pandémie, le volume de ces « anges déchus » a atteint un niveau historique : 184 milliards USD de dettes d'entreprises ont perdu leur statut investment grade (IG).¹ Grâce à une gestion agressive des coûts, des dépenses d'investissement, des dividendes, des rachats d'actions et des structures du capital, les entreprises sont parvenues à stabiliser leurs soldes de trésorerie. Avec le retour franc de la demande, les marges bénéficiaires et les flux de trésorerie disponible ont rapidement grimpé, ce qui a permis aux sociétés de réduire leur endettement et d'améliorer leur qualité de crédit. L'année 2022 s'annonce, selon nous, comme un très bon millésime pour les « étoiles montantes », étant donné





que de nombreux émetteurs à haut rendement sont promus en catégorie investment grade (Figure 1). Dans un contexte d'appréciation des cours très limitée, les candidats au statut d'étoile montante pourraient constituer une rare opportunité de gain. Les primes de risque entre les obligations notées BB et BBB offrent encore une certaine valeur et les cours pourraient grimper dès lors que les investisseurs anticipent des notes plus élevées. Il faut néanmoins pouvoir compter sur une recherche de crédit fondamentale ciblée pour identifier ces titres bien placés avant l'action des agences de notation.

Figure 1 : Etoiles montantes : les relèvements de notes de crédit d'émetteurs à haut rendement surpassent les rétrogradations consécutives à la récession



Source : Bank of America/Macrobond, octobre 2021. Taux de migration des crédits à haut rendement : relèvements nets sur six mois glissants en pourcentage de la valeur de marché, du 1er janvier 2016 au 31 octobre 2021.

Avantages en dehors des indices de référence

Les liquidités injectées en raison du Covid ont ramené les investisseurs du monde entier vers les marchés financiers et poussé les valorisations à des niveaux historiquement élevés sur la plupart des marchés obligataires liquides. Les exceptions notables sont les obligations qui sont moins liquides, moins suivies ou moins présentes dans les indices de référence. On l'observe tout particulièrement dans le crédit structuré et les obligations municipales. Près de 40% des titres adossés à des hypothèques et à des actifs ne figurent dans aucun indice de référence, y compris la plupart des opportunités affichant les rendements les plus élevés de cet univers. Les obligations municipales connaissent une dynamique identique. Le niveau élevé de fragmentation, la taille réduite des émissions et l'absence fréquente de note de crédit impliquent que les indices de référence concernés laissent souvent de côté un grand nombre d'opportunités. Dans ces deux cas, une stratégie active fondée sur la recherche permet de préciser le compromis risque/récompense afin de profiter de perspectives de revenu et de performance supérieures à celles des options passives.

De la reprise à l'expansion

Pour 2022, nous tablons sur une transition du marché de la situation de choc provoquée par la pandémie à la traditionnelle phase expansionniste du cycle conjoncturel. A ce stade, les investisseurs obligataires bénéficient nettement moins d'une exposition au risque de marché générique dans la mesure où les banques centrales pensent à leur stratégie de sortie. Une approche plus ciblée, axée sur l'amélioration des finances des entreprises et des ménages, se traduira par de meilleurs résultats en 2022.





Macro/Obligations d'Etat 2021-2022

Par Adrian Hilton,
Head of Global Rates and Currency

L'année 2021 restera dans les mémoires comme une année où le mot « temporaire » a été utilisé plus souvent qu'à son tour. Au sujet des marchés, il concerne la lutte qui fait rage entre les prévisions de hausse de l'inflation et l'idée que le niveau actuellement disproportionné des prix retournera à l'équilibre au cours de l'année à venir, une fois que des facteurs temporaires, comme la réouverture de l'économie, les pénuries dans les chaînes d'approvisionnement (en main-d'œuvre et en capital) et les augmentations des prix de l'énergie, seront derrière nous.

L'année a donc été difficile pour les emprunts d'Etat de référence. Les attentes vis-à-vis des rendements et de l'inflation ont grimpé pendant la majeure partie de l'année et les performances ont été négatives. Parallèlement, les discours des banques centrales ont plutôt été accommodants, même s'ils n'ont généralement pas suscité la confiance ou le soutien du marché. Notre propre vision d'une croissance, d'une inflation et de rendements obligataires faibles pendant une période prolongée a été mise à mal, ce qui a parfois encore davantage compliqué l'année pour nos fonds.

Qu'en est-il des perspectives ? Selon nous, ce type de pression inflationniste exceptionnel ne devrait pas se reproduire et ne conduira pas à des hausses durables des salaires. Dès lors, la croissance négative des salaires réels, les difficultés budgétaires – notamment au Royaume-Uni – et le durcissement marginal des politiques monétaires pèseront sur les économies après le solide rebond enregistré cette année.

Le marché des obligations d'Etat devrait en bénéficier. C'est pourquoi notre scénario de référence table sur des performances qui seront meilleures en 2022 qu'en 2021.



Obligations investment grade 2021-2022

Par Alasdair Ross,
Head of Investment Grade Credit, EMEA

Pour les marchés du crédit investment grade, 2021 restera avant tout dans les mémoires comme une année caractérisée par une faible volatilité des spreads, ce qui contraste fortement avec les 12 mois qui l'avaient précédée. Les spreads de la dette IG mondiale ont évolué dans une fourchette d'environ 20 pb entre janvier et la mi-novembre 2021, tandis qu'en 2020, leurs variations avaient dépassé les 240 pb.

Ce très faible niveau de volatilité, associé à une dispersion extrêmement limitée, génère un environnement plus compliqué pour la gestion active et, même si la plupart de nos fonds ont surperformé cette année, l'ampleur de cette surperformance est moins forte que l'année précédente.

Quelles sont les perspectives pour l'année à venir ? Nous sommes plutôt neutres au sujet du niveau des spreads. Il reflète l'équilibre entre des fondamentaux positifs et des valorisations élevées. Plus précisément, si les politiques semblent lentement évoluer dans la « mauvaise direction », les taux d'intérêt faibles et/ou négatifs enregistrés aujourd'hui et attendus pour demain continueront d'offrir une conjoncture favorable au marché.

Deuxièmement, l'économie mondiale connaît peut-être un léger ralentissement, mais pour le crédit IG, un contexte de croissance faible mais positive (« ni trop chaud, ni trop froid ») est idéal. Il instaure un climat qui aide à canaliser les esprits animaux excessifs dans les conseils d'administration, sans pour autant susciter un risque significatif de rétrogradation, voire pire. La qualité de crédit des entreprises évolue également dans la bonne direction et nous prévoyons que les principaux indicateurs retrouveront leur niveau de fin 2019 d'ici la fin de cette année.

Enfin, nous tablons toujours sur une demande solide pour les classes d'actifs génératrices de revenus et assorties d'un risque faible, comme le crédit IG, alors que nous nous trouvons dans une période caractérisée par un nombre





réduit de nouvelles émissions et par la poursuite des achats d'actifs des banques centrales en Europe.

Alors pourquoi ne sommes-nous pas plus optimistes ? Le problème vient des valorisations ou des spreads. Le niveau actuel des spreads de crédit se situe bien au-delà de la moyenne à court terme (cinq ans) et de la moyenne à long terme (20 ans) et est plus onéreux d'un peu plus de 0,5 écart-type par rapport à cette dernière.



Haut rendement 2021-2022

Par Roman Gaiser,
Head of High Yield, EMEA

Pour les marchés du crédit à haut rendement européen, 2021 aura été l'année d'une amélioration de la qualité de crédit, que l'on a pu observer avec le retour des étoiles montantes ainsi qu'avec la chute des prévisions de défaut en deçà de 1%. Cette situation était totalement à rebours de celle de l'année 2020, pendant laquelle la taille du marché et la qualité de crédit avaient grimpé en raison du nombre et du type d'émetteurs qui avaient rejoint l'univers du haut rendement européen, grossissant ainsi les rangs des anges déchus, alors que les prévisions de défaut dépassaient presque les 10%.

Les spreads du haut rendement européen ont enregistré un aller-retour de 100 pb ces 12 derniers mois, avec un point bas atteint à la mi-septembre. Les spreads de crédit sont retombés à leurs niveaux pré-Covid grâce, entre autres, à l'amélioration des fondamentaux des entreprises et à l'évolution positive des notes de crédit. Les prévisions de défaut ont donc reculé tandis que les banques centrales maintenaient leurs politiques de taux bas pour longtemps, offrant un soutien solide à la classe d'actifs.

Et pour l'année à venir ? Le haut rendement européen bénéficie encore de perspectives positives pour la croissance et d'une amélioration des fondamentaux des entreprises. L'augmentation des cas de Covid ainsi que la récente apparition du variant Omicron viennent cependant nous rappeler les risques. Néanmoins, les efforts en vue d'éviter des confinements et de

soutenir une conjoncture économique qui s'améliore restent un objectif clé de la plupart des gouvernements. Les facteurs techniques des marchés semblent équilibrés : les craintes inflationnistes liées aux pénuries du côté de l'offre et de la main-d'œuvre, ainsi qu'aux perturbations logistiques, font pression sur les courbes de rendement souveraines et les banques centrales semblent commencer à se détourner des politiques monétaires accommodantes.

L'appétit pour les revenus et les actifs générateurs de rendements supérieurs reste important et des opportunités se profilent du côté de nouveaux émetteurs qui arrivent sur les marchés. Alors que les spreads sont aujourd'hui plus hauts de 100 pb que leur point bas de 2021 et qu'ils ont retrouvé les niveaux observés voilà 12 mois, les valorisations semblent justes malgré la récente poussée d'incertitude. Les cours semblent déjà tenir compte des attentes relatives à une poursuite de la reprise économique au lendemain de la pandémie, tandis que les préoccupations au sujet des défauts ont chuté à des niveaux historiquement bas. Les primes de risque sont proches de leurs planchers absolus et l'on peut donc craindre que la rémunération en cas de volatilité imprévue soit limitée. Cela dit, avec une remontée des rendements et une duration modérée, le marché du haut rendement européen présente des opportunités.



Pour en savoir plus, rendez-vous sur
columbiathreadneedle.com



Informations importantes :

Document exclusivement réservé aux clients professionnels et/ou investisseurs équivalents dans votre pays (non destiné aux particuliers). Il s'agit d'un document publicitaire.

Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente de titres quelconques ou autres instruments financiers, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. **Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques.** Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les **investissements internationaux** impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. **Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement.** Les opinions exprimées le sont à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.** Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

En Australie : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés et s'appuie sur le Class Order 03/1102 relatif à la commercialisation et à la fourniture de services financiers à des clients « wholesale » australiens, tels que définis à la section 761G de la Loi de 2001 sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

A Singapour : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par la Monetary Authority of Singapore.

A Hong Kong : Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

Au Royaume-Uni : Publié par Threadneedle Asset Management Limited, une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204. Siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Dans l'EEE : Publié par Threadneedle Management Luxembourg S.A. Immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) sous le numéro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

Au Moyen-Orient : le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiés de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

En Suisse : Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Publié par Threadneedle Portfolio Services AG, Siège social : Claridenstrasse 41, 8002 Zurich, Suisse.

Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle. columbiathreadneedle.com

Publié en décembre 2021 | Valable jusqu'en juin 2022 | J32025 | 3948015