

# La volatilité est de retour sur le marché des obligations: notre approche pour naviguer sur des marchés agités

Auteur: Andrew Jackson, responsable de l'équipe Fixed Income, Michael Schmid, responsable Swiss de l'équipe Fixed Income

**Le régime de rendements ultra-faibles de plus d'une décennie qui a suivi la grande crise financière a pris fin abruptement en 2022, lorsque les banques centrales ont relevé les taux pour s'attaquer à une inflation persistante. Le risque élevé de récession, les hausses continues de taux d'intérêt, les tensions géopolitiques et les pénuries d'énergie comptent parmi les facteurs compliquant la situation économique et financière. Dans ce contexte complexe et varié, nous affichons un optimisme prudent, préférant nous fier aux placements dits ennuyeux: des placements investment grade au lieu du haut rendement et des durations courtes au lieu des longues sur le revenu fixe.**

Après des années de rendements obligataires très faibles, voire négatifs, la tendance s'est enfin inversée en 2022, avec une hausse des taux d'intérêt partout dans le monde. L'augmentation de l'inflation suscitée par une hausse vertigineuse des prix de l'énergie, des problèmes de chaîne d'approvisionnement et un marché de l'emploi tendu a conduit les banques centrales à procéder à une série de relèvements de taux d'intérêt rapides dans un contexte de ralentissement de la croissance, de chute des cours des actifs risqués et même d'incertitudes géopolitiques croissantes.

Depuis la fin de l'été, certaines des inquiétudes qui préoccupaient les banques centrales et les investisseurs se sont apaisées; l'inflation globale est retombée de son sommet, la Chine a abandonné sa politique zéro Covid, et un hiver doux dans l'hémisphère nord a calmé les craintes de pénurie énergétique en Europe. En outre, la croissance a été une bonne surprise dans plusieurs grandes économies. Les investisseurs en ont pris note, et ont retrouvé leur optimisme quant aux perspectives économiques mondiales.

Une fois de plus, la reprise de début d'année a été favorable à tous les secteurs. Ceux qui avaient été les plus malmenés l'année dernière ont enregistré les meilleures performances en 2023 pour l'instant. Le scénario d'une légère récession a laissé la place à un nouvel espoir: l'année 2023 sera celle où les banques centrales pourront déclarer la victoire sur l'inflation et permettront un

«atterrissage en douceur» de l'économie mondiale. Nous sommes sceptiques quant à ce regain d'optimisme et la prudence reste de mise jusqu'à ce que le ciel s'éclaircisse. Par conséquent, dans ce contexte, nous privilégions les placements obligataires à faible risque.

## Les arguments des optimistes et des pessimistes

Les optimistes trouveront de nombreuses raisons de l'être, les chiffres récents s'avérant meilleurs que prévu. Par exemple:

- Le marché de l'emploi reste tendu dans de nombreux pays, notamment aux États-Unis.
- Les indicateurs de croissance de fréquence plus élevée, tels que les indices ISM manufacturier et des services, sont orientés à la hausse depuis le début de l'année, ce qui suggère que l'économie peut tolérer ces taux d'intérêt plus élevés.
- Les prévisions d'inflation à long terme restent inébranlables, ce qui entraîne un aplatissement plus prononcé des courbes de rendement. Leur extrémité longue est souvent inversée pour les obligations européennes et américaines.
- La réouverture de la Chine arrive à point nommé et contribuera à diminuer la pression sur la chaîne d'approvisionnement et à relancer le commerce mondial.

Cependant, nous observons des motifs de pessimisme:

- Historiquement, la Fed n'a jamais réussi à atterrir en douceur lorsque l'inflation était supérieure à son objectif de 2% au début du cycle de hausses.
- Les effets des relèvements de taux d'intérêt destinés à brider la croissance pourraient se faire sentir avec du retard, car les conditions financières sont difficiles à observer en temps réel.
- Les marchés de l'emploi tendus dans une crise du coût de la vie accroissent le risque mondial de spirale salaires-prix. Les banques centrales ont préparé les marchés à de nouveaux relèvements de taux d'intérêt, ce qui pourrait être une mauvaise surprise pour les investisseurs qui ont écarté tout relèvement de taux au-delà de 2023.

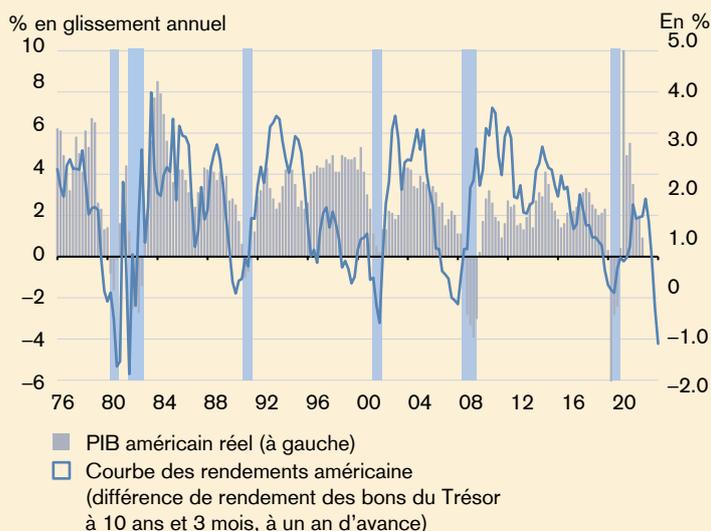
Dans la mesure où ces supports contiennent des déclarations sur l'avenir, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont donc soumises à divers risques et incertitudes. Elles ne constituent pas une garantie de résultats futurs.

## La valeur réside dans les obligations investment grade, pas dans les obligations à haut rendement

Étant donné que nous sommes dans le cycle de resserrement, nous considérons que les arguments plaçant en faveur du revenu fixe en tant que classe d'actifs en 2023 sont convaincants. Néanmoins, les investisseurs doivent faire preuve de discernement. Comme nous l'avons exposé ci-dessus, s'il peut exister de bons arguments des deux côtés, de notre point de vue, les risques penchent vers une baisse.

### Inversion de la courbe des rendements américaine, généralement suivie d'une récession

(PIB réel américain par rapport à la pente de la courbe des rendements américaine)



Source: Bloomberg, Credit Suisse/IDC  
Dernières données: 14.04.2023

Tout d'abord, il est difficile de nier les indications de corrélations historiques. La courbe des rendements américaine s'est inversée avant chacune des six récessions depuis les années 1980, avec une avance moyenne d'environ 18 mois.

Ensuite, les placements risqués sont susceptibles de subir une pression du fait des taux plus élevés sur les échéances courtes. Du fait de la répartition de coûts de prêt et de taux à court terme plus élevés, comme le SOFR (Secured Overnight Funding Rate), le financement avec effet de levier perd de son attrait et les multiples de valorisation élevés deviennent plus difficiles à justifier. La recherche du rendement a poussé de nombreux investisseurs qui s'étaient habitués aux années fastes de la dernière décennie à devenir de plus en plus dépendants au risque de crédit. En ce qui concerne la dette investment grade, nous sommes persuadés que le risque de perte de capital en raison de défauts d'entreprises est tolérable pour la plupart des investisseurs, Moody's indiquant un taux de défaut moyen de 0,14% par an.

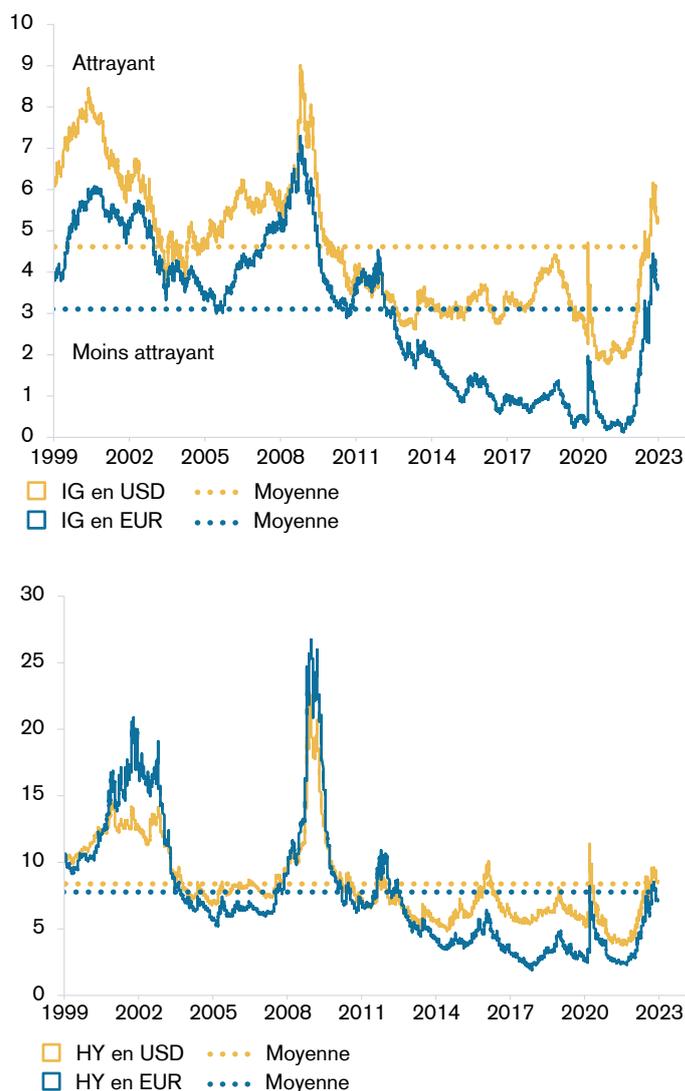
Toutefois, le taux de défaut augmente significativement si l'on inclut la dette à haut rendement (1,6% par an). Même si les écarts de crédit ont augmenté de manière générale l'an dernier, nous estimons que les écarts du haut rendement sont maintenant dans le bas de la fourchette des valorisations si nous devons entrer en récession plus tard dans l'année. Comme le graphique ci-dessous le montre, les rendements (en %) des obligations investment grade et à haut rendement en EUR et en USD

Dans la mesure où ces supports contiennent des déclarations sur l'avenir, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont donc soumises à divers risques et incertitudes. Elles ne constituent pas une garantie de résultats futurs.

suggèrent que la dette à haut rendement se négocie au niveau du rendement moyen à long terme, ou juste en dessous.

### La valorisation de la dette investment grade est actuellement attractive par rapport au haut rendement

(Rendements totaux [%] des obligations IG et à haut rendement sur les marchés EUR et USD)



Source: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Le rendement de la dette publique à long terme est actuellement inférieur aux taux à court terme en raison de l'inversion des courbes de rendements. La volatilité plus forte et le portage plus faible des obligations à durée longue diminuent leur attractivité, au moins à court terme. Le resserrement quantitatif est un autre facteur qui entrera en jeu plus tard dans l'année. La Fed a déjà commencé à réduire le volume de la dette inscrite à son bilan, alors que la Banque centrale européenne (BCE) commencera à le faire en mars 2023. Les changements de l'allocation d'actifs en faveur du revenu fixe devront compenser dans une large mesure l'absence d'un acheteur marginal, rôle que les banques centrales ont assumé au cours de la dernière décennie. Nous recherchons donc des opportunités dans les échéances courtes et intermédiaires sur le marché des obligations d'entreprises, car elles offrent une combinaison de risque de taux d'intérêt faible et de portage correct dans tous les scénarios principaux, sauf le plus optimiste.

## La plupart des scénarios donnent la préférence aux durations plus courtes

**Scénario 1:** récession mondiale. Les actifs risqués sous-performent, les obligations d'entreprises sont vulnérables du fait de la hausse des écarts de crédit. Les obligations dont la qualité de crédit est élevée et la durée est longue surperforment.

**Scénario 2:** retour de l'inflation. Les actifs risqués et les obligations à durée longue sous-performent car les banques centrales ont besoin de relever les taux jusqu'à ce qu'ils deviennent moins restrictifs.

**Scénario 3:** inflation de base persistante. Les banques centrales ne peuvent se permettre de baisser les taux alors que l'inflation élevée persistante menace de grignoter l'épargne et peut créer des effets de second tour. Les obligations à durée longue sous-performent.

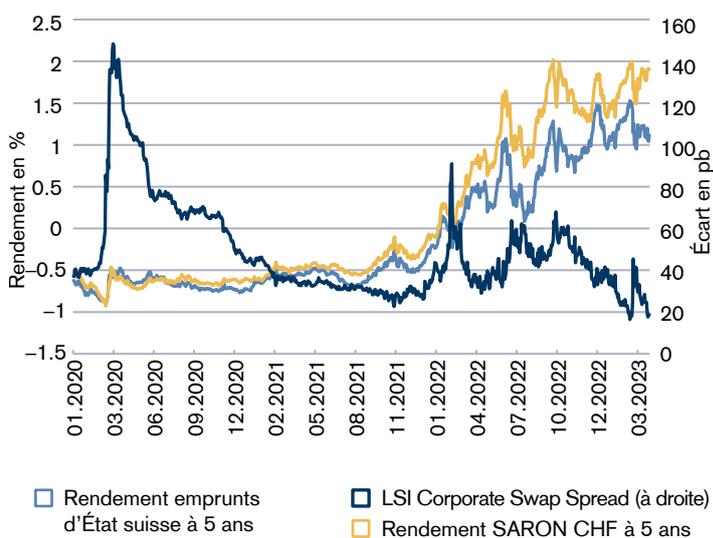
**Scénario 4:** atterrissage en douceur. L'inflation retombe à l'objectif de la banque centrale de 2% ou en deçà. La croissance reste positive. Les banques centrales peuvent se permettre de baisser les taux; les obligations rebondissent, ainsi que les placements risqués.

### Idee d'investissement: revenu fixe en CHF

Le revenu fixe en CHF est une classe d'actifs qui coche presque toutes les cases pour nous en ce début d'année 2023. Grâce à une pente positive de la courbe des rendements, à une monnaie solide et à une structure de marché défensive dominée par les émetteurs de qualité, les investisseurs peuvent obtenir des rendements attractifs tout en bénéficiant de faibles risques souverains et de crédit. Les obligations d'État suisses et les Pfandbriefe [lettres de gage] sont notées AAA et représentent environ 45% du marché. Contrairement à la zone euro qui entoure la Suisse, l'inflation est bien plus proche de l'objectif de la banque centrale, les derniers chiffres de décembre 2022 la plaçant à 2,8% en glissement annuel et l'IPC de base à 2,0%. Étonnamment, la courbe des rendements ne suggère pas non plus que l'économie nationale entrera en récession cette année, car la Banque nationale suisse (BNS) n'aura peut-être pas besoin de relever son taux directeur très au-dessus de son niveau actuel. La Suisse est une petite économie ouverte tournée vers l'exportation, qui bénéficie de la réouverture du commerce mondial et des chaînes d'approvisionnement. Cependant, les investisseurs qui recherchent des rendements réels positifs devront attendre encore un peu, les niveaux actuels de rendement étant inférieurs à la croissance nominale de l'inflation. Néanmoins, si les rendements ont été très faibles ou même négatifs depuis 2015, comme le graphique ci-dessous le montre, ils sont maintenant nettement de retour en territoire positif.

Actuellement, le rendement du marché est d'environ 2% et la durée modifiée moyenne est de 7, soit une opportunité intéressante pour de nombreux investisseurs. Il existe une prime pour les investisseurs étrangers qui peuvent investir en obligations libellées en CHF. À l'heure actuelle, un portefeuille obligataire en CHF avec couverture de change générerait un rendement d'environ 5,9% en USD.

## Les rendements des obligations en CHF nettement de retour en territoire positif



Source: Credit Suisse

Dans la mesure où ces supports contiennent des déclarations sur l'avenir, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont donc soumises à divers risques et incertitudes. Elles ne constituent pas une garantie de résultats futurs.

Source: Credit Suisse, sauf mention contraire.

Sauf mention contraire, les illustrations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées avec le plus grand soin et en toute bonne foi.

Ce document est un document marketing de Credit Suisse Group AG et/ou de ses filiales (ci-après dénommé «le CS»). Il ne constitue nullement ou ne fait partie d'aucune offre ou invitation à émettre ou vendre, ni une sollicitation d'offre de souscription ou d'achat de valeurs ou d'autres instruments financiers, ou à effectuer toute autre opération financière, ni ne constitue une incitation de souscription à un produit, une offre ou un placement. Ce document marketing n'est pas un document contractuellement contraignant ni un document informatif requis par une disposition législative. Aucun élément de ce support ne saurait constituer une recherche ou un conseil en investissement et ne peut en aucun cas y être assimilé. Il n'est pas adapté à votre situation personnelle ni ne constitue une recommandation personnalisée et ne suffit pas pour prendre une décision de placement. Les informations et opinions exprimées aux présentes reflètent celles du CS au moment de leur rédaction et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. Elles se basent sur des sources jugées fiables. Le Credit Suisse ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité des présentes informations et, lorsque cela est légalement possible, décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations figurant aux présentes sont réservées à l'usage exclusif de leur destinataire. Les informations figurant dans ce document peuvent être modifiées sans préavis après la date d'émission de celui-ci sans que le CS soit tenu de les actualiser. Ce document peut contenir des informations sous licence et/ou protégées par les droits de propriété intellectuelle des concédants de licence et des détenteurs du droit à la propriété. Rien dans ce document ne saurait être interprété comme imposant une responsabilité aux concédants de licence ou aux détenteurs du droit à la propriété. La copie non autorisée des informations des concédants de licence ou des détenteurs du droit à la propriété est formellement interdite. Ce document ne peut en aucun cas être transféré ou distribué à une autre personne ni ne peut être reproduit. Tout transfert, distribution ou reproduction est interdit et peut entraîner une violation de la loi américaine de 1933 sur les valeurs mobilières US Securities Act, et de ses modifications ultérieures (loi ci-après dénommée «Securities Act»). En outre, il peut exister des conflits d'intérêts concernant l'investissement. Dans le contexte de sa prestation de services, Credit Suisse AG et/ou ses filiales peuvent payer des tiers ou recevoir de la part de tiers, dans le cadre de leurs honoraires ou autrement, une commission unique ou récurrente (p. ex. commissions d'émission, commissions de placement ou commissions d'état). Avant de prendre toute décision de placement, les investisseurs potentiels doivent évaluer indépendamment et avec soin (avec leurs conseillers fiscaux, juridiques et financiers) les risques spécifiques décrits dans les documents disponibles, les conséquences légales, réglementaires, fiscales et comptables ainsi que l'impact sur le crédit. Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP SA et/ou ses filiales. Tous droits réservés.

Société de gestion (Fondsleitung): Credit Suisse Funds AG<sup>1</sup>, Uetlibergstrasse 231, CH-8070 Zurich | Dépositaire, distributeur: Credit Suisse (Suisse) SA, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich | Distributeur: Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich | Distributeur: Credit Suisse Asset Management (Suisse) SA, Kalandergasse 4, CH-8045 Zurich | Versions linguistiques disponibles: allemand, anglais, français et/ou italien | Superviseur (Autorité d'enregistrement): Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)

<sup>1</sup> Entité, auprès de laquelle la documentation complète présentant l'offre, le document d'information clé pour l'investisseur (DICI), les documents constitutifs (règlement ou statuts) du fonds ainsi que les rapports annuels et bisannuels, si ceux-ci existent, peuvent être obtenus gratuitement.