



Les investisseurs obligataires reçoivent un cadeau en avance

publié : décembre 2023

Points clés à retenir

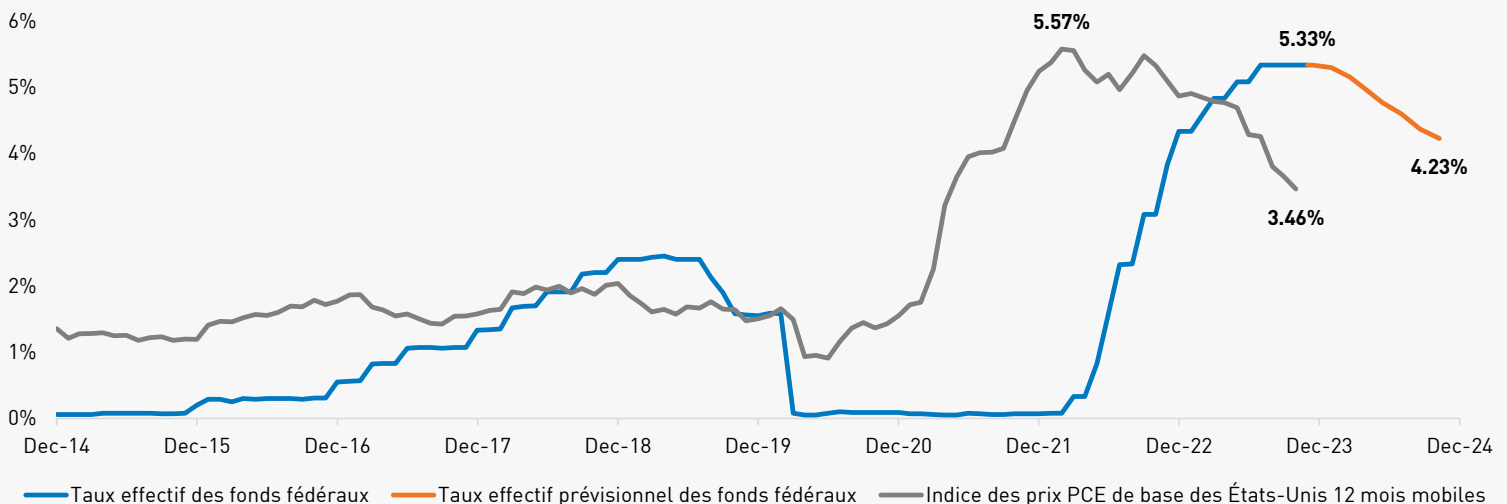
- Les données encourageantes sur l'inflation, le ton conciliant des banques centrales et la disparition des signes de surchauffe de l'économie ont renforcé la conviction du marché à l'égard d'un atterrissage en douceur voire d'une absence d'atterrissage.
- La dynamique favorable a entraîné une baisse des rendements des obligations d'État et un resserrement des écarts de crédit, le consensus du marché s'étant penché en faveur de la conviction que les hausses des taux des banques centrales sont terminées dans les marchés développés.
- Nos stratégies ont permis de profiter de la hausse, toutefois, le mouvement rapide pourrait donner lieu à un regain d'optimisme et à des évaluations excessives, ce qui nous amène à réduire notre risque et à agir plus prudemment.

Changement de trajectoire

Les investisseurs en titres à revenu fixe traditionnels se préparaient à enregistrer des rendements totaux négatifs pour une troisième année consécutive, car les craintes d'un contexte de taux d'intérêt plus élevés à long terme ont gagné du terrain en octobre. Cependant, le mois de novembre a apporté un certain soulagement.

Le changement de cap a commencé par la publication de données encourageantes sur l'inflation aux États-Unis et s'est poursuivi lorsque le marché a absorbé les signes d'une baisse relativement contrôlée de l'activité économique. Le ton des banques centrales est également devenu plus conciliant, faisant pencher le consensus du marché en faveur de l'opinion selon laquelle les hausses des taux des banques centrales des marchés développés sont terminées. Cette dynamique a entraîné une forte hausse des rendements sans risque, et les marchés s'attendent maintenant à des baisses de taux d'environ 125 points de base en 2024, et ce dès mars.¹

Le marché croit que la Fed n'augmentera plus les taux



Source : Bloomberg. Données en date du 7 décembre 2023.

Le regain de confiance a éveillé les investisseurs, faisant grimper les actifs de toutes les catégories de risque. La reprise a entraîné un important assouplissement des conditions financières et a renforcé l'opinion du marché selon laquelle les banques centrales étaient en train de réaliser un atterrissage en douceur traditionnellement très difficile à atteindre ou d'en éviter un complètement.²

La prudence est de mise

L'incertitude relative à l'évolution des taux d'intérêt et de l'économie en général a donné lieu à d'importantes fluctuations de l'optimisme et des valorisations. En bref, après les craintes d'une récession, ont émergé les craintes d'un contexte de taux d'intérêt plus élevés pour une plus longue période, puis la peur d'une crise financière, et maintenant l'espoir d'un atterrissage en douceur.

Nous avons laissé entendre depuis un certain temps que les banques centrales des États-Unis et du Canada sont en attente, un point de vue que nous maintenons parce que nous croyons que les taux administrés sont en territoire restrictif depuis un certain temps.³ Bien que cette dynamique soit prometteuse, nous pensons que le marché est peut-être un peu en avance sur lui-même en adoptant un scénario d'atterrissage en douceur ou en évitant complètement un tel scénario et en appliquant simultanément des baisses de taux draconiennes (c.-à-d. de 5 à 6) dès début 2024 (c.-à-d. en mars 2024). À notre avis, il est trop tôt pour prétendre à la victoire face à la maîtrise de la hausse des prix, et l'assouplissement substantiel des conditions financières devrait inquiéter les décideurs politiques, étant donné que l'inflation est toujours supérieure à l'objectif.

Valorisations plus serrées

L'optimisme excessif à l'égard d'un atterrissage en douceur ou d'une absence d'atterrissage et des baisses des taux des banques centrales mondiales a également contribué à un redressement important des écarts de crédit. Les écarts de crédit au niveau de l'indice des crédits de catégorie d'investissement et à rendement élevé se situent actuellement à des niveaux de resserrement similaires ou proches des niveaux depuis le début de l'année, et sont bien en deçà de leurs moyennes historiques.

Bien que nous ne demandions pas un élargissement considérable des écarts de crédit, nous avons profité de l'occasion pour réaliser des profits dans des positions acheteur moins liquides et axées sur le bêta afin de réduire l'exposition globale et de permettre une rotation du capital dans des structures de crédit plus liquides provenant d'émetteurs dont les bilans sont renforcés.

L'un des avantages de la gestion active réside dans la capacité de contrôler de façon tactique l'exposition d'un portefeuille au risque bêta. Cela nous permet de nous concentrer sur la force fondamentale de notre équipe, c'est-à-dire de repérer les secteurs du marché négligés afin de tirer parti des occasions de crédit idiosyncrasiques. Nous sommes d'avis que le contexte volatil de cette année renforce notre avantage, car nous pouvons tirer parti de la dispersion des valorisations de taux et les attribuer de façon dynamique à ce que nous considérons comme les occasions les plus prometteuses ajustées en fonction du risque.

Par exemple, les obligations de sociétés à long terme ont nettement surpassé leurs homologues à court terme au cours de la récente reprise, en raison d'une baisse plus marquée des rendements à long terme sans risque et des écarts de crédit.

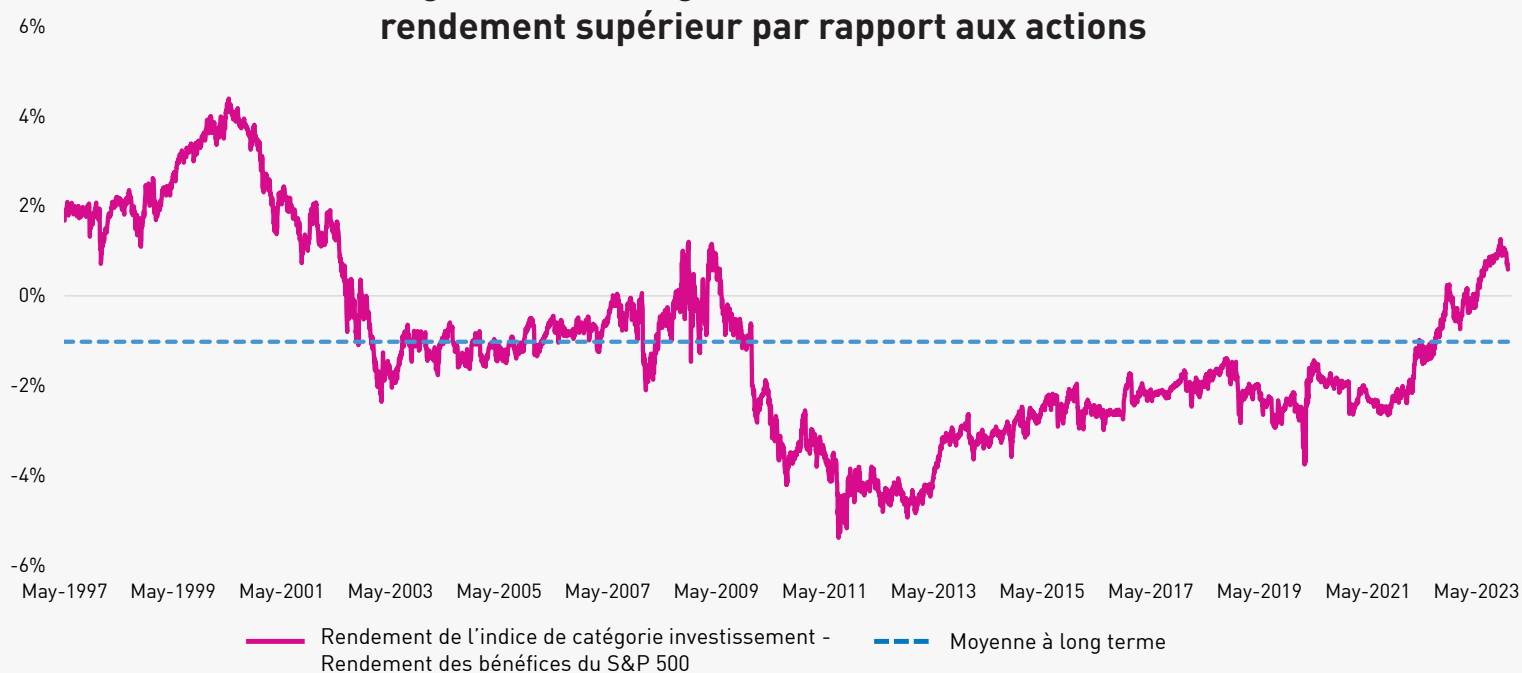
Fluctuations des écarts de crédit (pb) selon la tranche d'échéance plus les écarts de crédit diminuent (plus les écarts sont serrés), plus la reprise est forte

Tranche d'échéance	1 mois	3 mois	6 mois	Cummul annuel
1 à 3 ans	-13	-1	-12	-6
3 à 5 ans	-20	-7	-20	-17
5 à 7 ans	-19	-8	-24	-28
7 à 10 ans	-22	-17	-33	-35
10 à 15 ans	-16	-22	-41	-46
15 ans et plus	-19	-19	-43	-42
Moyenne	-18	-12	-29	-29

Source : ICE BofA. Données en date du 5 décembre 2023.

De même, les écarts de crédit à rendement élevé se sont davantage redressés que ceux des catégories d'investissement. Plus particulièrement, le segment du marché des titres de catégorie d'investissement notés BBB, qui, à notre avis, recèle encore de nombreuses occasions de générer de l'alpha, est resté à la traîne par rapport à la reprise générale. Nous croyons que cette révision de prix amplifie le potentiel de valeur du crédit de catégorie d'investissement (≤ 5 ans) sur une base relative comparativement à d'autres segments de titres à revenu fixe, particulièrement par rapport aux actions.

Les obligations de catégorie d'investissement offrent un rendement supérieur par rapport aux actions



Source : Bloomberg, ICE BofA. Rendement de l'indice de catégorie investissement = Rendement effectif de l'indice ICE BofA U.S. Corporate.

Repositionnement et valeur pour l'avenir

Bien que nos stratégies aient bien contribué à la reprise, nous restons déterminés à faire preuve de souplesse et à ne pas nous reposer sur nos lauriers au cas où ce scénario d'atterrissage en douceur ou de non-atterrissage ne se concrétise pas. À moins qu'il y ait des données économiques défavorables importantes, nous ne prévoyons pas que les banques centrales soutiennent de plein gré les attentes actuelles du marché à l'égard de réductions rapides et agressives des taux. Nous nous attendons plutôt à ce que les décideurs politiques maintiennent un ton plus ferme à court terme, car ils cherchent à regagner leur crédibilité et à maîtriser les attentes toujours élevées en matière d'inflation.

Par conséquent, nous continuons d'utiliser une approche active et sensée pour gérer l'exposition aux taux d'intérêt de nos mandats (duration). Nous demeurons optimistes quant à la duration à long terme, mais, à l'heure actuelle, nous avons réduit de façon tactique la duration de nos mandats actifs, dans l'espoir de la prolonger de nouveau si les taux remontaient.

Du point de vue du crédit, nous cherchons à atténuer les risques dans les secteurs surchargés du marché. Comme nous l'avons mentionné, nous restons optimistes à l'égard du crédit de catégorie investissement (≤ 5 ans), mais nous demeurons sélectifs dans notre positionnement et prudents dans notre utilisation de l'effet de levier (pour nos mandats alternatifs). De plus, nous continuons de privilégier le crédit de catégorie investissement par rapport au crédit à rendement élevé, compte tenu 1) de la vulnérabilité accrue des émetteurs de qualité inférieure en période de ralentissement économique et 2) du rendement supérieur récent du crédit à rendement élevé par rapport au crédit de catégorie d'investissement.

En matière d'exposition géographique, la valeur relative continue d'osciller entre les marchés américain, canadien et européen, puisque leurs économies se stabilisent à des rythmes différents. Néanmoins, les États-Unis continuent d'offrir de meilleures possibilités de rendements, avantageux sur le plan fiscal grâce à des obligations à escompte avec des tranches de maturité de trois ans ou moins.

Sur le plan sectoriel, l'équipe de recherche évalue avec diligence nos perspectives pour 2024. En premier lieu, nous nous préoccupons de la vigueur des consommateurs, particulièrement au Canada, et nous demeurons prudents à l'égard des secteurs cycliques qui sont les plus exposés si un atterrissage en douceur ou un non-atterrissage n'est pas possible. En dernier lieu, nous voyons une opportunité de racheter des stratégies de couverture en cas de baisse à des prix intéressants, le tout suite à la récente atténuation de la volatilité.

Mot de la fin

Même si nous pensons que le marché a pris de l'avance, nous croyons fermement que le crédit d'entreprise dans les marchés développés sera l'une des meilleures occasions de risque/rendement au cours des prochains trimestres, surtout à mesure que les liquidités sont redéployées sur le marché.

Si vous souhaitez discuter de la façon dont nos stratégies relatives aux titres à revenu fixe peuvent s'intégrer à un portefeuille plus vaste dans le contexte actuel, veuillez communiquer avec notre équipe à tout moment.

¹Source: CME FedWatch Tool – <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html?redirect=/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>.

²Source: Indice Goldman Sachs des conditions financières (FCI). L'indice FCI des États-Unis a connu en novembre sa plus grande baisse depuis quarante ans.

³Source: Federal Reserve Bank of St. Louis – <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/2023/june/is-monetary-policy-sufficiently-restrictive#authorbox>. En juin 2023, James Bullard, ancien président et chef de la direction de la Federal Reserve Bank of St. Louis, a indiqué que « la politique monétaire est moins restrictive que ce qui est censé être suffisamment restrictif, compte tenu de la conjoncture macroéconomique ». Depuis cette déclaration, la politique monétaire est sans aucun doute devenue plus restrictive en raison du ralentissement de l'inflation et des données reflétant la croissance économique.

Renseignements importants

RP Investment Advisors LP (« RPIA ») présente les renseignements figurant dans les présentes à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés.

Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie, et RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en fournissant ces renseignements. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA.

Les renseignements présentés ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables.

Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché peuvent changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.