



Roberto Pacault, CFA
Responsable de la gestion

OBLIGATIONS EUROPENNES, UN POSITIONNEMENT D'AVENIR

La décrue de l'inflation en zone euro se confirme mois après mois. À titre illustratif, alors que l'indice des prix à la consommation affichait une hausse de +10,6%¹ sur un an en octobre 2022, celui-ci décroît à +4,3%² à fin septembre 2023. Même si cette décélération s'explique en grande partie par des effets de base, nous dressons un constat similaire sur l'inflation sous-jacente qui n'augmente « plus que » de +4,5%³ sur un an à fin août contre +5,7% à la fin du mois de mars.

Bien que cette diminution soit lente, fragile et encore loin de la cible des 2%, la trajectoire actuelle de l'inflation a de quoi rassurer les autorités monétaires.

LE CYCLE DE HAUSSE DES TAUX DE LA BCE TOUCHE À SA FIN.

Après une remontée de ses taux directeurs de +450 points de base (pb) depuis le début du cycle de resserrement, nous anticipons que la BCE ne procédera pas à une nouvelle hausse de taux et que celle du 14 septembre était la dernière.

En effet, les perspectives économiques en zone euro ne sont guère enthousiasmantes ; conduisant la BCE à revoir ses anticipations de croissance à la baisse pour l'année en cours (+0,7% contre +0,9% précédemment), ainsi que pour l'année prochaine (+1,0% contre +1,5% précédemment).

Les raisons de ce ralentissement sont aussi bien internes, avec l'impact des hausses de taux, qu'externes avec la décélération de l'économie chinoise qui freine les exportations. Dans ces conditions, il nous semble hautement improbable que la BCE prenne le risque de freiner une économie déjà moribonde, au risque de la plonger en récession.

Selon notre analyse, la BCE va maintenir son positionnement restrictif aussi longtemps que nécessaire afin d'éviter toute résurgence du risque inflationniste.

Cette stratégie attentiste est pleinement justifiée à en croire une étude récente du FMI⁴, qui s'appuie sur plus de 100 chocs inflationnistes depuis les années 70 pour affirmer que le principal risque est de penser que la hausse des prix est endiguée dès les premiers signes d'accalmie.

Cette étude montre que les pays qui ont connu une situation similaire à celle que nous traversons et qui ont écarté durablement le risque inflationniste présentaient certaines caractéristiques communes dont : des politiques monétaires plus restrictives après le choc que celles qui prévalaient avant ; une croissance des salaires nominaux plus faible que dans les autres pays. Cette étude établit également que la résolution de ces poussées inflationnistes prend en moyenne 3 à 3,5 années, et qu'elle est associée à une croissance réelle plus faible à court terme.

Cette nouvelle ère qui s'ouvre aux investisseurs sera donc particulièrement favorable aux actifs obligataires.

1. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).
2. IPCH flash du mois de septembre.
3. IPHC hors énergie, aliments, alcool et tabac.
4. Ari A. *et al.*, 2023, "One hundred inflation shocks: seven stylized facts", *IMF Working Paper*, 90, online.

LE RETOUR DU RENDEMENT ET DE CARACTÉRISTIQUES DÉFENSIVES

Alors qu'il y a encore quelques mois, une grande partie des dettes européennes s'échangeaient à taux négatifs, les principaux indices obligataires européens affichent désormais des taux de rendements actuariels qui n'avaient pas été atteints depuis plus de 10 ans (cf. schéma 1). Les hausses de taux successives, qui marquent la fin de la période glaciaire sur les marchés obligataires, ont permis de reconstituer le rendement inexistant pendant les années de « taux zéro ».

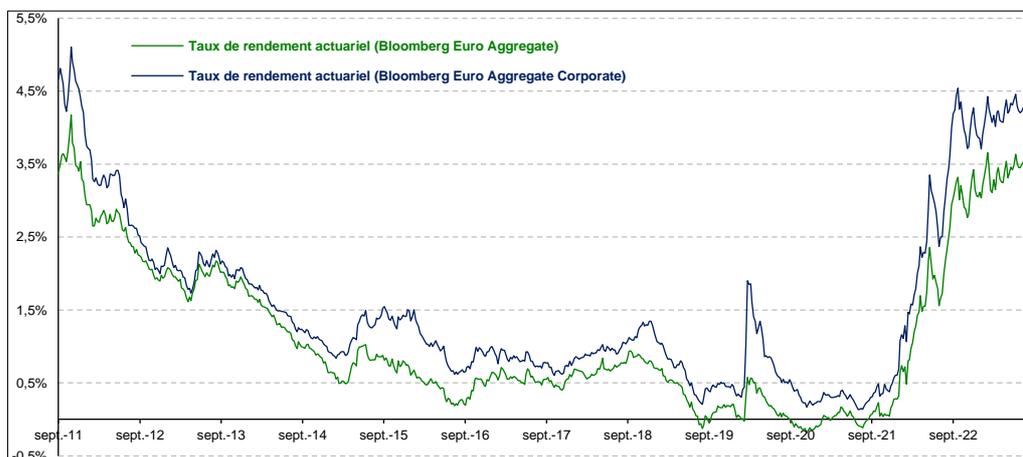


Schéma 1 : Évolution des taux de rendements actuariels des indices Bloomberg Euro Aggregate⁵ et Bloomberg Euro Aggregate Corporate⁶ depuis 2011
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

Pour ce qui concerne le crédit européen, cette progression du taux sans risque a permis de rediversifier ses sources de rendement. En effet, le risque de crédit n'est plus le seul contributeur aux revenus comme cela était le cas avec des taux souverains négatifs. Il représente désormais 66% du taux de rendement total de l'indice européen des dettes d'entreprises (cf. schéma 2). Les obligations d'entreprises peuvent désormais compter a minima sur ces deux sources de performance, taux souverain et *spread* de crédit, qui sont historiquement peu corrélées entre elles.



Schéma 2 : Évolution de la composition du taux de rendement actuariel de l'indice Bloomberg Euro Aggregate Corporate depuis 2002 (en pb)
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

5. Indice d'obligations de notation *Investment Grade* libellées en euros souveraines et d'entreprises.
6. Indice d'obligations d'entreprise de notation *Investment Grade* libellées en euros.

Une autre mesure de rémunération du risque s'est nettement améliorée avec la remontée des taux, marquant ainsi le renouveau des actifs obligataires : il s'agit du taux de rendement actuariel par unité de duration. Ce dernier est repassé au-dessus de 1 pour la première fois depuis 2012, niveau indiquant qu'en théorie une remontée de taux de +100 pb serait nécessaire pour effacer une année de portage obligataire (cf. schéma 3).

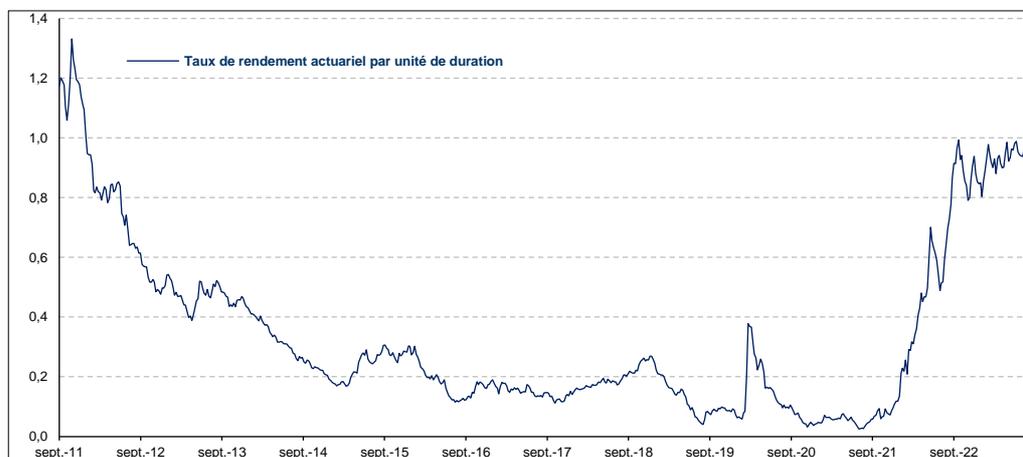


Schéma 3 : Évolution du taux de rendement actuariel par unité de duration de l'indice Bloomberg Euro Aggregate Corporate depuis 2011
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

En plus des caractéristiques défensives retrouvées grâce à la remontée généralisée des taux, les actifs obligataires européens offrent de réelles opportunités de rendement à moyen terme.

DES PERSPECTIVES ATTRACTIVES

Les actifs obligataires se remettent tout juste de leur plus forte correction sur les 25 dernières années. Cependant, la hausse des taux qui est à l'origine de cette chute est aussi source d'espoir, puisqu'elle contribue à l'amélioration des perspectives de rendement pour l'ensemble des obligations.

Rappelons que les obligations, au contraire des actions, sont des actifs de rendement dont les performances futures peuvent être approximées. En effet, le taux de rendement actuariel d'une obligation est une bonne estimation de la performance annualisée qu'un investisseur est en droit d'espérer s'il porte le titre jusqu'à sa maturité et qu'aucun événement de crédit ne vient perturber son investissement.

De plus, il faut noter que le taux de rendement d'un indice obligataire est lui aussi une bonne approximation du rendement futur de ce dernier, en considérant un horizon d'investissement suffisamment long.

À titre d'exemple, nous avons analysé la relation historique entre le taux de rendement actuariel de deux indices obligataires européens (Bloomberg Euro Aggregate et Bloomberg Euro Aggregate Corporate) depuis 1998 et leurs performances annualisées sur les sept années qui ont suivi (cf. schéma 4). Pour les deux indices, il ressort une très forte relation entre les deux variables (coefficient de détermination supérieur à 0,7).

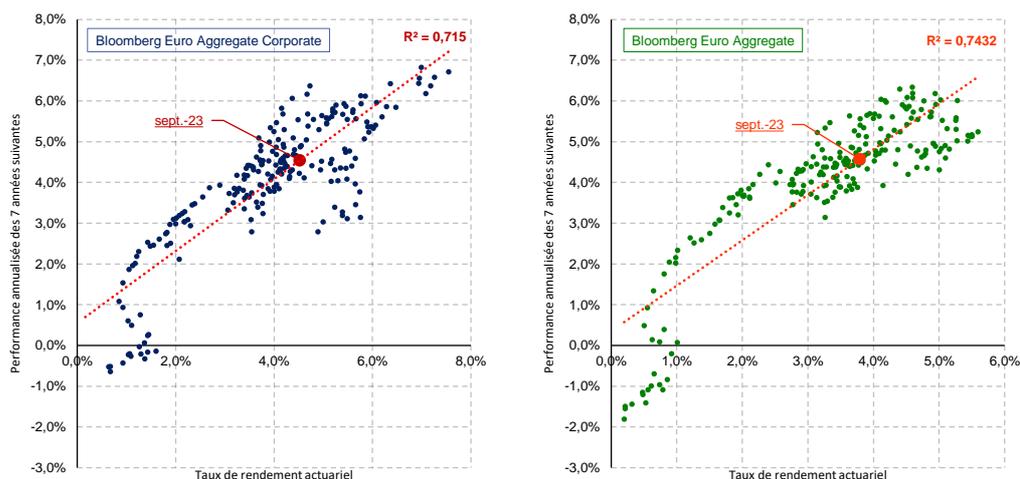


Schéma 4 : Performances annualisées sept ans *forward* des indices Bloomberg Euro Aggregate et Bloomberg Euro Aggregate Corporate depuis 1998
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

En se fondant sur les résultats observés sur cette période, avec des taux de rendements actuariels s'établissant à la fin du mois de septembre à 3,79% pour le Bloomberg Euro Aggregate et 4,52% pour le Bloomberg Euro Aggregate Corporate, les perspectives de rendements annualisés pour les deux indices sur les sept prochaines années sont de +4,6%.

Ces résultats sont à mettre en perspective avec le taux d'inflation attendu pour cette période qui est de +2,6% d'après le *forward breakeven 5y5y* allemand.

Ainsi, €100 investis aujourd'hui dans un portefeuille présentant des caractéristiques comparables à ces deux indices, pourrait valoir €137 dans sept ans, c'est-à-dire une performance cumulée de 37% !

Si d'un point de vue historique le potentiel semble évident, la question du *timing* est une interrogation légitime. Dès lors, intéressons-nous aux précédents cycles de hausses (depuis 1998), ou plutôt aux performances obligataires qui ont suivi la fin des augmentations de taux. Bien qu'il n'y ait que trois phases similaires⁷, leur étude n'en demeure pas moins riche d'enseignements.

En prenant les performances des indices Bloomberg Euro Aggregate et Bloomberg Euro Aggregate Corporate à partir de la dernière hausse de taux du cycle, nous calculons une performance annualisée moyenne de +6,2% pour l'indice Bloomberg Euro Aggregate et +5,8% pour le Bloomberg Euro Aggregate Corporate sur les cinq années qui ont suivi (cf. schéma 5). En considérant les mêmes périodes, nous obtenons une performance annuelle moyenne de -2,6% pour l'EuroStoxx 50 TR.

7. Les trois périodes considérées sont : du 31/10/2000 au 31/10/2005 ; du 29/06/2007 au 30/06/2012 ; du 29/07/2011 au 31/07/2016.

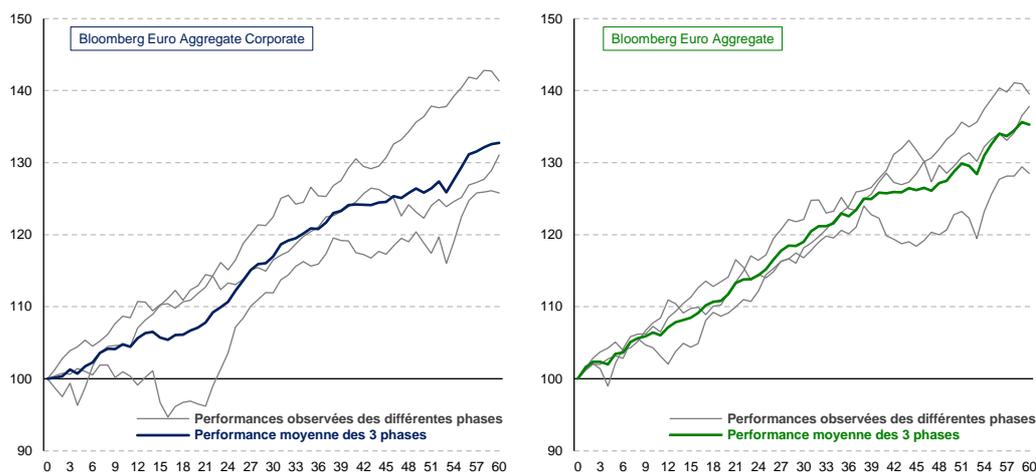


Schéma 5 : Performances annualisées cinq ans *forward* des indices Bloomberg Euro Aggregate et Bloomberg Euro Aggregate Corporate après la dernière hausse de taux de la BCE⁷
(Sources : Bloomberg, HOMA Capital)

En conclusion, avec des perspectives de rendement réel attrayantes et une meilleure diversification des sources de performance, nous considérons que les obligations européennes ont retrouvé leur intérêt à moyen et long terme, pour tout investisseur capable de faire face à la volatilité de court terme.

Ce constat nous a motivé à relever la sensibilité de l'ensemble de nos portefeuilles obligataires tout au long de l'exercice 2023 et particulièrement à la suite de la dernière réunion de la BCE, qui marquait, selon nous, le point final de l'actuel cycle de hausse des taux.

INFORMATIONS IMPORTANTES : Ce document est destiné aux investisseurs professionnels. Toutes les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles de HOMA CAPITAL et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer auprès de HOMA CAPITAL.