

Le point sur la stratégie à revenu : recherche de stabilité par des titres à revenu fixe de qualité élevée

AUTEURS



Daniel J. Ivascyn
Group Chief Investment Officer



Esteban Burbano
Directeur général Stratégiste à revenu fixe

Nous privilégions les placements de qualité élevée offrant des taux de rendement attrayants dans ce contexte marqué par les incertitudes.

Sommaire

- Dans un contexte de volatilité persistante des perspectives économiques mondiales, nous cherchons à investir dans des titres à revenu fixe de haute qualité lorsque les rendements sont convaincants.
- Nous maintenons une surpondération des prêts hypothécaires des agences américaines dans la stratégie de revenu, car les écarts restent élevés par rapport aux entreprises de qualité, et les prêts hypothécaires des agences devraient être résilients dans le cas improbable d'un atterrissage plus difficile.
- Les déficits américains sont préoccupants et nous sommes favorables à une sous-pondération du dollar, même si nous pensons qu'il restera la monnaie de réserve mondiale.
- Nous voyons un potentiel de rendement intéressant et une bonne résistance dans les crédits structurés de premier rang, en particulier les investissements liés aux consommateurs à revenu élevé. Nous avons une exposition limitée au crédit d'entreprise, compte tenu de l'étroitesse des spreads.

L'incertitude reste élevée, mais les rendements obligataires le sont aussi, ce qui crée des occasions intéressantes pour les investisseurs actifs, selon nous. Dan Ivascyn, qui gère la stratégie de revenu de PIMCO avec Alfred Murata et Josh Anderson, répond ici aux questions d'Esteban Burbano, stratéiste obligataire. Ils discutent des perspectives de PIMCO concernant l'économie mondiale et de la manière dont elles déterminent le positionnement de la stratégie de revenu.

Q : Pouvez-vous résumer nos perspectives sur les thèmes clés qui façonnent le paysage de l'investissement?

R : Dans nos perspectives récemment publiées, "L'ère de la fragmentation", nous avons partagé les points de vue de notre Forum séculier annuel. Nous avons identifié

l'augmentation de la dette publique, un monde plus multipolaire et une volatilité persistante comme des dynamiques qui façonneront l'économie mondiale et les marchés financiers au cours des cinq prochaines années. Ces forces conduiront probablement à des cycles économiques, politiques et de banques centrales moins synchronisés, ce qui devrait se traduire par des marchés moins corrélés. C'est d'ailleurs ce que nous avons observé ces dernières années.

Pour les prochaines années, nous nous attendons à ce qu'une reprise de la volatilité pour la croissance et l'inflation crée un certain risque sur les marchés financiers, mais révèle également des opportunités de valeur relative. Dans ce contexte, nous restons positifs sur notre capacité à générer des rendements, comparativement à des approches passives. Les valorisations initiales sur les marchés

à revenu fixe nous paraissent relativement attrayantes et les segments qui présentaient peu d'intérêt dans le passé renferment désormais des occasions valables en raison de l'instabilité qui caractérise l'ensemble des portions de la courbe, des devises, des secteurs et des régions.

Tout cela se passe à une époque d'innovation technologique perturbatrice. Nous reconnaissons que l'intelligence artificielle pourrait changer la donne pour la productivité à long terme, mais des augmentations significatives de la productivité pourraient perturber certains segments et certains noms uniques au sein du crédit aux entreprises.

Q : Quel est notre scénario de base pour la croissance et l'inflation aux États-Unis et ailleurs?

R : Nous estimons que la croissance continuera de ralentir dans le monde. Dans la zone euro, l'activité pourrait décélérer vers un rythme d'environ 0,5 % au cours des cinq prochaines années, par rapport à 1 % avant la pandémie. En Chine, l'économie suit maintenant un rythme d'expansion plus faible sur fond de hausse de la dette et d'une démographie défavorable.

Nous prévoyons que les États-Unis s'établiront à une croissance annuelle d'environ 1,5%, et dans notre scénario de base, les États-Unis éviteront la récession dans un avenir prévisible, bien que les risques qui pèsent sur ces perspectives soient considérables - et les prix du marché suggèrent une certaine complaisance à l'égard de ces risques. Il existe également une grande incertitude quant à la manière dont l'administration américaine actuelle calibrera sa politique en fonction des données économiques à venir et d'autres signaux. Bien que nous soyons devenus plus constructifs que nous ne l'étions juste après l'annonce des tarifs douaniers du 2 avril, nous pensons que les risques économiques sont un peu plus élevés que ce qui est actuellement pris en compte.

En ce qui concerne l'inflation, nous pensons que les droits de douane entraîneront au moins une augmentation temporaire du niveau général des prix. Au cours des prochaines années, cependant, nous prévoyons que l'inflation aux États-Unis sera inférieure à la tendance actuelle et se rapprochera de l'objectif de la Réserve fédérale. Certaines autres économies développées pourraient voir l'inflation évoluer légèrement dans l'autre sens, ce qui créerait des occasions intéressantes en termes de valeur relative.

Q : Quelles sont les perspectives de PIMCO concernant la politique des banques centrales dans le monde?

R : Nous pensons que la plupart des banques centrales envisagent de nouvelles baisses de taux et, à terme, nous prévoyons que la Fed américaine réduira progressivement son taux cible jusqu'à un niveau neutre, soit environ 3%. Elle

pourrait procéder à une nouvelle baisse en cas de récession (ce qui n'est pas notre scénario de base, mais constitue un risque) ou maintenir une position plus restrictive si l'économie est robuste et que l'inflation reste élevée ou s'accélère à nouveau (ce qui n'est pas non plus notre scénario de base). Je ne saurais trop insister sur le fait que nous restons dans un environnement d'incertitude significative, qui peut affecter la politique monétaire.

À l'étranger, la Banque d'Angleterre laisse entrevoir la possibilité d'une trajectoire de taux d'intérêt plus faible que ce qui est actuellement prévu par le marché. La Banque centrale européenne et la Banque du Japon semblent être en attente pour l'instant, la première envisageant éventuellement une nouvelle baisse si cela se justifie, et la seconde maintenant un biais de resserrement à plus long terme.

Q : Que pensez-vous du déficit américain, de la viabilité de la dette américaine et du rôle du dollar?

R : Nous ne pensons pas que le dollar américain perdra bientôt son statut de monnaie de réserve. Cependant, nous avons légèrement sous-pondéré le dollar dans la stratégie de revenu; le dollar a sous-performé les autres actifs mondiaux. Nous pensons que le dollar continuera à s'affaiblir par rapport aux autres monnaies au cours des prochaines années.

Le déficit constitue une source de préoccupation. Même si l'économie américaine poursuit son expansion, nous nous attendons à ce qu'avec des déficits annuels de l'ordre de 5 % à 7 % le ratio dette/PIB renoue avec des sommets. Toutefois, le statut unique du dollar, les nombreux avantages structurels de l'économie américaine et la puissance militaire des États-Unis font en sorte que de tels déficits restent viables, tout comme un ratio dette/PIB supérieur à celui d'autres nations, sans perturbation significative sur la courbe des taux.

Cela étant dit, le marché obligataire américain n'est pas le seul au monde qui offre une qualité élevée. Dans d'autres pays, les gouvernements essaient d'équilibrer leurs finances, malgré un endettement plus faible et une économie plus fragile. Le contexte fait naître des opportunités qui nous permettent de diversifier à l'échelle mondiale notre exposition aux taux d'intérêt.

Q : Comment envisagez-vous le positionnement de la stratégie de revenu, en commençant par le risque de taux d'intérêt?

R : Dans le monde incertain que j'ai décrit et qui contraste avec les marchés généralement optimistes que nous observons, je voudrais tout d'abord souligner que nous nous concentrons sur la résilience et la flexibilité, tout en cherchant à capitaliser sur des rendements attrayants à travers l'ensemble des occasions mondiales.

En l'occurrence, après la remontée significative des taux dans les dernières années, les rémunérations initiales des obligations mondiales semblent attrayantes, en particulier avec une couverture du dollar US. Notre exposition générale aux taux d'intérêt s'établissait récemment entre quatre et cinq années, un niveau dépassant celui de la fin de l'année 2021, mais qui a déjà été plus élevé et qui n'atteint pas celui de l'indice agrégé États-Unis Bloomberg.

Nous ciblons les échéances obligataires comprises entre cinq et dix ans, que nous considérons comme une section de la courbe qui devrait bénéficier de la pentification de la courbe et pour laquelle nous pensons que nous pourrions obtenir une surperformance significative dans le cas d'un scénario d'atterrissage plus difficile ou si le marché évalue des probabilités plus élevées de récession.

Nous avons également investi dans des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) à plus court terme. Nous avons investi dans les TIPS non pas en raison de préoccupations inflationnistes importantes, mais plutôt en raison des prix attractifs que nous constatons sur les échéances à court terme. Enfin, nous continuons à nous diversifier sur d'autres marchés de haute qualité offrant des rendements élevés, y compris des positions au Royaume-Uni et une certaine exposition à l'Australie.

Q : La stratégie à revenu reflète une opinion moins positive sur la portion à long terme de la courbe. Pourriez-vous justifier cet aspect, compte tenu des commentaires émis à propos des déficits budgétaires?

R : Nous ne prévoyons pas de crise pour les bons du Trésor américain à long terme, mais nous pensons que la courbe des taux devrait s'accroître un peu plus qu'elle ne l'est actuellement, compte tenu d'un déficit élevé et de la volatilité de l'inflation. Notre point de vue reflète des préoccupations modérées concernant la situation budgétaire des États-Unis, le gouvernement devant peut-être vendre davantage d'obligations à plus long terme, ainsi que le potentiel d'une plus grande volatilité de l'inflation par rapport aux années qui ont suivi la crise financière mondiale. Cependant, nous reconnaissons également qu'un choc économique pourrait conduire à un rebond sur le long terme.

Q : Discutons des différents secteurs du marché obligataire, en commençant par ceux qui vous semblent les plus intéressants.

R : Les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) sont un exemple de secteur de haute qualité qui offre des rendements attrayants, ainsi que la possibilité d'effectuer des transactions sur différentes échéances et différents coupons dans le but de générer un rendement supplémentaire.

Il s'agit également d'un secteur qui, selon nous, devrait être assez résistant par rapport au crédit d'entreprise dans le cas improbable d'un scénario d'atterrissage plus difficile.

En outre, les spreads des agences continuent d'être plus élevés que ceux des entreprises de qualité, ce qui reflète une occasion de valeur relative unique, car les MBS d'agences sont garantis par une agence américaine ou par le gouvernement fédéral américain. Il a été question que l'administration Trump favorise la privatisation des entreprises parrainées par le gouvernement, mais nous ne pensons pas qu'il s'agisse d'une issue probable.

Q : Pourriez-vous ensuite nous parler de l'approche de la stratégie en matière de crédit structuré et d'exposition au crédit d'entreprise?

R : Nous mettons l'accent sur la résilience, en recherchant des positions de haute qualité et des taux de rendement attrayants. C'est pourquoi nous privilégions le crédit structuré dans la fourchette supérieure des notations « investment grade ». Nous avons tendance à surpondérer le risque de crédit à la consommation, en particulier les investissements liés aux ménages à revenus élevés disposant d'un capital immobilier considérable.

Les régulateurs ne veulent pas renflouer deux fois les mêmes secteurs, et ce secteur a causé des problèmes en 2007 et 2008. Aujourd'hui, les crédits structurés ont tendance à être assortis de clauses ou de documents solides et d'une souscription prudente. Nous considérons qu'il s'agit d'un secteur où l'on pourrait observer une surperformance significative en cas de ralentissement économique, et nous pensons que notre exposition continue d'être un facteur clé de différenciation.

En revanche, notre exposition au crédit aux entreprises est proche de la limite inférieure de sa fourchette historique, ce qui est cohérent avec l'idée que les écarts sont très serrés et qu'il y a un peu d'autosatisfaction sur ces marchés. Un domaine dans lequel nous faisons preuve de plus de prudence est celui des prêts garantis de premier rang. Ces titres se sont relativement bien comportés pendant la crise financière mondiale, et le secteur a évité une escalade de la surveillance. Mais nous sommes plus prudents à l'égard de ces prêts car nous avons constaté une augmentation significative des émissions et une tendance à l'augmentation des prêts à taux variable liés à des crédits sous-jacents plus faibles.

Je ne veux pas paraître négatif à l'égard du secteur du crédit aux entreprises; nous considérons que les fondamentaux sont solides, mais il y a d'autres secteurs du marché qui présentent, selon nous, de meilleurs profils risque/rendement.

Q : Comment voyez-vous les marchés émergents?

R : Les marchés émergents offrent des valorisations attrayantes et devraient enregistrer de bonnes performances à long terme. Cela dit, nous avons choisi de réduire notre exposition globale aux marchés émergents au cours des deux dernières années, conformément aux thèmes généraux de réduction de la volatilité et d'augmentation de la résilience. Néanmoins, il s'agit d'une source importante de génération potentielle d'alpha pour nous, même si elle est faible en termes de pourcentage. Nous avons de petites expositions ciblées à certains marchés émergents et monnaies des pays émergents, en complément de notre sous-pondération du dollar américain. Par exemple, nous surpondérons légèrement le Brésil, le Mexique, la Turquie et l'Afrique du Sud.

Q : Les investisseurs s'intéressent beaucoup à notre point de vue sur les obligations par rapport aux liquidités ou sur les obligations par rapport aux actions. À quoi devraient-ils s'attendre en matière d'allocation de titres à revenu fixe à l'avenir?

R : Si l'on considère les niveaux absolus des rendements actuels, nous pensons que le potentiel de rendement des titres à revenu fixe est très intéressant par rapport aux actions ou aux liquidités. En fait, les actions sont proches de leurs plus

hauts niveaux historiques par rapport au niveau actuel des taux d'intérêt. Les gens me demandent tout le temps si les taux pourraient augmenter. C'est tout à fait possible, mais dans un environnement de taux plus élevés, les actions sont susceptibles de sous-performer, si l'on se fie à l'histoire.

En ce qui concerne les liquidités, nous voyons une occasion intéressante pour les investisseurs de s'écarter du spectre des risques et de bloquer les rendements élevés des titres à revenu fixe en s'éloignant des liquidités, dont les taux peuvent baisser très rapidement en cas de choc de croissance imprévu.

En fonction de son objectif de risque global et de son horizon d'investissement, l'investisseur aura différents niveaux d'exposition optimale aux titres à revenu fixe, mais le niveau qu'il avait il y a quelques années devrait probablement être plus élevé aujourd'hui.

L'expérience récente des marchés conforte notre point de vue. Depuis le début de l'année, l'approche consciente du risque de la stratégie de revenu, qui met l'accent sur la stabilité dans l'incertitude, a contribué à générer des rendements positifs.

Conclusion : Nous estimons qu'il est tout à fait justifié d'augmenter la part des titres à revenu fixe dans un portefeuille aujourd'hui par rapport à l'époque où les taux étaient plus bas.

Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur et ne s'avère pas un indicateur fiable des futurs résultats.

Un mot sur le risque : L'investissement sur le **marché obligataire** est soumis à des risques, notamment le risque de marché, de taux d'intérêt, d'émetteur, de crédit, d'inflation et de liquidité. La valeur de la plupart des obligations et des stratégies obligataires est influencée par les variations des taux d'intérêt. Les obligations et les stratégies obligataires à long terme ont tendance à être plus importantes et plus volatiles que celles à court terme; les prix des obligations baissent généralement lorsque les taux d'intérêt augmentent, et les environnements de faibles taux d'intérêt augmentent ce risque. La réduction de la capacité des contreparties obligataires peut contribuer à la diminution de la liquidité du marché et à l'augmentation de la volatilité des prix. Les investissements obligataires peuvent avoir une valeur supérieure ou inférieure à leur coût initial lorsqu'ils sont remboursés. **Les obligations indexées sur l'inflation (ILB)** émises par un gouvernement sont des titres à revenu fixe dont la valeur principale est périodiquement ajustée en fonction du taux d'inflation; les ILB perdent de la valeur lorsque les taux d'intérêt réels augmentent. Les **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** sont des ILB émises par le gouvernement américain. Investir dans **des titres libellés et/ou domiciliés à l'étranger** peut impliquer un risque accru en raison des fluctuations de change et des risques économiques et politiques, qui peuvent être accrus dans les marchés émergents. **Titres adossés à des créances hypothécaires et à des actifs** peuvent être importants aux variations des taux d'intérêt, soumis à un risque de remboursement anticipé, et leur valeur peut fluctuer en fonction de la perception par le marché de la solvabilité de l'émetteur; bien qu'ils soient généralement soutenus par une certaine forme de garantie gouvernementale ou privée, il n'est pas certain que les garants privés remplissent leurs obligations. Les références aux titres adossés à des créances hypothécaires (Agency et non-agency) se rapportent aux hypothèques émises aux États-Unis. Les titres adossés à des créances hypothécaires émis par l'agence américaine Ginnie Mae (GNMA) sont garantis par la pleine foi et le crédit du gouvernement des États-Unis. Les titres émis par Freddie Mac (FHLMC) et Fannie Mae (FNMA) offrent une garantie de remboursement du capital et des intérêts dans les délais, mais ne sont pas garantis par la pleine foi et le crédit du gouvernement américain. **Les titres à haut rendement, moins bien notés**, impliquent un risque plus important que les titres mieux notés; les portefeuilles qui investissent dans ces titres peuvent être soumis à des niveaux de risque de crédit et de liquidité plus importants que les portefeuilles qui n'investissent pas dans ces titres. **Les actions** peuvent perdre de la valeur en raison des conditions générales, réelles ou perçues, du marché, de l'économie et de l'industrie. **Les taux de change** peuvent fluctuer de manière significative sur de courtes périodes et peuvent réduire les rendements d'un portefeuille. Les produits dérivés peuvent impliquer certains coûts et certains risques tels que la liquidité, les taux d'intérêt, le marché, le crédit, la gestion et le risque qu'une position ne puisse pas être clôturée au moment le plus avantageux. Investir dans des produits dérivés peut faire perdre plus que le montant investi. **La diversification** n'est pas une garantie contre les pertes.

Rien ne permet de garantir que ces stratégies d'investissement fonctionneront dans toutes les situations du marché ni qu'elles conviendront à tous les investisseurs. Chaque investisseur doit évaluer sa capacité à investir dans une optique à long terme, surtout en période de repli du marché. Les investisseurs devraient consulter leur conseiller financier avant de prendre une décision de placement.

Les prévisions, estimations et certaines informations contenues aux présentes sont basées sur des recherches exclusives et ne doivent pas être considérées comme des conseils en matière de placement ou des recommandations relatives à une stratégie particulière de titres ou de produits de placement. Aucune garantie n'est donnée quant à l'atteinte des résultats.

Ce document contient les opinions actuelles de l'auteur, lesquelles sont sujettes à modification sans notification préalable. Le présent document est distribué à titre d'information uniquement et ne doit nullement être considéré comme un conseil en investissement ou une recommandation relative à quelque valeur mobilière, stratégie ou produit d'investissement que ce soit. Les informations contenues aux présentes proviennent de sources considérées comme fiables, mais ne sont pas garanties.