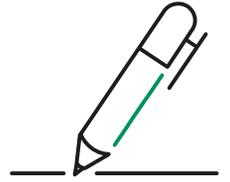


PODCAST TALKING HEADS



Par **Daniel Morris**, Responsable de la stratégie de marché | **John Carey**, Responsable MBS

IL Y A UNE ALTERNATIVE RAISONNABLE : LES OBLIGATIONS HYPOTHECAIRES

Daniel Morris : Bonjour et bienvenue dans le podcast Talking heads de BNP Paribas Asset Management. Chaque semaine, Talking heads vous apporte un éclairage et une analyse approfondie sur les sujets qui comptent vraiment pour les investisseurs. Dans cet épisode, nous allons discuter des titres adossés à des crédits hypothécaires américains. Je suis Daniel Morris, Responsable de la stratégie de marché, et j'ai la joie d'accueillir John Carey, Responsable de notre équipe MBS. Bienvenue, John. Bonne année et merci de vous joindre à moi.

John Carey : Bonne année, Daniel. Je suis ravi d'être là.

Daniel Morris : Nous portons tous, dans une certaine mesure, les cicatrices d'une année 2022 douloureuse, du moins en ce qui concerne les obligations. Cependant, beaucoup d'entre nous ont abordé 2023 en s'attendant à de meilleures performances, voire de bonnes performances, du fait de l'anticipation d'une baisse des taux d'intérêt à un moment donné, si et quand la Réserve fédérale américaine commencera à abaisser ses taux. Ce qui nous a peut-être surpris jusqu'à présent, c'est que les rendements des bons du Trésor ont déjà fortement baissé en janvier. Cette baisse semble être, au moins en partie, due à l'anticipation d'un ralentissement de l'inflation beaucoup plus rapide que prévu par le marché et, sans doute, bien plus rapide que ne l'anticipe la Fed. C'est ce qui a conduit les investisseurs à anticiper un abaissement des taux directeurs par la Fed, peut-être cet été. Par ailleurs, la baisse des rendements pourrait également être le signe d'un ralentissement de la croissance plus rapide que prévu. Les ventes de détail, par exemple, n'ont pas été aussi bonnes qu'espéré. Par conséquent, compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives d'inflation et de croissance, nous allons certainement assister à une certaine volatilité des marchés. Voici donc l'environnement dans lequel vous devez investir, John. Commençons par un bref rappel de ce qui s'est passé en 2022 ou plus particulièrement des titres adossés à des crédits hypothécaires.

John Carey : L'année 2022 a été marquée par un environnement difficile pour l'ensemble des actifs financiers. Si l'on considère une partie des performances des différentes classes d'actifs, notre classe d'actifs hypothécaires a généré un rendement d'environ -12. Aux États-Unis, le crédit investment grade a reculé de 16 %. Et sur les marchés actions, certaines grandes capitalisations américaines ont perdu environ 10 %. Le S&P 500 a chuté de près de 20 % et le NASDAQ d'environ 33 %. En 2022, l'année avait démarré avec des taux directeurs de la Fed à zéro, mais cette dernière commençait à mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif. Elle a d'abord commencé par ralentir ses achats d'actifs, puis ceux-ci ont pris fin. Puis elle a commencé à réduire la taille de son bilan, en laissant de côté les titres adossés à des crédits hypothécaires et les bons du Trésor. Les relèvements de taux ont débuté en mars. Nous avons eu un total de sept hausses de taux, ce qui a porté la limite supérieure du taux directeur de 25 points de base à 4,5 %. Un environnement difficile, donc. Je voudrais également mentionner que la volatilité a été élevée tout au long de cette période. Nous nous référons à l'indice MOVE, qui est un indice d'options à court terme sur les contrats à terme sur taux d'intérêt. L'indice MOVE a atteint un plus haut à 160 points de base. Au début de l'année, il était autour de 80 points de base, ce qui représente un quasi-doublement de la volatilité sur ce marché. L'autre défi est cette inversion majeure de la courbe des taux, le taux à deux ans par rapport au taux à 10 ans s'étant inversé à un moment donné jusqu'à environ -85 points de base, et se situant maintenant à environ -70 points de base. Comme je l'ai dit, le rendement absolu a été de -12 % sur l'année et le rendement excédentaire a également reculé d'environ -2,25 %. L'année 2022 a donc été difficile pour l'ensemble des actifs financiers et pour la classe d'actifs hypothécaires également.

Daniel Morris : Pourriez-vous nous faire part de votre scénario principal en termes de probabilité d'un revirement [de politique de la Fed] ? Quand la Fed devrait-elle abaisser ses taux ? Quel type de récession ou de ralentissement aurons-nous aux États-Unis ? Et surtout, comment les MBS se comporteront-ils dans ces différents scénarios ?



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

John Carey : Début 2022, les taux directeurs étaient à zéro et les rendements obligataires étaient très bas. On a entendu beaucoup de gens faire référence au terme TINA : « There Is No Alternative » (Il n'y a pas d'alternative). Alors que nous tournons la page et avec le passage en 2023, nous nous dirigeons plutôt vers le terme TARA (« There Are Reasonable Alternatives ») : il y a des alternatives raisonnables, en particulier sur les marchés obligataires. Les taux directeurs des banques centrales australienne et américaine sont aujourd'hui à 4,5 % et les obligations offrent du rendement. Nous considérons la classe d'actifs hypothécaires, qui affiche maintenant un rendement d'environ 4,5 %. Le taux de rendement courant de notre fonds s'établit désormais à environ 7 %. Nous sommes donc optimistes quant à la possibilité de tourner la page et d'obtenir des performances solides en 2023. Cela a commencé au quatrième trimestre, lorsque les marchés ont commencé à anticiper que nous avons atteint le pic d'inflation et que celle-ci allait s'essouffler. La Fed avait beaucoup resserré sa politique, s'efforçant de ralentir la demande globale, et a semblé bien progresser à cet égard. Donc, à ce stade, nous sommes proches, peut-être pas encore au bout, mais nous nous rapprochons de la fin du cycle de relèvement des taux de la Fed. Le marché a anticipé qu'à la fin du quatrième trimestre 2022 - et nous avons vu certaines classes d'actifs, notre classe d'actifs hypothécaires en particulier, répondre favorablement à cette idée - la Fed était plus proche de la fin de son cycle de relèvements que du début. Depuis les trois derniers mois, nous observons un rendement excédentaire par rapport aux bons du Trésor de durée équivalente d'environ 1,5 %. Nous sommes impatients de poursuivre sur cette dynamique en 2023. Nous avons déjà constaté une performance solide de la classe d'actifs hypothécaires en 2023, tant sur la base du rendement absolu que sur celle du rendement excédentaire.

Daniel Morris : Vous avez mentionné TARA. Si vous parlez à un investisseur multi-actifs, pourquoi devrait-il considérer les MBS comme une option en 2023 ?

John Carey : En 2022, la classe d'actifs a nettement sous-performé. Elle est devenue bon marché. Les spreads nominaux par rapport aux bons du Trésor américain sont larges. Nos coupons actuels ont atteint environ 150 points de base avec un spread par rapport aux bons du Trésor américain. L'indice global affiche un spread d'environ 80 points de base. Comme vous le savez, il s'agit d'une classe d'actifs garantie par le gouvernement. Nous n'avons jamais subi la moindre perte de crédit sur des titres adossés à des crédits hypothécaires garantis par des agences. Si vous aimez les bons du Trésor américain en tant que crédit, vous devriez être à l'aise avec ces titres adossés à des crédits hypothécaires. Il n'y a vraiment pas de composante crédit pour eux, juste un spread additionnel intéressant. La première chose est donc que la classe d'actifs est bon marché. Les rendements sont aujourd'hui attractifs et la classe d'actifs a atteint des indicateurs historiques. Le prix moyen en dollars de l'indice est à un plus bas historique autour de 90 USD. J'ai mentionné que les spreads nominaux étaient élevés, à 150 points de base. Les remboursements anticipés - la possibilité pour les emprunteurs de rembourser leur ancienne hypothèque et de le remplacer par une nouvelle hypothèque à faible coupon - n'existent plus. En 2021, les taux hypothécaires à 30 ans étaient tombés à environ 3 %, la Fed ayant maintenu le taux directeur à pratiquement zéro. Compte tenu des relèvements de taux et de la correction des taux que nous avons observée, les taux des prêts hypothécaires primaires sont aujourd'hui plus autour de 6 %. Il n'y a donc quasiment aucune possibilité pour les emprunteurs de refinancer des prêts hypothécaires. Nous avons maintenant un flux de trésorerie stable avec un spread nominal intéressant et que l'État garantit. Il y a beaucoup à dire sur cette classe d'actifs. Ce que nous avons vu, c'est que les marchés anticipent au moins un ralentissement de la croissance économique à travers le monde voire peut-être une récession. Lorsque l'on regarde les anticipations de prix des fonds fédéraux à l'avenir, les marchés s'attendent à ce que la Fed baisse ses taux avant la fin de l'année en réponse au ralentissement de l'économie. Si vous craignez une récession, sachez que les marchés du crédit et des actions seront sous pression. Cela plaide en faveur des prêts hypothécaires, qui offrent une garantie de l'État, une qualité élevée de crédit, un revenu courant attrayant et un actif qui est encore un titre à faible durée. Vous pouvez tirer profit de la sous-performance et du prix bas de la classe d'actifs. Elle pourrait également correspondre à vos perspectives sur l'évolution des perspectives économiques en 2023. Une autre chose que je voudrais mentionner, c'est que si nous approchons de la fin du cycle de relèvement des taux de la Fed, nous pouvons nous attendre à deux choses. Nous pourrions tabler sur un début de repli de l'indice MOVE, ce qui serait un facteur positif pour le secteur hypothécaire. Nous pourrions également commencer à observer une pentification de la courbe des taux. Ceci serait une autre évolution favorable pour la classe d'actifs.

Daniel Morris : John, merci beaucoup de votre présence.

John Carey : Merci, Daniel.