

Cinq questions clés pour les investisseurs obligataires

ARIEL BEZALEL Responsable de la Stratégie, gérant | HARRY RICHARDS Gérant du fonds



Ariel Bezalel et Harry Richards répondent à cinq questions sur les marchés obligataires mondiaux et la stratégie des obligations flexibles de Jupiter.

1 Les marchés pourraient-ils connaître une nouvelle crise de liquidité ?

Ariel : La Réserve fédérale achète de grandes quantités de bons du Trésor par le biais d'un assouplissement quantitatif illimité et a franchi le Rubicon avec son plan d'achat d'obligations d'entreprises pour la première fois. Nous pensons qu'il y a une réelle possibilité qu'elle aille encore plus loin et commence à acheter du papier à haut rendement de qualité encore inférieure pour soutenir le marché.

Avec une politique aussi agressive pour soutenir les actifs à risque, il est difficile de voir ce qui pourrait provoquer une autre crise de liquidité dans un avenir proche - Janet Yellen a même récemment préconisé de donner à la Fed les pouvoirs nécessaires pour acheter des actions. C'est une chose que la Banque du Japon fait depuis un certain temps, ce n'est donc pas sans précédent. Tout est sur la table.

Cependant, la politique de la banque centrale a résolu le problème de liquidité mais pas le problème de solvabilité qui se profile à l'horizon. Les entreprises américaines sont assises sur des montants records de dettes d'entreprise, à hauteur d'environ 50 à 75 % du PIB. Certaines de ces entreprises très endettées ne pourront tout simplement pas survivre dans un environnement de croissance plus faible, fonctionnant à 30 ou 50 % de sa capacité. Même si les gouvernements interviennent avec davantage de mesures de relance budgétaire, un problème important pour ces entreprises sera la diminution de la demande, compte tenu des perspectives d'emploi incertaines et de l'augmentation probable de l'épargne de précaution chez les ménages et les entreprises.

Ainsi, après la "phase de liquidation" en mars, nous prévoyons une "phase d'insolvabilité" plus tard dans l'année, lorsque les faillites commenceront à se multiplier et que les entreprises s'emploieront à restructurer leur dette.

2 Dans quel scénario ajouteriez-vous plus de risques à la stratégie ?

Harry : Nous avons déjà augmenté le risque de crédit dans la stratégie. L'allocation au crédit de qualité Investment Grade est passée d'environ 9 % avant la crise à environ 16 % aujourd'hui. Il est difficile de se tenir à l'écart du crédit quand les décideurs politiques ont déclaré qu'ils feraient "tout ce qu'il faut" pour soutenir les entreprises. C'est pourquoi, en mars, alors que les mesures de relance budgétaire et monétaire semblaient probables, nous avons dénoué les positions vendeuses de CDS sur les marchés américains et européens à haut rendement et de qualité investissement. Nous avons profité de la baisse du marché pour acheter des crédits de haute qualité avec des lignes supérieures et inférieures résilientes qui, selon nous, peuvent survivre tout au long du cycle économique. Nous avons notamment acheté des obligations de McDonalds et d'AB InBev, et nous avons renforcé notre position dans Tesco - c'est ce que nous avons appelé notre thème "bière et hamburgers". En ce qui concerne les titres à haut rendement, nous nous en tenons à une dette senior garantie plus défensive et à des obligations notées BB, là encore dans des entreprises "tout au long du cycle", comme Netflix, Virgin Media et Pinewood Studios. Nous utilisons toute les faiblesses du marché pour améliorer la qualité des crédits.

La raison pour laquelle la durée globale reste la même, soit environ 6,5 ans, est que nous avons

conservé l'allocation à des obligations de haute qualité et de plus longue durée des gouvernements américain et australien comme couverture contre la déflation. Les prévisions de croissance déterminent en fin de compte les rendements des obligations.

Nous pensons que nous nous dirigeons vers des rendements de 0%, voire négatifs, sur le dix ans aux États-Unis, car les gens se rendent compte que la croissance mondiale va être difficile.

Nous aurons inévitablement une sorte de rebond, mais les puissants moteurs structurels que sont l'endettement excessif et le vieillissement de la population sont encore très présents. En fait, la réaction à la pandémie a renforcé le problème de la dette, l'endettement des gouvernements étant devenu excessif à l'échelle mondiale.

3 Vous êtes optimiste sur le dollar américain. L'ampleur des mesures de relance monétaire et fiscale aux États-Unis ne sera-t-elle pas négative pour le dollar à moyen terme ?

Ariel : Non, parce que l'expansion monétaire et fiscale agressive se produit partout, et pas seulement aux États-Unis. Un autre facteur qui devrait continuer à soutenir la force du dollar est l'encours de la dette libellée en dollars dans les marchés émergents, estimé à 13 000 milliards de dollars.¹ Alors que les économies de ces pays ralentissent et qu'ils réduisent leurs taux d'intérêt, leurs monnaies se déprécient, ce qui rend le service de la dette en dollars plus difficile pour eux. La situation est d'autant plus grave que les États-Unis sont en état d'alerte et que les flux de dollars vers le monde extérieur sont tout simplement moins importants. Nous pensons donc que la force du dollar se maintiendra à moyen terme, même si elle ne sera pas sans volatilité.

À plus long terme, le statut du dollar américain en tant que monnaie de réserve mondiale semble vulnérable plus il continue à se renforcer.

En 1985, la France, l'Allemagne de l'Ouest, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis ont tous signé l'accord du Plaza dans un effort commun pour dévaluer le dollar. Je ne serais pas surpris si une telle chose se reproduisait, surtout avec la Chine qui se bat pour obtenir le statut de superpuissance avec les États-Unis. Mais c'est beaucoup plus loin.

¹Banque des règlements internationaux

4 Évitez-vous complètement les marchés émergents ? Qu'en est-il du thème des producteurs de protéines de la stratégie ?

Ariel : Nous sommes préoccupés par les marchés émergents, dont beaucoup sont vulnérables au dollar fort, à la chute des prix des matières premières, au ralentissement de la croissance chinoise, et disposent d'infrastructures plus faibles pour faire face aux retombées de Covid-19. Il y a un débat en cours sur l'annulation de la dette des économies des marchés émergents les plus pauvres et je pense que cela va devenir une préoccupation croissante.

Une autre grande préoccupation pour les marchés émergents est l'effondrement du tourisme. Le tourisme représente environ 10 % du PIB mondial. Après le 11 septembre, il a fallu sept ans aux compagnies aériennes et aux dépenses de voyage pour revenir à leur niveau record d'avant le choc. Nous ne savons pas encore dans quelle mesure le comportement des consommateurs va changer en réaction à la crise du Covid-19 et comment il pourrait être comparé à un événement comme le 11 septembre, mais l'effondrement du tourisme va probablement peser sur les marchés émergents et l'économie mondiale pendant un certain temps encore.

Dans la stratégie, notre exposition aux marchés émergents est d'environ 10 %. Nous sommes vendeurs de 1 % sur la dette des marchés émergents sous la forme de swaps de dérivés de crédit. Nous avons réduit notre exposition aux obligations souveraines égyptiennes en monnaie locale, étant donné que l'économie dépend fortement du tourisme. Nous nous concentrons sur les thèmes des marchés émergents qui, selon nous, devraient persister tout au long de la crise actuelle. Nous sommes toujours très constructifs en ce qui concerne la dette des producteurs de protéines - la demande mondiale de bœuf et de volaille des producteurs dans des pays comme le Brésil reste forte. Nous avons également une certaine exposition aux obligations souveraines à court terme des marchés émergents en dollars américains, par exemple en Ukraine où nous pensons que des fonds du FMI sont à venir.

5 Lorsque la crise du Covid-19 s'améliorera et que les pays sortiront de l'isolement, pourrions-nous assister à un retour de l'inflation, notamment grâce à des mesures de relance monétaire et budgétaire agressives ?

Harry : À notre avis, les énormes niveaux d'assouplissement que nous avons observés jusqu'à présent ne devraient pas vraiment être considérés comme une stimulation pure et simple, mais plutôt comme des tentatives de remplacer la production perdue dans un monde confiné : l'économie mondiale a effectivement été mise sous perfusion.

Si cet assouplissement a contribué à calmer les marchés, nous pensons que l'énorme choc de l'offre et de la demande provoqué par le virus entraînera inévitablement une augmentation des défaillances d'entreprises, des impayés sur les prêts à la consommation et une aggravation du chômage au cours des prochains mois. L'activité économique pourrait connaître un pic lorsque les mesures de confinement seront assouplies, les consommateurs commenceront à acheter des biens qu'ils avaient mis de côté pendant le confinement et retourneront dans les cafés et les restaurants, mais selon nous, cela ne suffira probablement pas à générer une inflation significative. Étant donné la détérioration de la situation de l'emploi et les risques d'une deuxième vague d'infection, les consommateurs et les entreprises voudront probablement épargner davantage et dépenser moins, ce qui est intrinsèquement déflationniste.

En outre, le stress des entreprises incite les équipes de direction à se concentrer sur la réduction des dépenses d'exploitation et d'investissement afin de préserver les liquidités et d'éviter l'insolvabilité dans la mesure du possible. Les entreprises ayant adapté leurs coûts de base au nouvel environnement, la possibilité de voir une pression à la hausse sur les salaires est de plus en plus mince. Par conséquent, si

le taux de chômage reste élevé et que les salariés n'ont guère de pouvoir de fixation des prix, la consommation ralentira fortement, comme nous le constatons déjà dans les données. Généralement, les entreprises, la population active et les consommateurs mettent beaucoup de temps à guérir au lendemain d'une crise, ce qui laisse penser que ce recul déflationniste de la demande se poursuivra encore quelque temps.

Comme les gouvernements et les banques centrales continuent de suggérer qu'ils feront "tout ce qu'il faut" pour maintenir les économies à flot, nous pensons qu'un assouplissement est probable à mesure que nous découvrirons la véritable ampleur des dommages économiques dans les données sur le reste de l'année et au-delà. La politique monétaire ayant déjà atteint ses limites, nous pourrions voir des mesures non conventionnelles comme le contrôle de la courbe des taux d'intérêts ou une politique de taux d'intérêts négatifs être adoptées sur une base plus large et, finalement, des politiques comme la théorie monétaire moderne (MMT) ou l'"argent héliporté" pourraient même être envisagées.

À court terme, nous sommes convaincus que les forces déflationnistes ont le dessus, mais à plus long terme, nous devons rester attentifs à l'introduction éventuelle de politiques qui pourraient s'avérer inflationnistes.

Si l'inflation devenait une préoccupation importante, nous utiliserions toute la flexibilité du mandat pour repositionner la stratégie afin d'être performants dans ce genre d'environnement. Mais nous pensons que ce point se situe encore dans quelques années. D'ici là, les facteurs déflationnistes d'une dette trop importante et le vieillissement de la population étant toujours intacts, nous continuons à détenir une position importante dans les obligations d'État notées AAA, parallèlement à des possibilités de crédit défensives et très sélectives.

Remarque : les fluctuations du marché et des taux de change peuvent faire baisser ou monter la valeur d'un investissement, et vous pourriez récupérer moins que ce que vous avez investi à l'origine. Les opinions exprimées sont celles des personnes mentionnées au moment de la rédaction du présent document et ne sont pas nécessairement celles de Jupiter dans son ensemble et peuvent être sujettes à modification. Cela est particulièrement vrai en période de changement rapide des conditions du marché.

Informations importantes: Ce document est destiné aux professionnels de l'investissement et n'est pas destiné à l'usage ou au bénéfice d'autres personnes, y compris les investisseurs de détail. Ce document est destiné à des fins d'information uniquement et ne constitue pas un conseil en investissement. Tous les efforts sont faits pour assurer l'exactitude des informations, mais aucune assurance ou garantie n'est donnée. Les exemples de détention ne sont donnés qu'à titre d'illustration et ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente. Publié par Jupiter Asset Management Limited, qui est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority, son adresse enregistrée est The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, Londres, SW1E 6SQ, Royaume-Uni. Aucune partie de ce contenu ne peut être reproduite de quelque manière que ce soit sans l'autorisation préalable de Jupiter Asset Management Limited. 25671

100512-06.20