

## Credit Outlook : L'immunité du marché pourra-t-elle durer ?

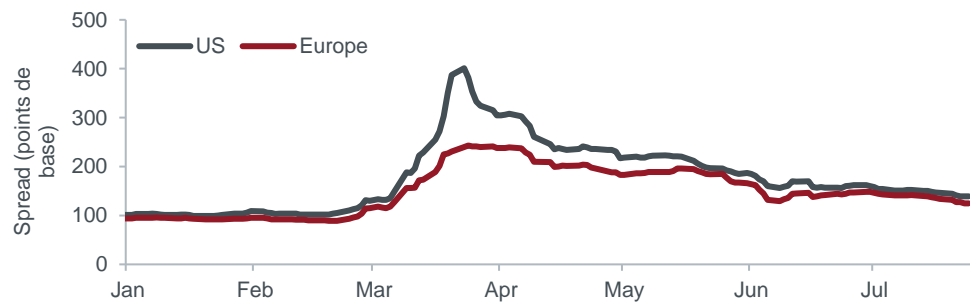
Document promotionnel | Réservé aux investisseurs professionnels |  
Document ne pouvant être redistribué  
Juillet 2020

L'Investment Strategy Group (ISG) regroupe des professionnels de l'investissement de notre plateforme obligataire internationale ainsi que des experts externes, offrant un forum de recherche et de débat sur les domaines clés de l'allocation d'actifs obligataires et de la macroéconomie (taux/taux de change). Les deux sous-groupes ont été mis en place pour recueillir les meilleures idées à l'échelle mondiale, en aidant les gérants de portefeuilles à prendre des décisions en matière de positionnement et d'allocation des risques. ISG Insight a pour ambition de proposer des débats sur l'actualité récente au sein du groupe.

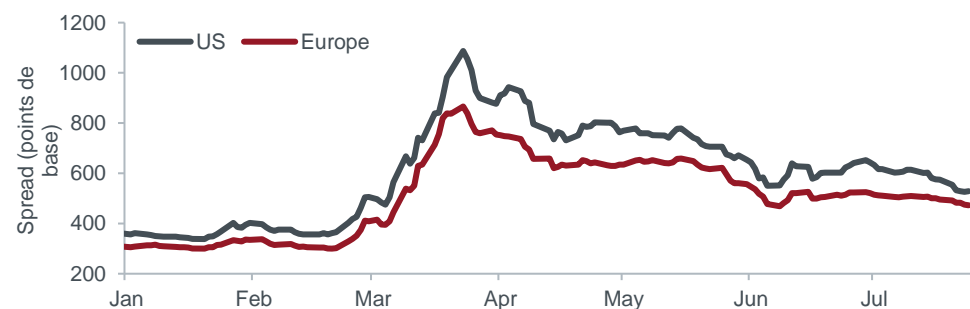
L'économie américaine a nettement rebondi par rapport aux plus-bas observés en mars et avril, mais la dynamique s'est toutefois essouffée à la fois au sein de l'économie et des marchés financiers, la hausse du nombre de contaminations au Covid-19 ayant contraint certaines régions à réduire de nouveau leur activité. Les chiffres périodiques du secteur des cartes de crédit<sup>1</sup> suggèrent qu'il n'y a eu qu'un léger ralentissement de la consommation ces dernières semaines et que le marché de l'immobilier demeure vigoureux<sup>2</sup>. Toutefois, la première hausse depuis mars<sup>2</sup> du chiffre des premières inscriptions au chômage fin juillet soulève des inquiétudes quant aux perspectives d'emploi. La croissance économique devrait, selon nous, rester modeste, bien équilibrée entre une demande latente et des mesures de confinement partielles attendues dans les prochains trimestres. Elle devrait en tout état de cause être positive.

### Graphiques 1 et 2 : Le rebond marque une pause pour reprendre son souffle

Spreads Investment grade



Spreads à haut rendement



Source : Bloomberg, Investment grade : indice ICE BofA US Corporate, indice ICE BofA Euro Corporate ; Haut rendement : indice ICE BofA US High Yield, indice ICE BofA Euro High Yield, spreads ajustés sur options des titres de l'État (Govt OAS), du 1er janvier 2020 au 24 juillet 2020.

<sup>1</sup>Source : JPMorgan, Daily Consumer Spending Tracker, 26 juillet 2020.

<sup>2</sup>Source : Morgan Stanley, Global High Frequency Activity Tracker, 24 juillet 2020. ShowingTime : chiffres de l'immobilier aux États-Unis ; Département du travail, inscriptions initiales au chômage au 18 juillet 2020.

## Une lente reprise économique aux États-Unis

Depuis fin juin, les marchés se sont montrés résistants aux mauvaises nouvelles. Alors que les cas de Covid-19 ont augmenté dans certaines régions des États-Unis, le rythme de rebond des marchés du crédit a ralenti, sans pour autant induire un élargissement des spreads. Et plus récemment, des résultats financiers en demi-teinte ont été bien accueillis, les investisseurs acceptant globalement que les mesures de confinement économique se solderaient par des résultats d'entreprises médiocres, du moins, provisoirement. Les indicateurs de crédit se sont détériorés à court terme en raison de la hausse du niveau d'endettement et du repli des bénéficiaires. Le marché s'attend toutefois à ce que ces indicateurs se redressent à partir du point bas de l'année 2020.

Les marchés ont néanmoins été encouragés par le message véhiculé par les banques centrales du monde entier. Jerome Powell, président de la Réserve fédérale américaine (Fed), a été clair, cohérent et constant dans ses rappels au marché. La Fed fera, selon ses propres termes, « tout ce qui est en son pouvoir, aussi longtemps qu'il le faudra » pour assurer le fonctionnement des marchés obligataires et le transfert du crédit aux entreprises. Le marché n'a, à ce stade, aucune raison de douter de J. Powell, et donc aucune raison d'intégrer dans ses cours les craintes d'un nouvel effondrement des liquidités. Hormis la liquidité, la politique de taux zéro et les achats directs d'obligations d'entreprises par la Fed garantissent que les entreprises solides ayant besoin de crédit pour surmonter la récession actuelle pourront se financer à des taux raisonnables. Plus simplement, si le pire est derrière nous, il y a peu de raisons de penser que les spreads s'élargiront significativement. Il est possible que les spreads, en particulier sur le marché du haut rendement et des titres structurés de moindre qualité, se resserrent davantage.

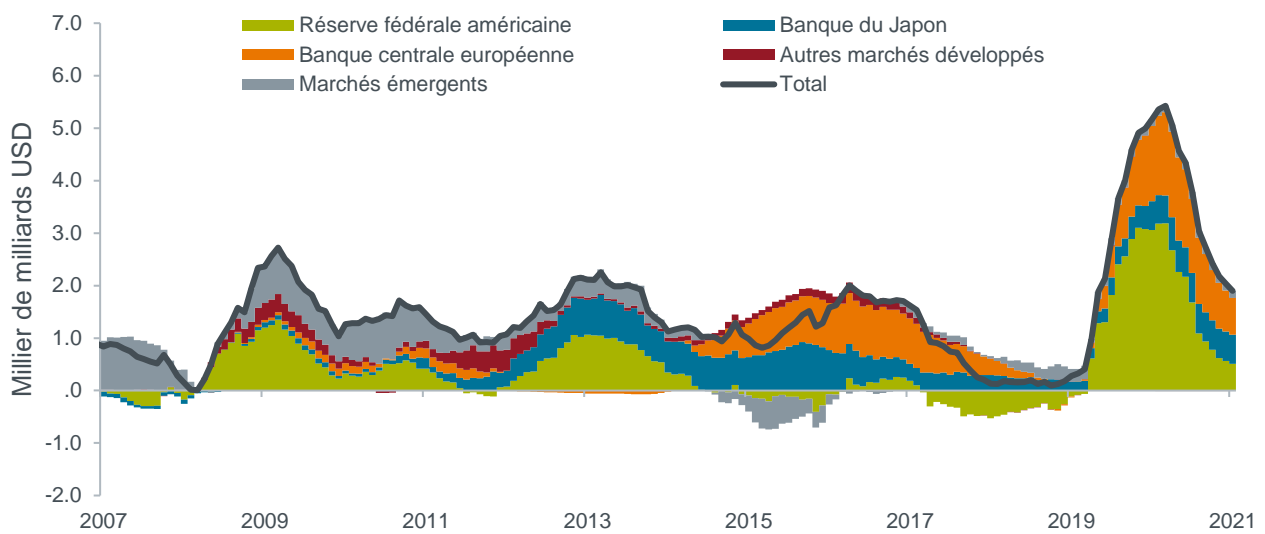
## Suivre la masse monétaire

Les mesures radicales prises par les banques centrales dans le monde depuis le début de la crise ont creusé leurs bilans à des niveaux historiques et, en particulier aux États-Unis, où la masse monétaire s'est envolée. Où va cet argent ?

Cette hausse étant historique, il est difficile de la modéliser sur la base d'expériences passées. Nous pensons toutefois qu'une hausse de l'inflation est improbable dans le climat actuel. Nous pensons, par ailleurs, qu'il faudra du temps à l'économie réelle pour absorber les liquidités, car les dépenses en immobilisations et l'embauche resteront probablement modérées. Il reste donc les marchés financiers. Du point de vue de la dynamique financière, il faut bien que l'argent aille quelque part et acheter davantage d'actifs financiers est à la fois facile et rapide. En abaissant les taux directeurs à zéro, la Fed a clairement fait savoir qu'elle ne souhaitait pas que les capitaux soient investis dans des titres d'État. En revanche, en apportant son soutien explicite aux obligations d'entreprises de qualité investment grade et, dans une certaine mesure, aux obligations d'entreprises à haut rendement, les liquidités affluent naturellement vers les marchés de la dette. Les investisseurs semblent d'accord : les 13 semaines du deuxième trimestre de 2020 ont été marquées par des entrées nettes de capitaux dans les fonds d'obligations d'entreprises américaines de qualité investment grade, et, 12 des 13 semaines du deuxième trimestre 2020 ont été marquées par des entrées de capitaux dans les fonds d'obligations de sociétés européennes de catégorie investment grade.<sup>3</sup>

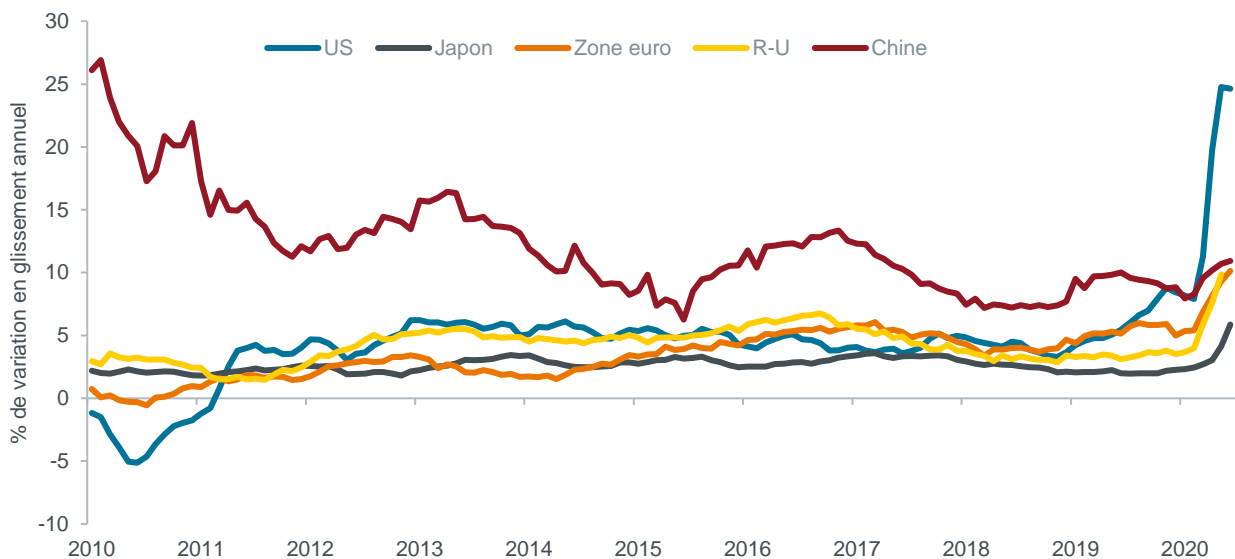
<sup>3</sup>Source : Deutsche Bank, EPFR, chiffres agrégés, T2 2020.

### Graphique 3 : Achats des banques centrales



Source : Citigroup, au 30 juin 2020. Les données pour 2020 et 2021 sont des estimations.

### Graphique 4 : Croissance de l'agrégat monétaire large



Source : Refinitiv Datastream, points de données mensuels, janvier 2010 à juin 2020

### Les difficultés de la valorisation

L'inflation des marchés financiers rend la tâche de la valorisation difficile. L'intervention des banques centrales fausse, par définition, les marchés, si bien qu'une intervention historique sur les marchés ne peut générer qu'une distorsion inédite. Nous naviguons en terrain inconnu, mais nous sommes en mesure de comprendre cette période de divergence entre la volatilité des prix et celle des spreads de crédit. Les niveaux de spread que nous connaissons actuellement s'accompagnent généralement d'une baisse de la volatilité et inversement.

La conclusion logique en est que les cours des marchés financiers ont été gonflés, du moins par rapport au degré d'incertitude qui persiste pour les économies dans le monde. Cela signifie-t-il que les marchés sont surévalués ? Ce n'est pas notre avis. Nous pensons plutôt que les marchés de crédit ont répondu de manière rationnelle au rebond des liquidités et à la promesse d'un soutien des banques centrales. Mais il est difficile d'imaginer une reprise soutenue par rapport aux niveaux actuels sans une baisse de la volatilité, qui peut être considérée comme un indicateur de confiance, en particulier de confiance dans le fait que la croissance économique persistera. À notre avis, la rapidité du rebond importe moins que sa direction. Le marché est de plus en plus confiant dans le fait que la croissance se normalisera à un moment donné, ce qui entraînera une baisse de la volatilité et un resserrement des spreads.

### **Le marché a été épargné, mais pourra-t-il poursuivre ainsi ?**

Les marchés du crédit, comme nous l'avons souligné précédemment, sont restés relativement résistants aux mauvaises nouvelles, notamment compte tenu de la récente envolée des cas de Covid-19 aux États-Unis. Bien que le soutien de la Fed soit largement responsable de cette stabilité, des questions persistent. Le marché a été épargné, mais pourra-t-il poursuivre ainsi ? Les spreads de crédit pourraient-ils rester stables, en cas de recul de l'activité économique ou de report de la reprise économique ? La réponse à ces deux questions est « oui ». Mais l'ampleur du repli de la croissance est importante. Si l'économie venait à vaciller ou à faiblir, les marchés du crédit prendraient dans l'ensemble une autre direction, bien que certains secteurs et titres puissent être davantage touchés que d'autres. En cas de nouvelle vague de confinement à l'échelle du pays, les spreads obligataires en général s'élargiraient.

Fort heureusement, il y a peu de signaux dans ce sens. Nous pensons qu'un scénario « improvisé » sera de loin l'issue la plus probable. Il sera le résultat d'une formule compliquée composée de plusieurs ingrédients : une hausse des cas de Covid, des restrictions d'activités au niveau régional, de progrès en matière de traitements et de l'émergence éventuelle d'un vaccin. Nous pensons que l'économie américaine finira à un moment donné par se normaliser. À notre avis, la Fed et le Congrès feront le nécessaire pour soutenir les marchés jusqu'à ce que l'économie revienne à la normale.

Si cela se confirme, les spreads de crédit se resserreront dans les mois à venir. Les marchés sont tournés vers l'avenir et s'ils croient, eux aussi, à une éventuelle normalisation économique, le risque devrait être revu à la baisse et les spreads se resserrer. Bien que cela puisse entraîner une distorsion accrue entre les données économiques actuelles et la valorisation des marchés financiers, ce serait du même ordre que la trajectoire inhabituelle que nous empruntons actuellement.

### **Les indicateurs sous surveillance**

Les perspectives de croissance économique mondiale dépendent du taux d'évolution du Covid-19. Si ce taux accélère de manière exponentielle, il est probable qu'un confinement à plus grande échelle sera nécessaire dans la région touchée. Même s'il est plus probable que cela se produise aux États-Unis, les infections en Amérique latine n'ont cessé d'augmenter et l'Asie émergente a enregistré une hausse du nombre de nouvelles contaminations. Cependant, les progrès ont été rapides sur le front des solutions médicales, de nombreux vaccins expérimentaux sont actuellement à l'essai.<sup>4</sup> Le taux de croissance du virus et les progrès réalisés en matière de vaccins doivent être surveillés de près car leurs effets auront un impact important.

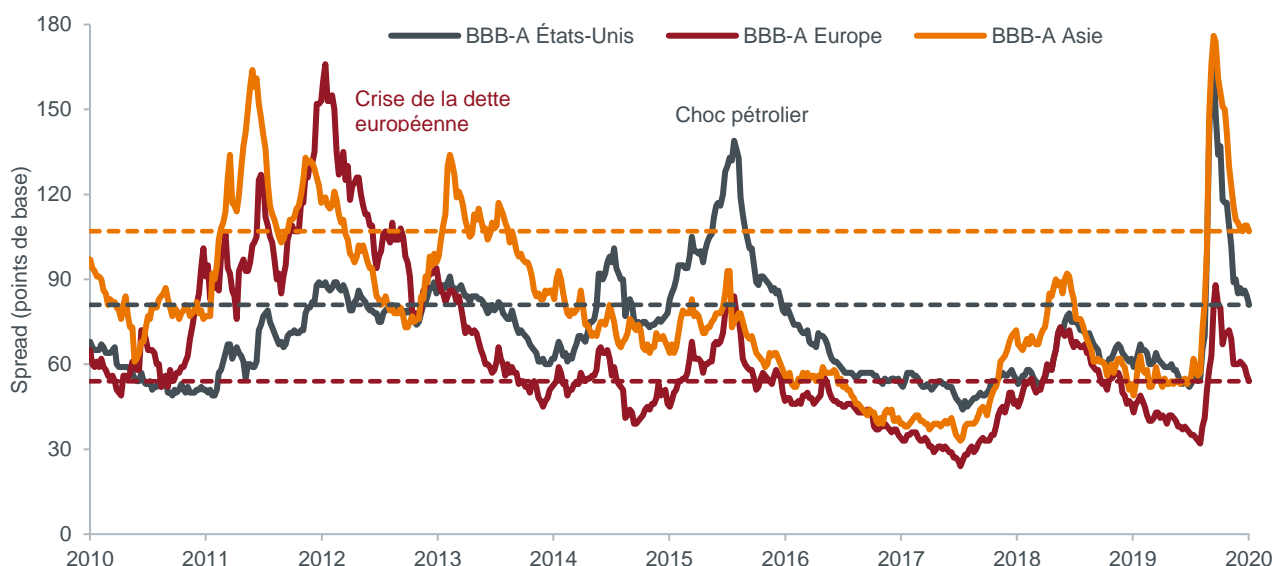
<sup>4</sup>Source : Coalition for Epidemic Preparedness Innovations (Cepi), la Cepi publie une analyse du paysage de développement du Covid-19, avril 2020 ; New York Times Coronavirus vaccine tracker, juillet 2020.

Les États-Unis sont également particulièrement vulnérables aux mesures de relance budgétaire qui seraient influencées par la sphère politique à l'approche des élections présidentielles de novembre. Même si nous pensons que le Congrès apportera en définitive son soutien aux chômeurs et aux États confrontés à des déficits budgétaires imprévus en raison du Covid, nous sommes conscients que la politique ne suit pas toujours la logique. Le marché partage notre opinion selon laquelle le gouvernement apportera un soutien budgétaire, si bien que l'absence de soutien serait un choc pour les marchés ce qui entraînerait donc un probable élargissement des spreads. Entre-temps, les tensions se sont intensifiées entre les États-Unis et la Chine. Même si nous pensons que la probabilité pour que des événements géopolitiques bouleversent le marché avant les élections de novembre, nous prenons acte de l'existence de ce risque.

À long terme, nous pensons que ce sont les fondamentaux qui dictent les valorisations de marché. Nous estimons, par ailleurs, que l'économie mondiale connaîtra une reprise soutenue. À court terme, à moins d'un choc provoqué par le coronavirus ou la politique, la politique budgétaire et les mesures de relance des banques centrales seront capables de fournir suffisamment de carburant pour maintenir un solide degré d'activité économique en soutien aux marchés financiers. Les banques centrales ont généralement tendance à être plus lentes à abandonner les mesures de soutien qu'à les fournir, car elles savent qu'il est, en définitive, moins coûteux de prévenir un problème de liquidité que de le régler. L'inflation étant inférieure à l'objectif de la Fed, le risque d'être trop généreux en matière de liquidités est encore moins important. Et comme il faut bien que l'argent aille quelque part, les spreads de crédit devraient trouver un support dans cet environnement, même si le rebond de la croissance économique est lent. À défaut de statistiques économiques supérieures aux attentes, les spreads pourraient ne pas rebondir de manière significative, mais les rendements proposés entre-temps sont, à notre avis, attractifs.

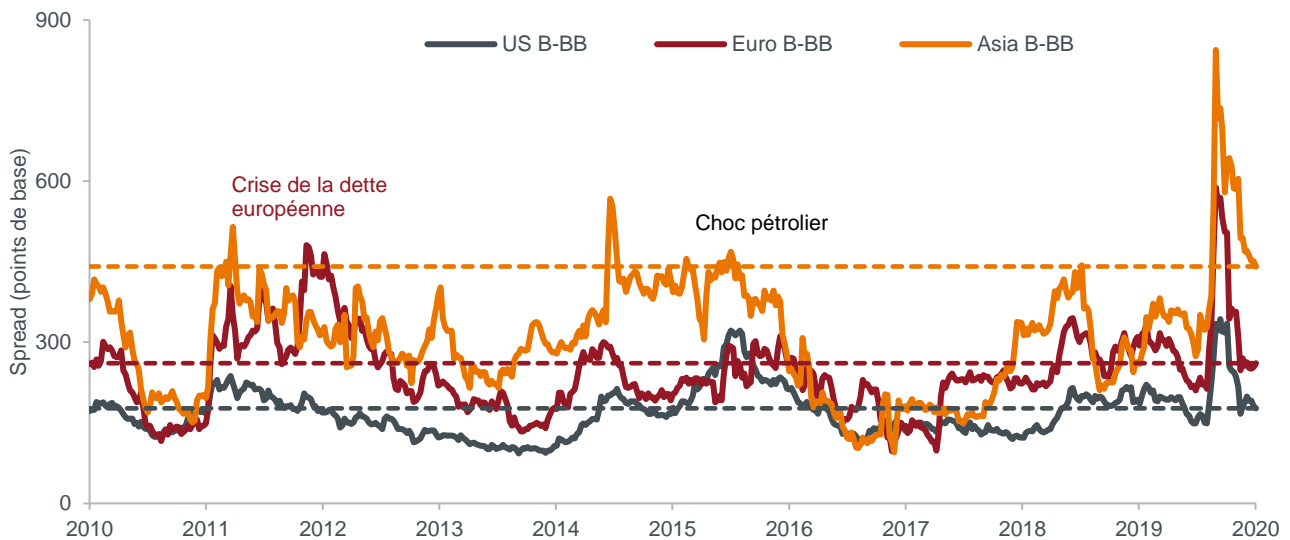
Pour des rendements du capital plus élevés, les investisseurs devront peut-être s'intéresser à l'ensemble du spectre de crédit, où les différentiels de spread restent élevés par rapport à ces dernières années, bien qu'ils soient inférieurs à ceux de crises précédentes (cf. graphiques 5 et 6). Cela peut passer par une prise de risques plus élevée sur les marchés des obligations d'entreprises à haut rendement, sur les segments les moins bien notés du marché des titres structurés ou les marchés émergents. Cependant, si les secteurs de moindre qualité de crédit offrent un potentiel de hausse plus important, ils présentent également plus de risques dans la mesure où ils sont - d'une manière générale - plus sensibles aux variations de croissance économique, en particulier dans les secteurs plus cycliques ou les régions sensibles aux matières premières.

**Graphique 5 : Différentiel de spread entre les notes de crédit (Investment grade)**



Source : Bloomberg, spreads ajustés sur options des titres de l'État (Govt OAS), ICE BofA US Corporate BBB moins ICE BofA US Corporate A, ICE BofA Euro Corporate BBB moins ICE BofA Euro Corporate A, ICE BofA Asian Dollar Corporate IG BBB moins ICE BofA Asian Dollar Corporate IG A, points de données hebdomadaires, du 23 juillet 2010 au 24 juillet 2020. Les lignes pointillées indiquent le dernier chiffre régional au 24 juillet 2020

**Graphique 6 : Différentiel de spread entre les notes de crédit (Haut rendement)**



Source : Bloomberg, spreads ajustés sur options des titres de l'État (Govt OAS), ICE BofA US High Yield B moins ICE BofA US High Yield BB, ICE BofA Euro High Yield B moins ICE BofA Euro High Yield BB, ICE BofA Asian Dollar Corporate HY B moins ICE BofA Asian Dollar Corporate HY BB, points de données hebdomadaires, du 23 juillet 2010 au 24 juillet 2020. Les lignes pointillées indiquent le dernier chiffre régional au 24 juillet 2020

## Résumé

- L'économie américaine a nettement rebondi par rapport aux plus-bas observés en mars et avril, mais la dynamique a ralenti tant au niveau de l'économie que des marchés financiers. La croissance économique devrait, selon nous, rester modeste, bien équilibrée entre une demande latente et des mesures de confinement partielles attendues dans les prochains trimestres. Elle devrait en tout état de cause être positive.
- L'argent doit bien trouver refuge quelque part. Les banquiers centraux semblent déterminés à faire appel à tout leur arsenal pour éviter la déflation et une récession prolongée et profonde, d'où le choix de l'assouplissement monétaire massif. Comme les liquidités seront probablement supérieures à ce que l'économie réelle pourra absorber à court terme, elles devraient s'orienter vers les marchés financiers.
- Nous pensons que les marchés du crédit ont réagi de manière rationnelle au retour de la liquidité et à la promesse de soutien des banques centrales, mais il est difficile d'imaginer un rebond soutenu à partir des niveaux actuels sans une pérennité de la croissance économique.
- Les rendements disponibles sur les marchés du crédit sont, à nos yeux, globalement attractifs, même si un nouveau resserrement des spreads sera probablement limité.

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Les points de vue présentés s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document n'est réputée constituer une disposition directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples constituent une illustration des thèmes généraux et n'indiquent pas une intention de négociation, et peuvent être modifié(e)s à tout moment en raison de l'évolution du marché ou des conditions économiques. Le présent document n'est pas destiné à indiquer ou impliquer que l'une des illustrations/l'un des exemples mentionné(s) est actuellement, ou a été par le passé, détenu(e) au sein de l'un des portefeuilles. Aucune des prévisions ne sont garanties et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors a, dans la préparation de ce document, des raisons raisonnables de croire qu'il peut s'appuyer sur la précision et l'exhaustivité de l'ensemble des informations disponibles dans les sources publiques. **Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. Investir comprend des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de valeur.**

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. La distribution de ce document ou des informations qu'il contient peut être limitée par la loi et ces dernières ne peuvent être utilisées dans aucune juridiction ou situation où une telle utilisation serait illégale. Le contenu de ce document n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie, ni des informations reconstruites à partir de ce document.

Ce document ne peut être reproduit sous aucune forme que ce soit, dans son intégralité ou en partie, ou cité dans une autre publication, sans autorisation écrite expresse. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.

Publié en Europe par Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis par Janus Capital International Limited (n° de reg. 3594615), Henderson Global Investors Limited (n° de reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n° de reg. 2678531), AlphaGen Capital Limited (n° de reg. 962757), Henderson Equity Partners Limited (n° de reg. 2606646), (chacune enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE et réglementée par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (numéro de registre B22848 au 2 rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Les services de conseil aux États-Unis sont fournis par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. Au Canada, les produits et les services sont offerts par l'intermédiaire de Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions.

Henderson Management S.A. est autorisé à exercer ses activités en France par l'intermédiaire de sa succursale française conformément aux dispositions du passeport européen pour les fournisseurs de services d'investissement en vertu de la Directive 2004/39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers. L'agence Française de Henderson Management S.A. est enregistrée en France en tant que Société Anonyme d'un Etat membre de la CE ou partie à l'accord sur l'espace économique européen avec un numéro d'enregistrement 848 778 544 R.C.S. Paris et le siège statutaire à 32 rue des Mathurins, 75008 Paris, France.

Janus Henderson, Janus, Henderson, et Knowledge Shared sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.