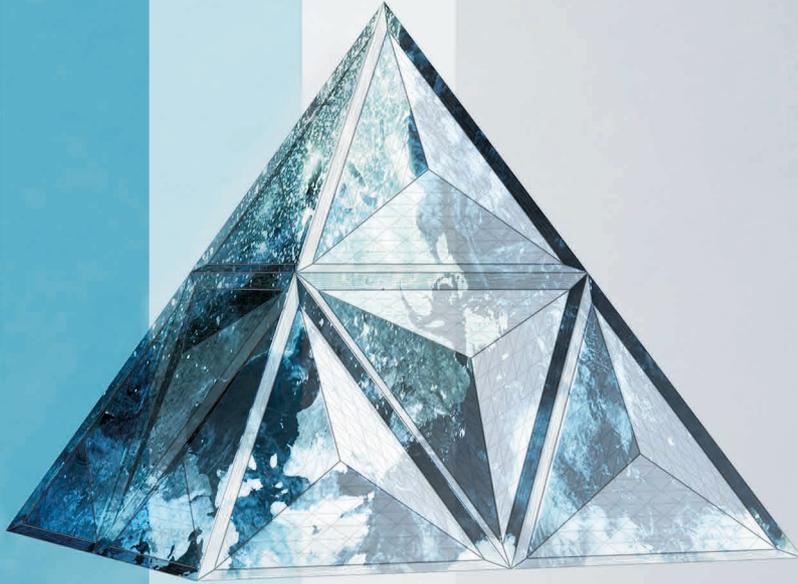


Janus Henderson  
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKET GPS  
**PERSPECTIVES 2020 DU  
MARCHÉ OBLIGATAIRE**

Réservé aux investisseurs professionnels



# RESTER OPTIMISTE MALGRÉ LES FACTEURS NÉGATIFS



Les taux négatifs et la faiblesse des données économiques dépeignent un contexte défavorable mais, selon Jim Cielinski, Responsable mondial de la gestion obligataire, il y a tout lieu d'être optimiste vis-à-vis des obligations car cette classe d'actifs peut composer avec des conditions économiques difficiles.

Selon nous, les perspectives obligataires pour 2020 dépendront de la capacité des politiques accommodantes des banques centrales à conserver leur efficacité et à éviter une récession mondiale. Nous pensons que les banques centrales y parviendront. Tant que ces dernières ne commettent pas d'erreur, les taux réels d'équilibre devraient rester bas et réduire les primes de risque nécessaires pour détenir des actifs risqués. Nous anticipons une extension du cycle de crédit, qui devrait assurer un soutien solide aux obligations d'entreprises et aux actions.

Compte tenu des valorisations élevées et de la faiblesse des spreads de crédit et des taux sans risque, il y a peu de place pour une baisse des taux qui compenserait un écartement des spreads dans plusieurs pays. Les prix des titres de crédit seront donc probablement sensibles à des chocs, ce qui n'est pas à écarter pendant une année d'élection présidentielle aux États-Unis, et la volatilité créera des opportunités pour les gérants actifs. Pour l'instant, les données économiques montrent de timides signes d'inflexion. Cette tendance mettrait en place des conditions économiques mondiales relativement atones en 2020, et les investisseurs devront probablement se contenter de performances modestes.

## Des plus hauts et des plus bas malvenus

Le 2<sup>ème</sup> semestre 2019 a été marqué par de nombreuses contradictions. Les actions américaines ont enregistré de nouveaux records à la faveur de la solidité du marché du travail, et ce malgré la contraction de nombreux indices de directeurs d'achats et le taux de croissance le plus faible de l'économie chinoise depuis 27 ans. De manière assez inquiétante, la courbe des taux américaine s'est inversée. Très suivi, l'écart de rendement entre les titres à 2 et 10 ans (le différentiel de rendement entre les bons du Trésor américain à 10 ans et à 2 ans) est notamment devenu négatif en août, ce qui augure historiquement une récession.

Cette tendance ne peut être ignorée et il serait plus que courageux de ne pas lui accorder d'importance. Elle a en tout cas

fait la preuve de la fragilité de l'économie mondiale. Son évolution explique aussi pourquoi la Réserve fédérale américaine (Fed) n'a pas hésité à intervenir rapidement en abaissant les taux afin d'annuler le durcissement (trop prononcé) de sa politique en 2018. Les banques centrales du monde entier ont emboîté le pas de la Fed : au 3<sup>ème</sup> trimestre 2019, 56 décisions de taux sur 62 ont été des baisses, alors qu'au 3<sup>ème</sup> trimestre 2018, 27 ajustements sur 31 étaient des hausses.

## L'écran de fumée des échanges commerciaux

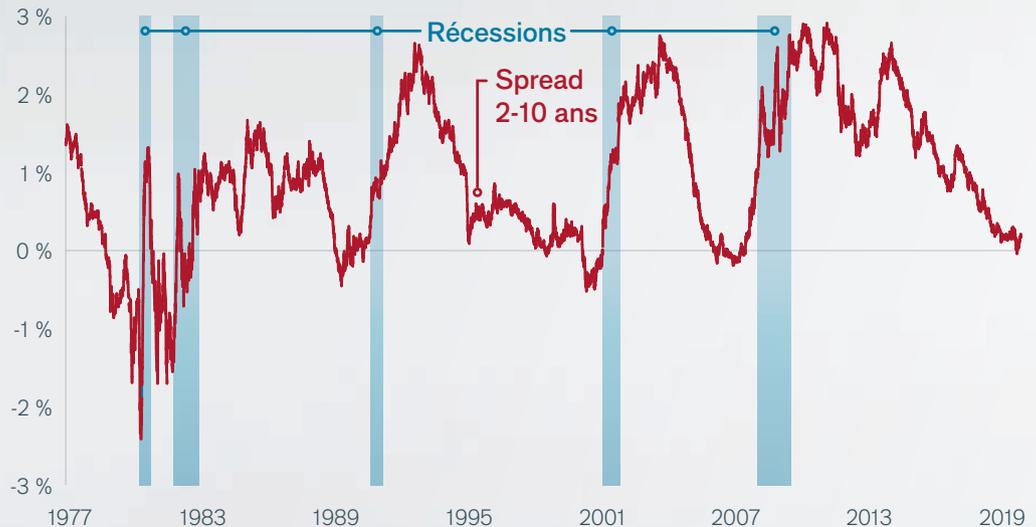
Selon nous, la dégradation de la conjoncture en 2019 est une réaction tardive aux mesures de durcissement prises précédemment par les deux premières économies mondiales, les États-Unis et la Chine. Les deux pays ayant clairement décidé d'assouplir leurs politiques, nous sommes en droit

d'anticiper un mouvement de reprise. La guerre commerciale, en accroissant les coûts et en reconfigurant les flux d'investissement, a exacerbé le ralentissement mondial mais n'en n'est pas la cause. Si l'équation commerciale est résolue mais que la croissance reste atone, il faut s'attendre à un écartement des spreads de crédit et à un rebond des emprunts d'État, puisque cela indiquerait que le ralentissement mondial est plus structurel que prévu.

Le calme généralisé sur les marchés pourrait être perturbé par une remontée potentielle du taux de chômage. La consommation a joué un rôle majeur de protection de l'économie américaine, alors que l'Allemagne souffre de l'accès de faiblesse de son secteur exportateur. Compte tenu de la sensibilité de l'Allemagne à la fragilité de l'économie mondiale, la Banque centrale européenne (BCE) va probablement conserver une politique très

### GRAPHIQUE 1 : BONS DU TRÉSOR À 10 ANS À MATURITÉ CONSTANTE MOINS BONS DU TRÉSOR À 2 ANS À MATURITÉ CONSTANTE

Un écart négatif entre les taux à 2 et 10 ans est souvent un signe annonciateur de récession. Depuis 1978, une récession s'est produite en moyenne 22 mois après l'inversion de la courbe.



Source : FRED Banque centrale de St Louis, 2 ans-10 ans et indicateurs de récession aux États-Unis reposant sur les données de la NBER, du pic au creux (USRECM), du 31 octobre 1977 au 31 octobre 2019.

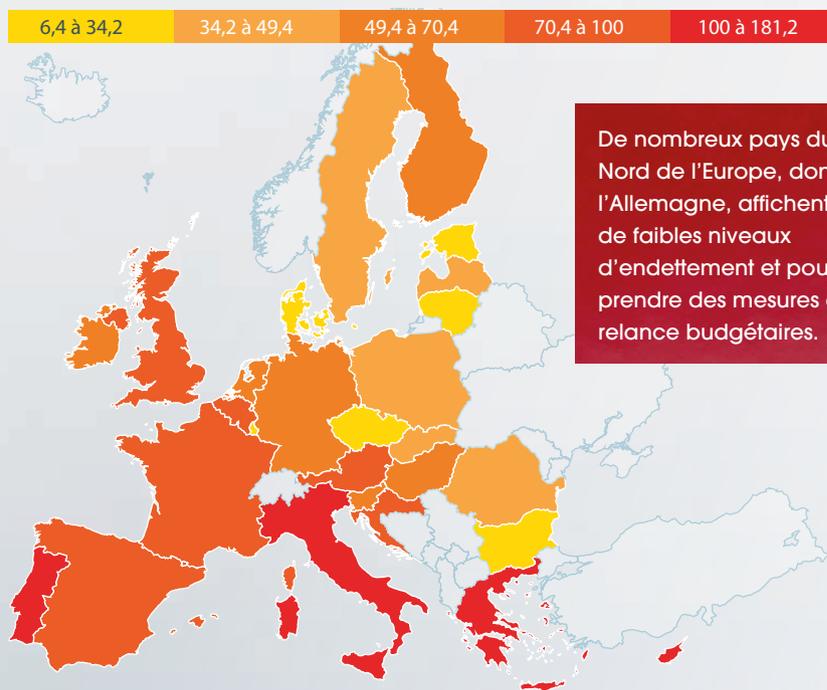
accommodante. En défendant bec et ongles les taux négatifs, Christine Lagarde, la nouvelle présidente de la BCE, montre qu'elle ne compte pas dévier de la politique de ces prédécesseurs. Cette stratégie devrait maintenir les rendements des titres souverains de la zone euro proches de zéro. Nous pensons également que Christine Lagarde réitérera ses appels en faveur de mesures budgétaires supplémentaires en complément de la politique monétaire de la BCE. Compte tenu de la faiblesse de l'endettement des pays du Nord de l'Europe et du malaise politique ambiant, il sera difficile pour les États de ne pas entendre ces appels du pied.

Par ailleurs, les politiques déployées par les autorités chinoises manquent d'efficacité. La faillite de plusieurs banques régionales s'est traduite par un durcissement des conditions de crédit et a réduit l'impact de l'assouplissement des politiques. La dette des marchés émergents, étroitement corrélée à la situation de la Chine, pourrait se révéler plus attractive si les mécanismes de transmission de la politique redevenaient efficaces.

La croissance des salaires semble avoir atteint un plafond et les taux à terme tendent à montrer que l'inflation restera modeste dans la plupart des pays développés. Le consensus semble avoir raison puisque les banquiers centraux ne parviennent toujours pas à atteindre leurs objectifs d'inflation. Nous pensons que la Fed baissera encore les taux à une ou deux reprises en 2020, ce qui ramènera le taux des fonds fédéraux à 1,25 % et ancrera encore davantage le taux d'intérêt réel (après inflation) en territoire négatif.

Les baisses de taux de la Fed pourraient entraîner une pentification de la courbe des taux, qui serait salubre pour les marges des banques. Pour les assureurs et les fonds de

## GRAPHIQUE 2 : ENDETTEMENT BRUT DES ÉTATS EN % DU PIB DANS L'UNION EUROPÉENNE



Source : Eurostat ; emprunts d'État en circulation en % du produit intérieur brut, aux prix courants de marché (code sdg\_17\_40). Chiffre annuel à fin 2018.

pension, pour lesquels le niveau nominal des rendements souverains est important, la quête de rendement va se poursuivre. Cela pourrait inciter les investisseurs à se positionner sur des titres de crédit de plus faible qualité et à durée plus longue, donnant ainsi lieu à une accumulation de risques au sein du système.

### Gestion active

Nous incitons à la prudence en matière de valorisation. La baisse des taux a permis aux investisseurs d'engranger des gains dès 2019. Les taux sans risque (négatifs dans de nombreux pays) étant

mesurés en points de base et non en pourcentage dans de nombreux pays développés, la probabilité de performances élevées est très modeste.

Il va devenir nécessaire d'adopter une approche d'investissement plus active. Cela impliquera d'identifier les marchés qui conservent des taux réels positifs et dont les taux directs devraient baisser. Nous ne prévoyons pas de récession mondiale en 2020, mais cela n'exclut pas des récessions dans certains secteurs, comme ce fut le cas de l'énergie en 2015, qui avait entraîné un écartement marqué des spreads de crédit du secteur.

### GRAPHIQUE 3 : SPREADS DE CRÉDIT MONDIAUX EN POINTS DE BASE SUR LES 10 DERNIÈRES ANNÉES

	INVESTMENT GRADE (G0BC)	HAUT RENDEMENT (HW00)
PLUS HAUT	267	897
MOYENNE	140	519
PLUS BAS	86	318
ACTUEL (11/11/19)	108	419

Source : Bloomberg, indice ICE BofAML Global Corporate (G0BC), indice ICE BofAML Global High Yield (HW00), spread to worst par rapport aux emprunts d'État, 1 point de base = un 100ème de 1 %, soit 0,01 %. Le spread to worst rapport aux emprunts d'État est la différence de rendement entre les obligations d'entreprises et des emprunts d'État équivalents, en tenant compte de certains aspects, comme les options d'achat, susceptibles de réduire le rendement. Données du 11 novembre 2009 au 11 novembre 2019.

« La faiblesse des rendements pourrait réduire les performances nominales, mais elle ne supprimera pas les opportunités, sauf pour ceux refusant de s'adapter à la nouvelle donne ».

JIM CIELINSKI  
RESPONSABLE MONDIAL DE LA  
GESTION OBLIGATAIRE

Nous craignons que le marché ne fasse guère la distinction entre les émetteurs investment grade notés BBB et les émetteurs spéculatifs notés BB en matière de coût du capital, ce qui n'incite guère les sociétés à conserver un profil de crédit de qualité. Les spreads de crédit étant proches de leurs plus bas sur l'ensemble du cycle dans les segments investment grade et à haut rendement, le niveau de protection des investisseurs en cas de choc serait très faible. Et comme la politique est à l'origine des derniers chocs, l'élection présidentielle aux États-Unis constitue un vrai obstacle.

### Retour aux fondamentaux

La dispersion des performances devrait rester l'une des principales tendances et il sera essentiel de savoir éviter les pertes, compte tenu des ruptures en cours dans certains domaines. Les défauts enregistrés en 2019, comme celui de l'agence de voyage Thomas Cook, ont été symptomatiques de l'impact des avancées technologiques et des nouveaux modes de consommation dans le monde entier. S'ils veulent prêter de l'argent aux entreprises qui existeront encore à l'avenir, les investisseurs devront savoir anticiper les changements à venir. Ils devront donc se montrer très attentifs non seulement aux indicateurs traditionnels mais également aux priorités des futurs investisseurs et consommateurs, en donnant notamment plus d'importance aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Bien que la faiblesse des rendements réels réduise le risque de défaut, les opérations de refinancement devraient se révéler moins avantageuses, en particulier en Europe. Les entreprises emprunteuses doivent davantage s'appuyer sur leurs flux de trésorerie que leur l'ingénierie

financière pour pérenniser leur dette. Aux États-Unis, le rendement des capitaux propres reste inférieur à leur coût, ce qui va encore encourager les rachats d'actions au détriment des dépenses d'investissement. Les investisseurs obligataires devront vérifier si le produit des émissions de titres est favorable à leur rémunération ou s'il dégrade les bilans.

### Pas de récidivistes

La quête de rendement va obliger les investisseurs à s'intéresser à tous les segments de l'univers obligataire, ce dont pourraient profiter les titres adossés à des actifs (ABS) et à des créances hypothécaires (MBS). C'est bien l'excès de dette immobilière qui a engendré la crise financière mondiale, mais il est rare qu'un secteur « récidive » aussi rapidement. Contrairement aux obligations d'entreprises, les crédits immobiliers américains n'ont pas atteint un niveau de dette aussi important au cours du cycle actuel.

L'économie mondiale est à un tournant. Les investisseurs ne doivent pas rester sur leurs positions et feraient mieux de garder un œil sur les principaux indicateurs. Les marchés du travail et les revenus constitueront d'importants indicateurs permettant de corroborer une récession, tandis que la géopolitique et les changements de sentiment vont probablement déstabiliser les marchés. Malgré la faiblesse des rendements, les obligations souveraines des marchés développés peuvent rester sources de diversification par rapport aux actions, même si certains segments plus sensibles au crédit - comme les obligations à haut rendement - souffriraient d'une correction boursière. La faiblesse des rendements pourrait réduire les performances nominales, mais elle ne supprimera pas les opportunités, sauf pour ceux refusant de s'adapter à la nouvelle donne.



## EN SAVOIR PLUS

LES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT « MARKET GPS » REGROUPENT DES ARTICLES DE NOS RESPONSABLES DES GESTIONS ACTIONS, OBLIGATIONS ET INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS AINSI QU'UN ARTICLE DE SYNTHÈSE.

---

Découvrez nos Perspectives d'investissement 2020 « Market GPS » sur [JanusHenderson.com](https://www.janus-henderson.com)

Chez Janus Henderson, nos équipes de gestion passent en revue régulièrement leurs idées d'investissement, mais ont toute latitude pour se forger leurs propres opinions sur les opportunités et les risques de marché. Nous proposons les commentaires des gérants de portefeuille dans la rubrique Analyses de marché du site web de Janus Henderson, dans le cadre de notre approche *Knowledge. Shared.*

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 ont pour but d'illustrer des thèmes plus larges, n'indiquent aucune intention de négociation et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment en raison de l'évolution des conditions de marché ou économiques. Ils n'ont pas pour but d'indiquer ou d'insinuer qu'une illustration ou un titre mentionné en exemple est ou a déjà été détenu dans un portefeuille. 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 comporte des risques, notamment la perte éventuelle du capital investi et la fluctuation de la valeur de l'investissement.

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. La distribution du présent document ou les informations qui y sont contenues peuvent être restreintes par la loi, et elles peuvent ne pas être utilisées dans toutes les juridictions, ou dans toutes les circonstances, dans lesquelles leur utilisation serait jugée 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 des produits et services d'investissement sont fournis par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (immatriculée sous le numéro 906355), Henderson Investment Funds Limited (immatriculée sous le numéro 2678531), AlphaGen Capital Limited (immatriculée sous le numéro 962757), Henderson Equity Partners Limited (immatriculée sous le numéro 2606646), (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (immatriculée sous le numéro B22848, sis au 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée 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.

Publié à (a) **Singapour** par Henderson Global Investors (Singapore) Limited, immatriculée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company, numéro d'enregistrement

199700782N, à utiliser uniquement avec les investisseurs institutionnels tels que définis dans la section 4A de loi Securities and Futures Act de Singapour. Cette annonce ou publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. (b) **Hong Kong** publié par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, autorisée et réglementée par la Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** (République de Chine) publié par Janus Henderson Investors Taiwan Limited, autorisée et réglementée par la Financial Supervisory Commission de la République de Chine. Exploitée de manière indépendante par Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Téléphone : (02) 8101-1001. Licence SICE validée n°023, publié en 2018 par la Commission de Supervision Financière, (d) **Corée du Sud** publié par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. En Corée du Sud, ce document est publié à l'usage exclusif du destinataire qui garantit par sa réception qu'il est un investisseur professionnel qualifié, (e) **Japon** publié par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par la Financial Services Agency et enregistré comme une société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement, d'intermédiaire et de gestion d'instruments financiers de type II, (f) **publié en Australie et en Nouvelle-Zélande** par Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) et (g) au **Moyen-Orient** par Janus Capital International Limited, réglementée par la Dubai Financial Services Authority en tant que Bureau de représentation. Aucune transaction ne sera réalisée au Moyen-Orient et toute demande doit être adressée à Janus Henderson.

**Pour les autres pays/régions de la zone Asie-Pacifique** : Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne doit pas être distribué à d'autres personnes ou redistribué. Le présent document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels (ou aux investisseurs professionnels, avertis ou qualifiés, selon le cas, dans les juridictions locales).

**Note à l'intention des lecteurs de Chine (RPC), d'Afrique et de Colombie** : Janus Henderson (a) n'a pas reçu de licence, n'est pas autorisé ou enregistré auprès de la China Securities Regulatory Commission pour les activités de gestion d'investissement ou de conseil en investissement ou autrement approuvé par les autorités réglementaires chinoises pour fournir des services de gestion d'investissement ou de conseil en investissement en République populaire de Chine (« RPC ») (qui, à ces fins, ne comprend ni les régions administratives spéciales de Hong Kong ou de Macao ni Taïwan). Janus Henderson Investors ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant au fait qu'elle est, et sera, en conformité avec les lois chinoises. Le présent document et les informations qu'il contient ne sont accessibles qu'à certains investisseurs institutionnels spécifiques en RPC, (b) non autorisés en Afrique du Sud pour la commercialisation et (c) non autorisés à commercialiser ses produits et/ou services en Colombie ou auprès de résidents colombiens, sauf si cette promotion et commercialisation est faite conformément aux règles et réglementations applicables.

**Destiné uniquement aux investisseurs professionnels et institutionnels. Ce document ne doit pas être reproduit ou distribué à des personnes autres que ses destinataires.**

**En dehors des États-Unis** : À l'usage exclusif des investisseurs institutionnels et avertis, des distributeurs qualifiés, des investisseurs et des clients wholesale, tels que définis par le territoire applicable. **Document non destiné à être communiqué ou distribué au grand public.**

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