

Volatilité des marchés et normalisation de la politique monétaire

1^{er} mai 2018

Par Bryan Petermann, Gérant de portefeuille



La récente correction a été le fait des taux, et non des fondamentaux

Au cours des dernières semaines, la volatilité a fait son retour sur les marchés actions et obligataires internationaux. Après avoir atteint un niveau record le 26 janvier, l'indice S&P 500 (dividendes réinvestis) a chuté de 7,85 %, tandis que les bons du Trésor américains à 10 ans ont baissé de 2,25 % (jusqu'au 24 avril). Si les tarifs douaniers et la menace de guerres commerciales ont certainement contribué à l'aversion au risque des investisseurs, nous pensons que ce récent repli des actions et des obligations américaines illustre principalement la réaction des marchés financiers à la perspective d'une normalisation des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine (« Fed »). La normalisation de la politique monétaire fait référence aux mesures prises par la Fed afin de relever les taux d'intérêt à court terme à des niveaux plus normaux et de réduire la proportion de titres qu'elle détient actuellement dans son bilan. Dans le même temps, nous pensons que le Trésor va devoir augmenter ses émissions compte tenu des récentes baisses d'impôt et que cela se traduira probablement par des taux plus élevés dans la mesure où le Trésor éprouve des difficultés à trouver des acheteurs qui se font de plus en plus rares. Deux éléments sont à noter : 1) nous avons observé une dispersion des performances entre les marchés au cours de cette période ; les actions américaines, les bons du Trésor américains à 10 ans et les obligations d'entreprises *investment grade* ont ainsi accusé les plus fortes baisses par rapport aux obligations *high yield* et aux *leveraged loans* ; et 2) nous sommes convaincus que la correction actuelle ne résulte pas d'une détérioration des fondamentaux du crédit ou d'une crise systémique. Comme nous pouvons nous y attendre dans un environnement dominé par des inquiétudes liées aux taux d'intérêt, les obligations *high yield* et les *loans*, avec leurs coupons élevés et leur profil de durée plus court, ont mieux préservé le capital que les actions américaines, les bons du Trésor américains à 10 ans et les obligations d'entreprises *investment grade*. En dépit de la surperformance de chacune de ces classes d'actifs (exception faite des *loans*), le *high yield* a été le témoin de plusieurs semaines de sorties de capitaux, une situation qui donne à penser que les investisseurs sanctionnent une classe d'actifs qui s'est révélée résistante à la hausse des taux et qui sert de puissante source de diversification au sein d'un portefeuille.

Une Fed sur la voie de la normalisation de ses taux avant le changement de cycle

Compte tenu d'un bilan de plus de 4 000 milliards de dollars et de la faiblesse de ses taux, la Fed a à sa disposition un arsenal monétaire limité à l'heure actuelle afin de lutter contre la prochaine récession. Dans la mesure où nous nous trouvons probablement aux derniers stades du cycle économique, il apparaît donc plus nécessaire pour la Fed d'agir, d'autant plus que les données économiques positives et les tensions inflationnistes grandissantes lui fournissent une justification chiffrée afin de normaliser les taux. Le « dot plots » (anticipation du niveau des taux de la Fed à la fin de l'année par les membres du FOMC) tend à indiquer que la Banque centrale américaine va continuer de relever ses taux tout au long de l'année en raison de la bonne orientation des données économiques.

L'augmentation des déficits américains va probablement exercer de nouvelles pressions haussières sur les taux du Trésor

Fin 2017, l'administration Trump a réussi à faire adopter ses baisses d'impôt, ce qui, selon le Bureau du budget du Congrès américain (*Congressional Budget Office*) non partisan, est susceptible de creuser le déficit au cours des années à venir. Compte tenu de la perspective d'une augmentation des déficits, les investisseurs s'attendent à ce que le Trésor doive accroître ses émissions de manière à combler l'écart de financement entre les recettes fiscales et les dépenses publiques. L'offre du Trésor est ainsi susceptible d'augmenter.



Bryan Petermann - Gérant de portefeuille

Bryan est gérant de portefeuille chez Muzinich et bénéficie de 28 ans d'expérience dans les obligations d'entreprises.

Avant d'intégrer Muzinich, Bryan a travaillé chez PineBridge Investments (anciennement AIG Investments) où il a occupé, pendant ses cinq dernières années de présence, le poste de Directeur exécutif en charge de la gestion *high yield*. Durant sa carrière, Bryan a travaillé au sein des divisions médias et câblo-opérateurs de Union Bank of California et de Banque Paribas, il a également participé au lancement de la division câblo-opérateurs et médias de Société Générale. Bryan Petermann est diplômé d'un B.A de l'Université de Californie à Los Angeles, où il a reçu la bourse d'excellence Phi Beta Kappa, ainsi que d'un M.B.A. de l'Université de Californie à Berkeley.

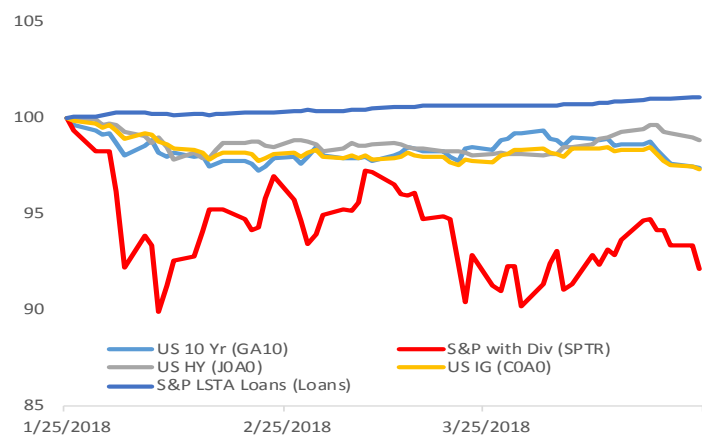
Dans le même temps, la demande en faveur de cette classe d'actifs est susceptible de diminuer dans la mesure où certains acheteurs ont anticipé de réduire leurs achats. Engagée sur la voie de la normalisation, la Fed est résolue à réduire la taille de son bilan en laissant les bons du Trésor arriver à échéance sans réinvestir le produit de la vente. Selon la Réserve fédérale, nous pouvons nous attendre à une réduction de 35 % de la taille de son bilan au cours des trois prochaines années. Ainsi, la Fed, le plus important acheteur de bons du Trésor, va désormais réduire ses achats à l'avenir. Nous pensons que les acheteurs étrangers sont également appelés à acheter moins de bons du Trésor dans le futur. Par exemple, les acheteurs dont les devises sont l'euro et le yen sont confrontés à des coûts de couverture importants qui rendent la détention de bons du Trésor moins avantageuse financièrement. Enfin - la Chine - le premier détenteur étranger de bons du Trésor américains demeure un acteur imprévisible. Il reste encore à voir jusqu'où l'administration Trump est prête à aller dans sa guerre commerciale avec cet important créancier des États-Unis.

La dispersion des performances n'a pas que des mauvais côtés

Une série de données économiques positives et des tensions inflationnistes grandissantes ont conduit à une correction des bons Trésor américains (le cours évolue à l'inverse du rendement), des obligations *investment grade* et des actions américaines, les investisseurs ayant craint de voir la Fed accélérer son processus de normalisation. Le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans s'établit désormais à 3 % (au 24 avril 2018), un niveau que l'on n'avait plus durablement observé depuis 2011.

Toutefois, au sein des obligations, les nouvelles n'ont pas été toutes mauvaises. Nous avons pu constater une dispersion des performances ; ainsi, grâce à leurs coupons plus élevés et leur profil de durée plus court, les obligations *high yield* et les *loans* ont été en mesure de mieux protéger le capital. Comme vous pouvez le voir dans le graphique 1, les *loans* s'inscrivent en hausse de plus de 1 % depuis le pic du marché du 26 janvier et les obligations *high yield* n'accusent qu'une modeste baisse, les revenus liés aux coupons ayant permis de neutraliser plus de la moitié de la baisse des cours au sein de la classe d'actifs. Malheureusement, les obligations de meilleure qualité ne disposent pas de coupons suffisants pour compenser la majeure partie de l'évolution des taux, tandis que les actions ont selon nous été réévaluées en raison de la hausse des taux d'actualisation.

Graphique 1 - Performances depuis le pic du marché - du 26 janvier au 24 avril 2018



Source : indices ICE BofA ML. Bon du Trésor américain à 10 ans - GA10 ; obligations *high yield* américaines - JOA0 ; obligations *investment grade* américaines - COA0. L'indice S&P 500 dividendes réinvestis est le SPXTR. Indice S&P LSTA Loan.

Des obligations *high yield* et des *loans* non corrélés aux bons du Trésor

Une opinion courante veut qu'en période de volatilité et de turbulence accrues, les corrélations au sein de la classe d'actifs convergent vers 1. En d'autres termes, les classes d'actifs qui ne sont pas corrélées par ailleurs semblent reculer dans une proportion globalement similaire durant les périodes de tensions sur les marchés. La seule exception à cette règle est généralement la progression des bons du Trésor qui (baisse des rendements) dans la mesure où les investisseurs se tournent vers les actifs refuges. Toutefois, un examen attentif des récentes données brosse un tableau différent. Depuis le 26 janvier, les seuls marchés qui sont réellement corrélés (une corrélation supérieure à 0,70) sont les obligations *investment grade* avec les bons du Trésor. Il est intéressant de noter que les actions ont une corrélation positive avec les bons du Trésor (0,32), tandis que les obligations *high yield* et les *loans* ont une corrélation négative avec les bons du Trésor, ce qui tend à indiquer que le *high yield* et les *loans* américains représentent une source intéressante de diversification au sein d'un portefeuille.

Tableau 2 - Corrélations du 26 janvier au 24 avril 2018

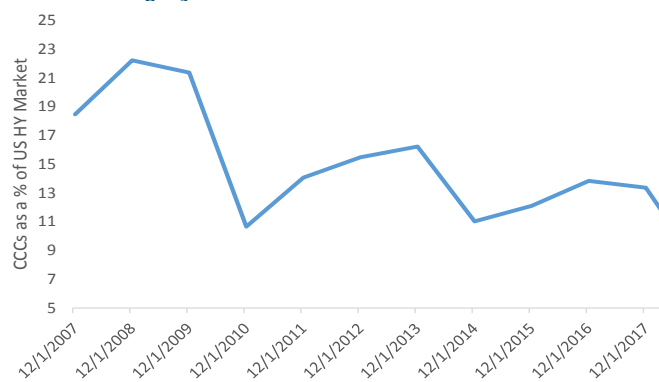
	US10 Yr	S&P 500	US HY	US IG	Loans
US 10 Yr	1.00	0.32	-0.03	0.92	-0.20
S&P 500		1.00	-0.20	0.25	-0.29
US HY			1.00	0.26	0.52
US IG				1.00	0.03
Loans					1.00

Les fondamentaux de crédit sont solides

Est-ce le début d'une récession ? « En aucun cas » selon nous. En effet, nous n'observons pas un retour à un endettement excessif et les données économiques demeurent généralement solides. Selon JP Morgan, l'endettement a diminué pour le sixième trimestre consécutif, tandis que les ratios de couverture des frais financiers (la capacité d'une entreprise à effectuer ses paiements d'intérêts contractuels) sont à leur plus haut niveau en deux ans.

Une autre mesure importante qui met en évidence l'amélioration de la qualité du *high yield* est le pourcentage d'obligations notées CCC au sein de l'ensemble du marché *high yield* américain. Au 31 janvier 2008, 18,5 % des émetteurs *high yield* étaient notés CCC. Au 25 avril 2018, ce même chiffre était de 11,5 %. La qualité de crédit est ainsi meilleure aujourd'hui (fin avril) qu'avant la récession en dépit d'une reprise déjà longue de neuf ans ; le marché *high yield* est en train de se discipliner.

Graphique 3 - Obligations notées CCC en pourcentage du marché *high yield* américain



Source : indices ICE BofA ML. Obligations *high yield* américaines - JOA0 ; obligations américaines notées CCC - JUC3.

La dispersion des performances - toute l'importance d'une gestion active

Dans la mesure où nous entrons dans les dernières phases du cycle économique et que la politique monétaire devient moins accommodante, nous nous attendons à une dispersion grandissante des performances au sein du *high yield* et des *loans*. Dans de telles périodes, une gestion active est extrêmement importante parce que les émetteurs vont se faire concurrence afin d'obtenir des capitaux et certains émetteurs vont éprouver des difficultés en raison de coupons plus élevés ou d'un accès limité aux marchés de capitaux. Un investisseur qui achète aveuglément le marché par l'intermédiaire d'un indice ou d'une approche macroéconomique pourrait s'exposer à des émetteurs en difficulté, tandis que des portefeuilles fondés sur la recherche crédit fondamentale et gérés activement, tels que ceux de Muzinich, pourraient éviter ce désastre.

Comme nous l'avons démontré, le *high yield* et les *loans* sont parvenus à mieux préserver le capital au cours du récent repli du marché. Dans l'environnement actuel, nous pensons que le *high yield* et les *loans* servent de puissante source de diversification au sein d'un portefeuille. Il est impossible de prévoir l'évolution des marchés. Compte tenu de la solidité des fondamentaux et des coupons, nous sommes convaincus qu'une allocation au *high yield* et aux *loans* est justifiée afin d'atténuer la volatilité du marché. De cette façon, les investisseurs seront rémunérés pour patienter jusqu'à ce qu'ils aient une meilleure visibilité sur les taux.

Informations importantes

Le présent document ne constitue pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de produits et il est fourni à titre d'information et de discussion uniquement. Ce document est fourni par Muzinich & Co., Inc. Et/ou ses sociétés affiliées (« Muzinich », ou le « Gestionnaire »). Muzinich & Co, Inc. est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission. Pour les particuliers européens, le présent document est publié par Muzinich & Co. Ltd, une société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni.

Les opinions exprimées dans le présent document ne sauraient être considérées comme des conseils en investissement. Les avis exprimés sont valables à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés sans aucune référence ou notification. Les avis et les opinions relatifs aux tendances des marchés financiers sont exprimés sur la base des conditions de marché applicables et constituent notre appréciation de ces conditions, qui peut potentiellement être erronée. La performance passée ne préjuge pas de la performance future. La valeur des investissements et du revenu tiré de ceux-ci peut varier à la hausse comme à la baisse et n'est pas garantie. Il n'est en aucun cas garanti que les investisseurs récupèrent l'intégralité du montant initialement investi.

L'intégralité de la recherche présentée dans le présent document a été obtenue par Muzinich et est susceptible d'avoir été modifiée par Muzinich pour répondre à ses propres besoins. Les résultats de cette recherche sont communiqués exclusivement à titre d'information et leur exactitude ne peut être garantie. Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich and Co. ou par une société affiliée à Muzinich and Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie. Les opinions et les observations, y compris prospectives, sur les tendances des marchés financiers qui sont basées sur les conditions de marché représentent nos points de vue à la date du présent document. Elles sont considérées comme étant exactes au moment de la rédaction du présent document, mais Muzinich ne saurait toutefois garantir leur exactitude et décline toute responsabilité en ce qui concerne toute erreur ou omission. Les énoncés prospectifs peuvent être compromis par des hypothèses inexactes ou par des risques et incertitudes connus ou inconnus. Les hypothèses qui sous-tendent les énoncés prospectifs contenus dans le présent document sont jugées raisonnables, mais l'une ou l'autre des hypothèses pourrait toutefois s'avérer inexacte et, par conséquent, rien ne garantit que les énoncés prospectifs inclus dans le présent document se révéleront exacts.

Aucune partie du présent document ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit ou mentionnée dans une autre publication sans l'autorisation écrite expresse de Muzinich.

Les définitions d'indices sont les suivantes :

COA0 - L'indice ICE BofA ML US Corporate reproduit la performance des obligations d'entreprises investment grade libellées en dollar, émises et échangées sur le marché domestique américain. Les titres éligibles doivent avoir une notation investment grade (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixes, et un montant en circulation d'au moins 250 millions de dollars.

GA10 - L'indice ICE BofA ML Current 10-year US Treasury est composé d'un seul titre correspondant au bon du Trésor américain à 10 ans le plus récemment émis.

JOA0 - L'indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield reproduit la performance des obligations d'entreprises non-investment grade libellées en dollar, qui versent actuellement des coupons, et qui sont émises et échangées sur le marché domestique américain. Les titres éligibles doivent avoir une notation non-investment grade (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixes, et un montant en circulation d'au moins 250 millions de dollars.

JUC3 - L'indice ICE BofAML CCC and Lower US High Yield Constrained contient tous les titres de l'indice ICE BofAML US Cash Pay High Yield qui sont notés CCC1 et moins, sur la base d'une notation moyenne de Moody's, S&P et Fitch. L'indice plafonne l'exposition à chaque émetteur à 2 %. Les constituants de l'indice sont pondérés par la capitalisation, en fonction de leur encours actuel, à condition que l'allocation totale à un émetteur individuel n'excède pas 2 %. Les émetteurs qui excèdent la limite sont réduits à 2 % et la valeur nominale de chacune de leurs obligations est ajustée au prorata. De même, la valeur nominale des obligations de tous les autres émetteurs qui baisse sous le plafond de 2 % est augmentée au prorata. S'il y a moins de 50 émetteurs dans l'indice, chacun est équipondéré et la valeur nominale de leurs obligations respectives est augmentée ou diminuée au prorata.

S&P 500 - L'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500) est composé de 500 actions. Il est considéré comme un indicateur avancé du marché des actions américaines et le reflet de la performance de l'univers des grandes capitalisations. Il est composé d'entreprises sélectionnées par des économistes.

Indice S&P/LSTA Leveraged Loan - L'indice S&P/LSTA Leveraged Loan est un indice pondéré en fonction de la valeur de marché qui est destiné à mesurer la performance du marché des *Leveraged Loans* américain sur la base des pondérations de marché, des spreads et des paiements d'intérêts.

Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice, lequel ne tient également pas compte des commissions ou des coûts de négociation. La volatilité des indices peut différer sensiblement de la volatilité de la performance d'un investissement. Les tendances de marché historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur des marchés.

www.muzinich.com

www.muzinichprivatedebt.com

info@muzinich.com

New York

London

Frankfurt

Madrid

Manchester

Milan

Paris

Singapore

Zurich