



## Marché Obligataire



### David Roberts Responsable de l'équipe Global Fixed Income de Liontrust

David Roberts a rejoint Liontrust en janvier 2018 pour créer l'équipe obligataire mondiale de Liontrust avec Phil Milburn et Donald Phillips. Il travaillait précédemment chez Kames Capital. David dirige l'équipe et est co-gérant des stratégies Strategic Bond et Absolute Return Bond de Liontrust. Il a débuté sa carrière en 1988 et a également travaillé chez Britannia Investment Managers et au sein du département Obligataire de la Lloyds Bank.

#### **L'inflation mondiale est en totale contradiction avec les rendements, accumulant ainsi tous les ingrédients d'une répression financière accrue**

Après une nouvelle année de forte progression des marchés obligataires, que réserve une année 2020 marquée par des accords commerciaux clés et des élections américaines qui ont semé la division, et où les banques centrales sont souvent prises entre les deux ?

Avant de se tourner vers l'avenir, il convient toujours de regarder en arrière. Après douze mois marqués par l'incertitude macroéconomique, les données économiques se sont améliorées en décembre, avec de nombreux signes indiquant que la production industrielle s'est stabilisée.

De plus, les relations entre les États-Unis et la Chine se sont apaisées avec la signature d'un accord commercial préliminaire (« phase 1 ») prévue pour le 15 janvier. Les États-Unis se sont engagés à réduire certains des droits de douane et à annuler ceux devant être mis en œuvre le 15 décembre.

La Chine s'est quant à elle engagée à acheter davantage de produits agricoles américains et à renforcer les lois protégeant les entreprises étrangères.

Le président Trump a déclaré que

les discussions de la phase deux commencent sans attendre les élections de 2020, afin d'amener un élément positif dans sa campagne de réélection, notamment pour contrer la procédure de destitution confirmée en décembre.

Dans ce contexte, les rendements des obligations d'État ont augmenté et les spreads se sont contractés.

Cette légère hausse des rendements n'est qu'un bref épisode dans une année qui s'est avérée très bonne pour tous les actifs obligataires. En 2019, les rendements américains à 10 ans ont baissé de 120 pb pour atteindre un point bas de 1,45% en septembre pour terminer l'année à 1,90%. Les rendements des Bunds à 10 ans ont évolué en territoire négatif pendant la plus grande partie de 2019, atteignant un point bas de -0,70% avant de terminer à -0,20%.

Dans l'ensemble, le spread entre les marchés obligataires américain et allemand s'est resserré de 35pb. Les valorisations des obligations souveraines continuent d'être ridicules et nous conservons une approche à faible bêta du risque de duration. Le fait de savoir à quel risque de taux d'intérêt s'exposer s'est avéré tout aussi important que le montant du risque pris comme nous l'avons démontré.

Nous serions très surpris que vous soyez récompensé pour détenir aveuglément du bêta obligataire en 2020. Le message clef de la plupart des banques centrales des marchés développés est qu'elles ne procéderont pas à davantage d'assouplissement de leurs politiques. Nous continuons de penser que de nombreuses banques centrales ont exagéré cet assouplissement; nous avons dépassé le « taux d'inversion », à savoir le niveau à partir duquel l'assouplissement supplémentaire devient contre-productif.

En 2019, comme largement anticipé, la Fed a réduit les taux d'intérêt de 25pb pour les ramener dans une fourchette de 1,50 à 1,75% à la fin d'octobre. Il s'agissait de la troisième réduction de taux de ce type, la Fed qualifiant cet assouplissement de sa politique monétaire de « réductions d'assurance », le même qualificatif utilisé lors de baisses similaires (de 75pb) intervenues dans les années 1990.

Le quatrième trimestre a également vu la fin du règne de Mario Draghi. Il passe la main avec un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (QE) à la nouvelle présidente de la BCE, Christine Lagarde.

La politique monétaire de la zone euro a depuis longtemps dépassé le taux d'inversion. La croissance de la productivité reste morose, les faibles taux faussant les structures d'incitation des cadres et maintenant en vie les entreprises mort-vivantes. Pour être clair, Draghi n'est en aucun cas le seul coupable de cette addiction contre-productive au QE, mais il y a largement participé.

L'un des thèmes clés pour 2020 sera les efforts budgétaires mis en œuvre pour stimuler la croissance. Une croissance du déficit budgétaire est presque inévitable

au Royaume-Uni, au Japon et dans la majeure partie de la zone euro; même l'Allemagne devrait réduire son excédent. Aux États-Unis, l'assouplissement budgétaire s'était déjà produit avec un déficit d'environ 4,5% du PIB, niveau difficile à accroître bien qu'il s'agisse d'une année électorale.

Dans l'ensemble, nous sommes en ligne avec le consensus et pensons que la croissance économique mondiale sera plus forte cette année et que les tensions commerciales se dissiperont sans toutefois disparaître. Là où nous nous écartons du consensus, c'est sur le front de l'inflation.

De nombreux marchés du travail sont tendus et l'impact négatif provenant de l'effondrement de la croissance de la production industrielle s'estompe tandis que l'inflation des services reste remarquablement stable. L'inflation mondiale devrait être supérieure à 2% en 2020, ce qui n'est pas nécessairement inquiétant mais qui est en totale contradiction avec les rendements des dettes souveraines de qualité, accumulant ainsi tous les ingrédients d'une répression financière accrue.

À moins que vous ne fassiez des hypothèses très audacieuses sur l'appréciation du capital, les obligations d'État à 10 ans vous feront presque certainement perdre de l'argent tant en termes réels que nominaux au cours de la prochaine décennie dans la plupart des pays.

Par rapport à notre position neutre sur les taux de 4,5 ans, nous continuons à fonctionner avec un bêta beaucoup plus faible et cela ne devrait pas changer tant que les valorisations ne s'améliorent pas de manière significative. Alors que l'année 2019 touchait à sa fin, les rendements ont augmenté alors que les

volumes étaient faibles, nous en avons donc profité pour accroître tactiquement la duration à un peu plus de trois ans dans nos fonds Strategic Bond. Nous avons pris nos profits dès le deuxième jour ouvrable de janvier et sommes revenus à une duration de trois ans.

Au sein de l'exposition aux obligations souveraines, nous continuons de préférer stratégiquement le marché américain et croyons qu'une nouvelle compression des spreads par rapport à l'Europe est probable. Nous avons terminé 2018 et commencé 2019 en augmentant fortement le crédit bon marché, une mesure qui s'est rapidement justifiée par le resserrement considérable des spreads. Pendant la majeure partie de 2019, nous avons ensuite été positionnés de manière plus prudente une fois que les valorisations extrêmes s'étaient dissipées. Pour répéter notre mantra, lorsque les valorisations s'amélioreront, nous achèterons plus de crédit.

*Les performances passées ne sont pas une indication des performances futures. Le présent article ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement. N'oubliez pas que la valeur d'un investissement et le revenu qui en découle peuvent aussi bien baisser qu'augmenter et que vous risquez de ne pas récupérer le montant initialement investi. La valeur des investissements dans les Fonds peut varier en raison des évolutions des taux de change des devises. Si vous avez des doutes sur la pertinence d'un investissement, veuillez consulter un conseiller financier. Les fonds sont domiciliés en Irlande. Pour les parties intéressées, les Statuts, le Prospectus, le Document d'Information Clés pour les Investisseurs ainsi que les Rapports Annuels et, le cas échéant, les Rapports Semestriels peuvent être obtenus gratuitement auprès du Représentant et de l'Agent Payeur en Suisse: RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurich.*