

# La Lettre Fixed Income

**Active is:**  
Capitaliser sur notre savoir-faire mondial



**Franck Dixmier**  
Global CIO Fixed Income

**Si on peut apprécier et tirer parti de cette parenthèse enchantée, un degré certain de complaisance vis-à-vis des risques et des incertitudes sanitaires, économiques, politiques, nous incite à adopter une vigilance très particulière.**

## La parenthèse enchantée

Grace à la mise en œuvre de moyens considérables les Banques Centrales ont pu restaurer un fonctionnement normal des marchés et les conséquences en ont été immédiates en termes de confiance et d'appétit pour le risque : forte chute de la volatilité, réouverture des marchés du crédit -qui ont enregistré des records d'émissions- et, in fine, une performance impressionnante des actions et du crédit depuis les points bas de mars dernier. En outre, face à cette crise sanitaire et économique majeure, la détermination des Etats à soutenir leurs économies par des politiques budgétaires volontaires a permis la mise en œuvre d'un policy-mix plus équilibré ; c'est heureux, car la politique monétaire ne peut pas tout, et c'était absolument nécessaire pour maintenir les économies à flot. En Europe les tabous sont tombés ; les eurosceptiques en sont pour leurs frais et peuvent se frotter les yeux... car ce qui paraissait très improbable s'est pourtant réalisé : après l'abandon en urgence du Pacte de Stabilité et de Croissance en Zone Euro, l'Europe a surmonté ses divisions et démontré sa cohésion en temps de crise en faisant un pas historique vers la mutualisation de la dette dans le cadre du financement du Fonds de Relance.

Et maintenant ?

Verre à moitié plein / à moitié vide...risk on/ risk off... les investisseurs, pris entre deux feux, s'interrogent, avec à la clé des constructions de portefeuille potentiellement très différentes pour faire face à des évolutions diamétralement opposées des classes d'actif. Rien de nouveau ici, mais en filigrane une légitime interrogation sur la pérennité du

rebond des actifs risqués : performance justifiée ou aveuglement ?

L'omniprésence des Banques Centrales dans les marchés, renforcée par une forward guidance très claire sur leur capacité à faire encore plus si nécessaire, ont écrasé la volatilité et les rendements. Initialement destinés à positionner les Banques Centrales en acheteur en dernier ressort afin de réparer en urgence les marchés, les plans d'achat d'actifs ont de plus en plus pour mission implicite de maintenir des conditions de refinancement extrêmement favorables, dans un contexte d'explosion de l'endettement public et privé. En conséquence, le volume d'obligations à taux négatif a pratiquement été multiplié par deux entre mars (7.7 trillions USD) et mi-juillet (14 trillions USD). En parallèle, la débauche de moyens du côté des Etats ne fait qu'ajouter à ce sentiment que finalement rien de grave ne peut arriver... tels des funambules, les investisseurs se voient parés d'un double filet de sécurité.

Cet environnement technique très particulier, qui s'apparente de plus en plus à une mise sous tutelle des courbes de taux et des marchés en général, va sans doute nous accompagner quelques années tant cette crise laissera des cicatrices profondes dans les économies.

Si on peut apprécier et tirer parti de cette parenthèse enchantée, un degré certain de complaisance vis-à-vis des risques et des incertitudes sanitaires, économiques, politiques, nous incite à adopter une vigilance très particulière. Il semble sage dans ces conditions d'accorder une priorité absolue à la qualité dans nos portefeuilles de taux.

## L'avis des experts d'AllianzGI

### Europe et États-Unis

Notre analyse de la situation mondiale reste inchangée. Notre scénario de base table sur une forte récession de l'économie mondiale à -3,6% en 2020, suivie d'un vif rebond à 5,6% en 2021. Dans la plupart des pays développés et en Chine, les indicateurs avancés, tels que le PMI composite, le PMI des services et le PMI manufacturier, continuent de se redresser, tant au niveau mondial que national (certains de ces indicateurs dépassent 50, le seuil d'expansion), ce qui confirme que le creux du cycle est passé. Cependant, les indicateurs relatifs à la consommation, aux services et au chômage, bien qu'ils s'améliorent, restent profondément ancrés en territoire négatif, et le resteront probablement encore dans les semaines à venir.

L'économie de la zone euro s'est contractée de 3,6% au premier trimestre, sa plus forte baisse depuis que des données y relatives sont compilées, soit depuis 1995. Comme le confinement n'a commencé qu'en mars dans de nombreux pays, les données d'avril ont été encore pires. Celles de mai et juin ont en revanche traduit une amélioration. L'estimation provisoire de l'indice composite IHS

Markit des directeurs d'achat a atteint 47,5 en juin, loin devant le plancher de 13,6 du mois d'avril. Les données concernant la France, deuxième économie de la zone euro, continuent de signaler une expansion. La Banque centrale européenne a continué de fournir des liquidités et accru son programme d'achats obligataires de 600 milliards EUR pour le porter à 1 350 milliards EUR, tout en le prolongeant au moins jusqu'en juin 2021.

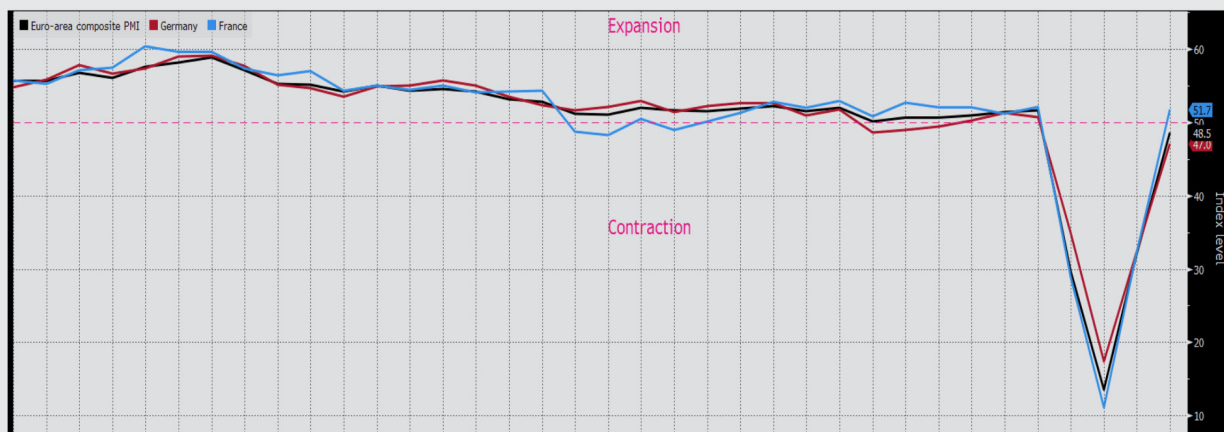
Bien que les États-Unis n'aient instauré des mesures de confinement qu'en mars, l'économie américaine s'est contractée de 5,0% en termes annualisés au premier trimestre, son premier repli trimestriel depuis 2014, et le plus marqué depuis plus d'une décennie. Comme les entreprises ont été contraintes de fermer, le chômage a bondi. Hors secteur agricole, près de 20,7 millions de postes ont été détruits en avril, et le taux de chômage a atteint 14,7%, son plus haut niveau depuis la Seconde Guerre mondiale. Des chiffres de l'emploi meilleurs que prévu en mai ont laissé espérer un rebond en V. Toutefois, bien que les résultats des enquêtes d'activité dans les secteurs manufacturier et des services se soient améliorés en mai et juin, ils

sont restés inférieurs au seuil marquant la limite entre expansion et contraction.

**Nous continuons de tabler sur un rebond asymétrique en forme de W ou de racine carrée inversée plutôt qu'en forme de V,** car nous pensons

que l'effet négatif du chômage durera plus longtemps que prévu, tandis que la hausse des taux d'épargne pourrait également entraîner une baisse de la consommation. Si les banques centrales ont continué de soutenir les marchés financiers au travers de leurs programmes d'achats, elles vont désormais adopter une attitude attendiste. Le niveau actuel de la liquidité disponible sur les marchés, du marché monétaire et des spreads de crédit confirme que les instruments mis en place par les banques centrales ont permis d'éviter une crise de liquidité. D'énormes mesures de relance budgétaire, d'un volume de 8 300 milliards USD (10% du PIB mondial), ont également été déployées à l'échelle du globe, soit directement, soit indirectement sous la forme de prêts, d'injections de capitaux propres ou de garanties, ce qui s'est traduit par un gonflement des déficits budgétaires à mesure que les gouvernements venaient en

### PMI de la zone euro, de l'Allemagne et de la France – Des signes d'amélioration



Source : Bloomberg, juin 2020



aide à la fois aux entreprises et aux ménages. Cependant, l'impact réel de ce soutien budgétaire indirect se mesurera par l'ampleur et la rapidité du rebond à l'issue de la période de confinement, et d'une possible deuxième vague d'épidémie.

## Japon

Après s'être contractée de 7,3% au cours des trois derniers mois de 2019, l'économie japonaise est entrée en récession au premier trimestre 2020, avec une nouvelle contraction de 2,2%. La Banque du Japon a relevé son programme de prêts de 75 000 milliards à 110 000 milliards de yens, en indiquant par ailleurs qu'elle laisserait ses taux d'intérêt inchangés dans les prochains mois. Dans le cadre de ce programme, elle octroie des prêts à taux zéro aux banques qui s'engagent à prêter davantage aux entreprises.

Le Premier ministre Shinzo Abe a annoncé un plan de relance massif de 108 000 milliards de yens – soit près de 20% de la richesse économique du pays – destiné à amortir l'impact de la crise du coronavirus. En mai, ce plan a été complété par une deuxième série de mesures pour 2020, qui ont porté le budget total alloué au soutien de l'économie à près de 40% du PIB annuel.

Malgré tous les efforts déployés par la Banque du Japon, l'inflation reste très faible à +0,8% pour l'inflation apparente et à +0,5% pour l'inflation sous-jacente. La banque centrale va conserver une politique monétaire très expansionniste et maintenir le rendement souverain à 10 ans proche de 0%, ce que les opérateurs ont déjà toutefois anticipé.

## Marchés émergents

Les importantes mesures d'assouplissement monétaire mises en œuvre par les gouvernements et les banques centrales des pays développés face à l'épidémie de Covid ont favorisé un vif rebond de

l'ensemble des actifs émergents au deuxième trimestre. La dette émergente en devises étrangères s'est adjugé la meilleure performance avec une hausse de 12,3% (à l'aune de l'indice JPM EMBI Global Diversified), suivie par la dette corporate (+11,2%, indice JPM EM Corporate) et la dette en devises locales (+9,8%, indice JPM GBI EM).

Le marché primaire a connu un regain d'activité au deuxième trimestre, principalement sur le segment de la dette souveraine investment grade (Arabie saoudite, Hongrie, Pologne, Corée, Uruguay, etc.), suivie par les crédits de moindre qualité (Égypte, Jordanie, Biélorussie, etc.). Les nouvelles émissions depuis le début de l'année atteignent un volume impressionnant de 146 milliards USD pour la dette souveraine (la région MOAN se taillant la part du lion avec 56 milliards USD) et de 272 milliards USD pour la dette privée émergente (l'Asie arrivant en tête avec 170 milliards USD).

Le FMI a récemment publié ses Perspectives économiques mondiales, dans lesquelles il a souligné les conséquences négatives potentielles de l'épidémie de Covid sur la croissance des pays émergents. Dans l'ensemble, les économies émergentes devraient se contracter de 3% en 2020, avec un ralentissement de plus de 9% en Amérique latine, affectant principalement le Brésil (-9%) et le Mexique (-10,5%). L'Asie serait la moins touchée (-0,8%), grâce principalement à la Chine, qui devrait être la plus prompte à se redresser, dans la mesure où elle a été le premier pays à maîtriser l'épidémie et à lever ses mesures de confinement.

Au cours du trimestre, le G20 a annoncé la suspension des remboursements de la dette des pays émergents les plus pauvres, mesure dans le cadre de laquelle les bailleurs ont accepté de différer les échéances courant jusqu'à la fin de l'année 2020 au titre du principal et des intérêts de

la dette bilatérale. Le G20 a également invité les créanciers privés à faire de même sur une base volontaire, mais cet appel n'a reçu qu'un faible écho. Nous pensons que pour un petit nombre de pays, les futures aides du FMI seront assorties d'une annulation obligatoire des créances privées, dans les cas limités où la dette est jugée insoutenable.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance, la hausse des dépenses budgétaires a permis de protéger les économies, ce qui s'est traduit par une hausse des ratios dette/PIB, face à laquelle les agences de notation ont rapidement abaissé les notes des pays concernés. Le Mexique et l'Afrique du Sud, deux des principaux émergents, ont ainsi été rétrogradés dans la catégorie spéculative par au moins une des principales agences de notation au deuxième trimestre. La rétrogradation du Mexique a été lourde de conséquences dans la mesure où PEMEX, la compagnie pétrolière nationale, a perdu son statut investment grade. PEMEX est désormais l'un des principaux émetteurs du marché du haut rendement.

## Devises

Les devises sensibles au risque, telles que le dollar néozélandais et le dollar australien, ont rebondi au deuxième trimestre, surperformant les devises refuge, comme le yen (JPY), le dollar américain (USD) et le franc suisse (CHF). L'appétit et l'aversion pour le risque restent les principaux facteurs de l'évolution des devises, et ce n'est pas près de changer selon nous. Partant, nous conservons un positionnement neutre dans le cadre de notre exposition active aux devises, axée sur les fondamentaux.

Les principaux facteurs cycliques influant sur le rendement des devises sont les différentiels de taux et les prévisions concernant les taux d'intérêt, ainsi que la croissance relative des différents pays. Par suite de la convergence sans précédent



des taux directeurs et des prévisions concernant les taux d'intérêt dans les pays du G10, consécutive aux mesures mises en œuvre de manière synchrone à l'échelle mondiale pour faire face à l'épidémie de Covid-19, deux des principaux facteurs conditionnant le rendement des devises ont été privés d'effet. Lorsque l'attention des investisseurs se détournera des risques liés au Covid-19, l'évolution des devises sera selon nous principalement dictée par les problèmes structurels, relatifs notamment aux valorisations et aux déséquilibres budgétaires et des balances courantes. Les devises scandinaves, telles que la couronne norvégienne (NOK) et la couronne suédoise (SEK), restent pour la plupart sous-évaluées et pourraient surperformer à moyen ou long terme, compte tenu de la bonne situation budgétaire de ces pays et de leur balance courante solide. **L'euro et même la livre sterling présentent également un certain attrait structurel, tandis que le dollar US est surévalué** et pourrait sous-performer dans les prochains mois, en raison des énormes déséquilibres structurels de l'économie américaine.

## Crédit

Les titres des secteurs de l'industrie et des services aux collectivités, qui avaient enregistré les plus fortes baisses au premier trimestre, ont surperformé les valeurs financières au deuxième, du fait de leur duration

plus longue et de leur nature plus cyclique. Ils restent cependant en retrait depuis le début de l'année. La surperformance du secteur financier depuis le début 2020 reflète l'efficacité des mesures prises au cours des dix dernières années pour permettre aux banques de mieux résister aux crises telles que celle que nous traversons actuellement.

À mesure que les marchés ont rebondi, les rétrogradations d'entreprises notées investment grade dans la catégorie spéculative ont ralenti. Les déclassements opérés jusqu'ici en 2020 totalisent près de 250 milliards USD. Ils pourraient selon nous atteindre 500 milliards USD dans la mesure où la pression sur les bénéfiques reste forte, tandis que les niveaux d'endettement, déjà élevés, ont considérablement augmenté.

Au premier semestre 2020, le volume des émissions investment grade a atteint près de 1 200 milliards USD, soit un niveau supérieur à celui auquel on pourrait normalement s'attendre au cours d'une année (animée), et le double du volume enregistré au premier semestre 2019. De la même manière, les émissions en Europe s'inscrivent en hausse d'environ 30% en glissement annuel, à plus de 400 milliards EUR. L'accroissement de l'offre s'est accompagné d'une augmentation de la demande, de la part des investisseurs aussi bien institutionnels que privés. Les prévisions tablent sur

une baisse de plus de 50% des émissions au second semestre, ce qui serait bénéfique à la classe d'actifs.

Nous sommes globalement optimistes à l'égard du crédit compte tenu du rebond progressif de l'économie mondiale, du redressement des bilans et du soutien toujours actif des banques centrales. Cependant, il est important de réaliser que si les banques centrales peuvent contribuer à résoudre les problèmes de liquidité, elles ne peuvent pas influencer sur la solvabilité. Partant, nous continuons de tabler sur un grand nombre de rétrogradations et de défaillances face au retrait progressif des mesures de soutien et à la baisse de productivité enregistrée dans ce contexte de sortie de crise. Dans le même temps, certains facteurs semblent ne pas être correctement pris en compte, le risque de crédit étant notamment surévalué, ce qui peut permettre aux gérants actifs d'enregistrer de l'alpha.

Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. L'investissement dans des instruments dit « fixed income » peuvent exposer l'investisseur à divers risques liés à la solvabilité, aux taux d'intérêt, à la liquidité ainsi qu'à une flexibilité restreinte. L'environnement économique changeant, les conditions de marchés peuvent affecter ces risques et impacter la valeur de votre investissement. En période de hausse des taux d'intérêt nominaux, la valeur des instruments dits de « fixed income » (incluant les positions courtes) devraient diminuer. A l'inverse, durant les périodes de baisse des taux d'intérêt, la valeur de ces instruments devraient augmenter. Le risque de liquidité peut retarder les rachats et retraits. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Si la devise dans laquelle les performances passées sont présentées n'est pas la devise du pays dans lequel l'investisseur réside, l'investisseur doit savoir que, du fait des fluctuations de taux de change entre les devises, les performances présentées peuvent être inférieures ou supérieures une fois converties dans la devise locale de l'investisseur. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables, mais elles n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. L'exactitude ou l'exhaustivité de ces données/informations ne sont pas garanties et toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte découlant de leur utilisation est déclinée, sauf en cas de négligence grave ou de faute professionnelle délibérée. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en France, Allianz Global Investors GmbH, Succursale Française, [www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr), partiellement soumise à la réglementation de l'Autorité des Marchés Financiers ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation expresse d'Allianz Global Investors GmbH.