SPECIAL ÉLECTIONS US: Entretien avec Jeffrey Sherman, Responsable des Investissements à DoubleLine Capital LP, et Steven Friedman, Macroéconomiste senior à Mackay Shields LLC

Veuillez noter que la conférence téléphonique a eu lieu le 14 octobre 2020. Tous les commentaires et informations sur le marché se réfèrent à la période antérieure.

Points clés

- Une victoire de la « vague bleue » pour les démocrates pourrait aboutir à des politiques plus coordonnées. Si Trump gagne, il est peu probable que les Républicains contrôlent les deux chambres du Congrés, donc une poursuite de l'impasse actuelle est probable.
- Indépendamment du vainqueur des élections, il y aura plus de dépenses fiscales. La question à un billion de dollars est de savoir si cela créera de l'inflation et entraînera une hausse des taux d'intérêt.
- Il existe actuellement une coordination significative entre les autorités budgétaires et monétaires – ce qui signifie que le poids de la dette est moins supporté par le public.
- Si l'élection est d'un grand intérêt et nous en dira long sur la politique budgétaire dans les années à venir, c'est toujours un jeu risqué d'essayer de positionner les portefeuilles dans l'attente d'un certain résultat.

Que pensez-vous des politiques économiques actuelles du président Donal Trump et du challenger Joe Biden ?

Jeff: Bien que nous ayons vu un certain nombre de politiques fiscales discutées, ce dont nous avons vraiment besoin, c'est d'une coopération accrue au sein des deux chambres du Congrès. Il doit y avoir un accord entre les républicains et les démocrates, ce que nous avons vu autour des 2,2 milliards de dollars de dépenses fiscales avec la loi CARES en mars. Si nous voyons une «vague bleue», avec les démocrates dominant les trois chambres - la présidence, le Sénat et la Chambre - il pourrait y avoir un effort plus coordonné pour faire avancer la politique. Une victoire écrasante dans les deux sens est ce que le marché recherche, afin que nous n'ayons plus d'incertitude massive dans les mois à venir.

Steven: Je suis d'accord. Si Trump fait un retour et remporte les élections, il est peu probable que les républicains contrôlent les deux chambres du Congrès - nous pourrions donc voir une continuation de l'impasse actuelle que nous avons à DC. Par conséquent, je serais moins confiant d'avoir suffisamment de soutien budgétaire pour l'économie alors qu'elle tente de se remettre de la crise de Covid-19. Si Biden gagne et qu'il y a la «vague bleue», cela ouvrirait la porte à un soutien à court terme de l'économie. Biden a également en tête des plans budgétaires assez expansionnistes, qui pourraient stimuler l'économie à plus long terme.

Vous avez évoqué le balayage des démocrates, que l'on appelle la « vague bleue » - qu'est-ce que cela signifierait pour les investisseurs ?

Jeff: Une «vague bleue» entraînerait probablement une légère dégradation de la rentabilité des entreprises, simplement en raison de la hausse des impôts. Cependant, les deux parties dépensent. La notion que les démocrates sont le parti dépensier et que les républicains sont des conservateurs ultra-fiscaux a été renversée par la loi sur les réductions d'impôt et l'emploi il y a quelques années. Il y aura plus de dépenses, quel que soit le leadership.. La question à un billion de dollars est de savoir si cela créerait une forme d'inflation conduisant à une hausse des taux d'intérêt. Mais cela doit être vu, car nous sommes actuellement dans un choc déflationniste. En fin de compte, quel que soit le gagnant, nous allons voir un fardeau de la dette nettement plus élevé.

Steven: Encore une fois, je suis d'accord avec Jeff - les deux candidats dépensent. Nous avons vu des déficits plus élevés sous Trump, et nous verrons probablement des déficits plus élevés sous Biden. Biden a de grandes initiatives de

dépenses, qui ne seront pas compensées par des augmentations d'impôts, de sorte que les déficits devraient augmenter. Il a des idées décentes en matière d'infrastructure et d'éducation, qui peuvent stimuler la croissance au fil du temps. Trump est peut-être un partisan de la politique budgétaire expansionniste, mais s'il gagne et n'a pas le contrôle du Congrès, je vois des perspectives limitées pour une législation sur les dépenses importantes au cours des deux prochaines années. Il se concentrerait probablement sur des domaines comme l'immigration et la politique commerciale - où il jouit d'une certaine indépendance par rapport au Congrès.

En parlant d'infrastructure, sera-t-il l'un des principaux bénéficiaires des dépenses ?

Jeff: L'infrastructure fait parler de lui depuis les élections de 2016. Les deux parties ont largement participé aux discussions, mais nous n'avons jamais vu d'action de la part du président Trump - la plupart des dépenses étaient axées sur les réductions d'impôt sur les sociétés. Je pense que nous verrions plus de plans d'infrastructure publique sous les démocrates, mais il est trop tôt pour le dire.

Vous avez tous les deux évoqué des déficits croissants, cette montagne de dettes croissante devrait-elle inquiéter les investisseurs ?

Jeff: Nous voyons jusqu'où les limites peuvent être repoussées. La dette américaine a finalement dépassé 100% du PIB et les dépenses vont continuer, mais il doit y avoir une soupape de pression. En règle générale, cela provient de l'inflation ou de la monnaie. Si nous voulons entreprendre des dépenses, elles doivent être axées sur les personnes qui sont actuellement déplacées - par la création d'emplois, l'éducation ou la formation professionnelle. L'infrastructure semble évidente - car elle est à forte intensité capitalistique et utilisera une main-d'œuvre de qualité - et fournit généralement un fort multiplicateur monétaire.

Source: Flickr – The White House

Steven: La Réserve fédérale a essentiellement absorbé la dette nécessaire pour financer la loi CARES, et elle absorbera également ce qui est nécessaire pour un suivi de taille similaire. Nous sommes dans un environnement où il existe une coordination importante entre les autorités fiscales et monétaires - ce qui signifie que le fardeau de la dette est moins supporté par le public. Il reste à voir comment cela affecte les marchés, mais comme mentionné, les marchés des devises pourraient être la soupape de libération éventuelle, ainsi que des taux plus élevés.

Jeff: Steven l'a cloué là-bas. Le président Powell n'arrête pas de dire que c'est «fiscal, fiscal, fiscal». Il dit essentiellement: «Vous imprimez l'argent et je l'achèterai». La monétisation de la dette semble donc très probable.

Trump a été virulent à l'égard de la Fed ; une victoire de Biden changerait-elle la dynamique actuelle ?

Steven: Malgré les critiques de Trump sur la Fed, la Fed a fait un travail remarquable pour maintenir son indépendance. La coordination budgétaire et monétaire accrue, dont Jeff et moi avons parlé, était le choix de la Fed - et non le résultat de la pression de l'administration Trump. La Fed a agi de manière agressive en réponse à la crise, ce qui limiterait le nombre de critiques d'une administration Biden. En outre, le changement de cadre de la Fed pour encourager une inflation supérieure à 2%, en échange de meilleurs résultats sur le marché du travail, est la bonne chose à faire dans cet environnement. Il est également politiquement avisé, car c'est ce type de stratégie que les démocrates peuvent soutenir.

Enfin, avez-vous des conseils de positionnement de portefeuille par rapport à l'élection ?

Jeff: Vous ne devriez pas positionner votre portefeuille pour une direction électorale - étant donné la surprise du dernier résultat. Pour l'avenir, les défis pour le marché obligataire ne découlent pas de l'élection mais du montant des rendements offerts aujourd'hui. Certaines poches du marché n'offrent tout simplement pas beaucoup de valeur pour les niveaux de risque actuels. Si nous avons une offre d'obligations supérieure à ce que la Fed peut acheter, cela pourrait facilement

exercer une pression sur les taux d'intérêt - du point de vue de l'offre et de la demande. Deuxièmement, si vous constatez une faiblesse du dollar, cela pourrait décourager certains investissements aux États-Unis. Il y a beaucoup de scénarios que je peux peindre - indépendamment de l'élection - où les taux d'intérêt vont augmenter. Comme Steven l'a souligné, la Fed est prête à laisser l'inflation monter un peu plus vite que la normale. Le marché obligataire l'a remarqué et la courbe est raide. Par conséquent, vous voulez vous concentrer sur les domaines que la Fed n'affecte pas directement - donc pas les bons du Trésor ou les obligations d'entreprises de première qualité. Il existe des opportunités dans le secteur des financements à effet de levier, mais il faut être prudent. Il existe également des opportunités à venir sur le marché hypothécaire, en raison de l'abstention. Certains crédits dépréciés mèneront à terme à des opportunités au cours de l'année prochaine.

Steven: C'est vrai. Bien que les élections soient d'un grand intérêt et nous en apprendront beaucoup sur la politique budgétaire dans les années à venir, en fin de compte, nous continuons d'avoir une politique monétaire extrêmement favorable. À tout le moins, nous n'avons pas à nous soucier de la contraction budgétaire, et ce soutien à l'économie sera suffisant pour aller de l'avant. En ce qui concerne le virus, nous espérons que l'année prochaine, nous parlerons d'un vaccin efficace et largement distribué. Il s'agit donc d'un environnement dans lequel nous voyons l'expansion prendre racine, dans lequel vous devez réintroduire le risque dans les portefeuilles. À l'avis de Jeff, nous devons également faire la distinction entre les actifs que la Fed adopte essentiellement et ceux qu'elle a rendus orphelins. Les opportunités se situent dans les zones orphelines - telles que le haut rendement, les ABS subordonnés et la dette des marchés émergents.

Nordea Asset Management est le nom fonctionnel de l'activité de gestion d'actifs conduite par les entités juridiques Nordea Investment Funds S.A. et Nordea Investment Management AB («les Entités Juridiques») et leurs succursales, filiales et bureaux de représentation. Le présent document a vocation à informer le lecteur des capacités spécifiques de Nordea. **Ce document (ou toute opinion exprimée dans le présent document) ne constitue pas un conseil financier,** ni une recommandation d'investissement dans un quelconque produit financier, structure d'investissement ou instrument, en vue de la conclusion ou du dénouement d'une quelconque transaction ou de la participation dans une quelconque stratégie de trading. Ce document n'est ni une offre d'achat ou de vente, ni une sollicitation pour une offre d'achat ou de vente de titres ou instruments ou pour participer à une stratégie de négociation. Une telle offre relève exclusivement du Mémorandum d'offre de service ou de tout accord contractuel similaire. Par conséquent, les informations présentes seront entièrement remplacées par la version finale dudit Mémorandum d'offre de service ou accord contractuel. Toute décision d'investissement doit donc uniquement être fondée sur la documentation juridique dans sa version définitive, qui inclut entre autres, le cas échéant, le Mémorandum d'offre de service, l'accord contractuel, tout Prospectus pertinent et le plus récent Document d'informations clés pour l'investisseur (KIID) (le cas échéant) relatif à l'investissement. L'opportunité d'un investissement ou d'une stratégie dépendra de la situation et des objectifs d'un investisseur. Nordea Investment Management AB recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment des investissements et des stratégies spécifiques et les encourage à demander l'avis de conseillers financiers indépendants lorsqu' ils le jugent pertinent. Tous les produits, titres, instruments ou stratégies présentés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Le présent document contient des informations obtenues auprès de différentes sources et considérées comme correctes. Aucune garantie n'est cependant donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité et les investisseurs peuvent recourir à d'autres sources afin de prendre une décision d'investissement éclairée. Les investisseurs ou contreparties potentiels doivent consulter leurs conseillers fiscaux, juridiques, comptables et autres quant aux répercussions éventuelles des investissements qu'ils envisagent, y compris les risques et avantages en découlant. Les investisseurs ou contreparties potentiels doivent par ailleurs avoir une parfaite compréhension de l'investissement envisagé et fonder toute décision sur une évaluation indépendante du caractère approprié d'un tel investissement, sur la base de leurs propres objectifs. Les investissements dans des instruments dérivés et les transactions de change peuvent être soumis à des fluctuations importantes qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. **Les investissements dans les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La valeur de l'investissement peut fluctuer considérablement et ne peut être garantie. Les investissements dans des instruments de participations et de dette émis par les banques risquent d'être assujettis au mécanisme de bail-in, comme prévu par la Directive européenne 2014/59/UE (cela signifie que les instruments de participations et de dette pourraient être amortis, assurant des pertes adéquates aux créanciers non-garantis de l'établissement).** Nordea Asset Management a décidé de supporter le coût de la recherche, ces coûts étant couverts par la structure de frais existante (frais de gestion et d'administration). Publié et créé par les Entités Juridiques faisant partie de Nordea Asset Management. Les Entités Juridiques sont dûment agréées et supervisées par les autorités de surveillance financière en Suède et au Luxembourg respectivement. Les succursales, filiales et bureaux de représentation Entités Juridiques sont dûment agréées et réglementées par les autorités de surveillance financière de leurs pays d'établissement respectifs. Source (sauf mention contraire): Nordea Investment Fund S.A. Sauf indication contraire, toutes les opinions exprimées sont celles des Entités Juridiques faisant partie de Nordea Asset Management et de toutes les filiales, succursales et bureaux de représentation Entités Juridiques. Ce document ne peut être reproduit ou distribué sans autorisation préalable et ne doit pas être transmis aux investisseurs privés. Ce document contient des informations uniquement pour les investisseurs professionnels et les conseillers financiers et n'est pas destiné à une publication générale. Toute référence à des sociétés ou autres investissements mentionnés dans ce document ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente. Le niveau des charges et avantages fiscaux dépendra des circonstances de chaque individu et peut varier dans le futur. © Les Entités Juridiques faisant partie de Nordea Asset Management et toutes les succursales, filiales et / ou bureaux de représentation Entités Juridiques.