

Des opportunités persistent sur les marchés obligataires

Par Charles ZERAH, gérant du fonds Carmignac Global Bonds chez Carmignac

Les marchés se cherchaient un nouveau régime de fonctionnement quand ils prirent conscience que la seule intervention des Banques centrales atteignait les limites de son action, tant sur l'économie réelle, toujours atone, que sur le prix des actifs financiers. Le mouvement général vers des politiques budgétaires plus expansionnistes s'avère être la réponse qui va désormais les guider. Elle répond à la demande des populations, et convient aux contraintes grandissantes des Banques centrales.

L'élection américaine constitue une étape décisive de cette transition, dont les scrutins européens de 2017 constitueront les prochains jalons. Dans ce contexte, le cycle économique, caractérisé par une amélioration globale des prévisions de croissance et d'inflation, le passage d'un soutien monétaire à un soutien budgétaire, ainsi que les différents risques politiques posent un défi aux investisseurs désireux de dégager une performance tout en surmontant les risques des marchés obligataires.

Face à la menace d'une rapide remontée des taux d'intérêt, l'année 2017 appelle à une gestion obligataire «unconstrained» et opportuniste, qui laisse toute latitude pour affronter des marchés difficiles et pour saisir des opportunités à travers le monde. Depuis plusieurs mois déjà nous considérons que les marchés souverains américains et européens offraient peu d'opportunités d'investissement du fait de taux absolus bas face au risque d'accélération de l'inflation, au risque d'une normalisation monétaire inéluctablement périlleuse après un interventionnisme sans précédent des Banques centrales, et face à l'accentuation des risques politiques.

Ainsi, le redémarrage cyclique de l'économie américaine, mais aussi chinoise depuis le second trimestre 2016, a déclenché de vraies tensions sur les marchés de taux : les rendements des emprunts d'Etat américains à 10 ans sont passés depuis l'été 2016 de 1,35% à 2,39% fin février 2017. Ce redémarrage de l'activité économique commence à apparaître en Europe, se traduisant par une inflation en hausse, en partie grâce aux matières premières, un chômage en baisse et une amélioration du climat des affaires.

En outre, nous continuons de penser que les investisseurs sont trop conservateurs dans leurs anticipations d'inflation : la hausse des prix nous semble en effet plus diffuse et pérenne qu'un simple effet provisoire lié au rebond des prix du pétrole. Probablement parce que les esprits n'y sont pas encore préparés, l'accélération des signaux inflationnistes continue d'être largement ignorée, tant par les Banques centrales que par les marchés de taux.

En janvier pourtant, le rythme annuel de hausse des prix à la consommation aux États-Unis a encore accéléré, passant de 2,07% à 2,5%, en majeure partie à cause de la hausse du coût des transports. En zone euro, le taux d'inflation est passé en janvier de 1,1% à 1,8%. L'argument selon lequel la hausse récente de l'inflation ne serait que le produit d'un effet de base, par déflation transitoire, appelée à se retourner rapidement, ne nous convainc pas.

L'augmentation du coût de l'énergie et de l'alimentaire au contraire se diffuse logiquement avec retard à l'ensemble des prix. Aux États-Unis, le rythme d'inflation hors alimentation et énergie atteignait déjà 2,27% en janvier. Et l'effet d'une hausse tendancielle des salaires s'est encore peu fait sentir.

Si ce n'était pour la perception du risque politique en Europe, qui comprime les rendements des emprunts d'Etat refuges et maintient les Banques centrales en alerte, il nous semble que les taux à dix ans américains (2,39% à fin février) et allemands (0,21%) se seraient déjà bien plus tendus. Porter son regard au-delà du risque politique actuel en Europe suggère de doter les portefeuilles d'une sensibilité très prudente aux taux d'intérêt des principaux pays développés.

En dépit de ces pressions à la hausse sur les taux des principaux pays développés, des opportunités persistent sur les marchés obligataires internationaux.

En effet les pays émergents bénéficient d'une amélioration des fondamentaux économiques, d'une stabilisation de la situation macroéconomique chinoise, d'une stabilisation du dollar et du rebond du prix des matières premières. Toutefois, une sélection rigoureuse est indispensable dans un environnement toujours aussi volatil.

L'étude des risques et des opportunités propres à chaque pays est fondamentale pour identifier, au



sein de cet univers hétérogène, les titres les plus prometteurs. Nous sommes par ailleurs convaincus que les pays producteurs et exportateurs de matières premières devraient continuer d'offrir des primes de risque attractives face aux pays manufacturiers des marchés émergents.

Nous voyons en effet se dessiner une dichotomie marquée au sein de l'univers de la dette émergente, entre d'une part les pays importateurs de matières premières comme la Hongrie, dont l'inflation accélère fortement et dont les rendements obligataires sont encore très bas ; et d'autre part les pays exportateurs de matières premières, dont la dette offre des rendements élevés et dont l'inflation ralentit fortement. C'est typiquement le cas du Brésil où l'inflation vient de passer sous les 5,5% et où la Banque centrale peut désormais enclencher un cycle agressif de baisse des taux avec deux réductions de 75 points de base de son taux directeur depuis le début de l'année.

En ce qui concerne les emprunts privés, nous conservons nos convictions sur les émetteurs bancaires européens, ainsi que sur les obligations adossées à des prêts bancaires européens (CLOs).

Les titres subordonnés bancaires devraient bénéficier de la pentification des courbes de taux en Europe, ainsi que de la tendance à long terme de l'amélioration du ratio de capital CET1 des prin-

cipales banques européennes. En effet, la réduction des risques, de l'effet de levier au sein des bilans des banques et le durcissement de la réglementation concourent à réduire des primes de risque anormalement élevées. Le passage d'un sauvetage financé par les contribuables vers la mise à contribution des créanciers privés devrait, tout particulièrement, conduire à une meilleure différenciation du risque, et ainsi favoriser les établissements de qualité au sein du secteur bancaire européen.

En outre, la suppression par la BCE des primes de risque sur le marché des emprunts privés non financiers de première notation («Investment Grade») devrait amener les investisseurs à se rediriger vers le thème des obligations bancaires.

Enfin, s'agissant des CLO européens, les contraintes réglementaires associées, à tort, aux souvenirs de la crise nous permettent de bénéficier de niveaux de spreads très intéressants compte tenu de la quasi-absence de défauts historiques.

En conclusion, l'investisseur doit privilégier une approche «unconstrained» sur les marchés obligataires lui permettant de se préparer à une hausse des rendements au sein des principaux pays développés, tout en bénéficiant de convictions de long terme sur des classes d'actifs bien spécifiques.



**ALFI EUROPEAN
ASSET MANAGEMENT
CONFERENCE**

**Bringing Asset Managers and
Investors centre stage**

**European Convention Center, Luxembourg
21 & 22 March 2017**

#ALFIEAM17

www.alfi.lu