

# Des perspectives relatives en Europe, négatives en Chine et positives aux États-Unis

LE GÉRANT JIM LEAVISS

Récemment, à l'occasion d'une présentation devant des clients, Jim Leaviss, le gérant du fonds M&G Global Macro Bond Fund, a abordé les différents points suivants : les opportunités qu'il identifie actuellement sur les marchés obligataires internationaux, la faiblesse des perspectives inflationnistes aux États-Unis et en Europe, ainsi que sa prudence persistante à l'égard des marchés obligataires et des devises des pays émergents. Il a également fait le point sur le positionnement du fonds, et a expliqué les raisons pour lesquelles le risque de crédit avait été réduit et le dollar était toujours surpondéré.



Jim Leaviss

## Quelle est votre opinion actuelle sur les rendements des emprunts d'État ?

Il est intéressant de noter à quel point l'opinion générale à l'égard des perspectives des obligations au début de cette année était extrême. La quasi-totalité des grandes banques d'affaires recommandaient de surpondérer les actions par rapport aux obligations. De plus, les gérants de fonds obligataires avaient en général un positionnement en duration très court. Pour autant, les marchés obligataires signent néanmoins une performance positive depuis le début de l'année, rappelant ainsi au passage que les prévisions du consensus ne sont pas toujours exactes.

En juin 2013, le fonds présentait une duration extrêmement courte d'un peu plus de 1 an. Mais, après la correction qui a suivi, la duration a été portée à son niveau actuel de l'ordre de 4 ans. Je ne me montre ainsi plus aussi pessimiste qu'auparavant, même si cette duration est toujours inférieure au niveau considéré comme neutre pour le fonds. J'ai tout particulièrement accru le risque de taux d'intérêt du portefeuille en Europe dans la mesure où le spectre déflationniste dans la zone euro est devenu de plus en plus préoccupant. La croissance est plus vigoureuse aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais je m'attends à ce que la Réserve fédérale (Fed) et la Banque d'Angleterre continuent d'accorder à la reprise le bénéfice du doute et laissent inchangés leurs taux d'intérêt en 2014.

A plus long terme, le marché semble anticiper une hausse du rendement de l'emprunt d'État américain à 10 ans à près de 4 % d'ici 10 ans, un niveau équivalent aux prévisions moyennes des membres du Federal Open Market Committee. Cela tend à indiquer que la correction entamée l'été dernier touche à sa fin et que l'emprunt d'État est désormais plus proche de sa juste valeur. Dans ce contexte, j'ai cherché à accroître la duration lorsque le rendement de l'emprunt d'État a franchi les 3 % et j'ai cherché à la réduire quand il est repassé sous les 2,5 %.

## Quel pourrait être le catalyseur le plus susceptible de conduire la Fed à relever ses taux ?

Selon moi, il devrait prendre la forme de l'apparition de signaux préoccupants sur le front de l'inflation. Toutefois, à l'heure actuelle, la mesure des dépenses de consommation privée, également connue sous le nom de déflateur des dépenses de consommation hors alimentation et énergie (« Core PCE Deflator »), l'indicateur préféré de la Fed, s'établit toujours à près de 1 % et demeure inférieure à son niveau cible de 2 %. Dans cet environnement faiblement inflationniste, qui est en partie le résultat de la stagnation de la croissance des salaires, il est peu probable que la Fed donne suite à la baisse du chômage et au ralentissement de la croissance du PIB en relevant ses taux d'intérêt.

“Le spectre déflationniste dans la zone euro est devenu de plus en plus préoccupant.”

## Rendement suggéré par la courbe des taux de l'emprunt d'État américain à 10 ans à la fin de l'année 2023



Même si les chiffres de l'emploi se sont globalement améliorés, il convient de ne pas oublier que le taux de participation à la population active a baissé, ce qui soulève la question de la proportion des capacités inutilisées dans l'économie.

Il pourrait ainsi bien se passer encore du temps avant que nous n'observions des pressions haussières sur les salaires suffisamment importantes pour faire sentir leurs effets sur l'inflation. Par conséquent, même si je m'attends à ce que la Fed poursuive la réduction de son programme d'assouplissement quantitatif avant d'y mettre un terme à la fin de l'année, tout relèvement des taux d'intérêt ne devrait toutefois intervenir que bien après cette échéance.

### Pouvez-vous nous préciser vos perspectives macroéconomiques pour la zone euro ?

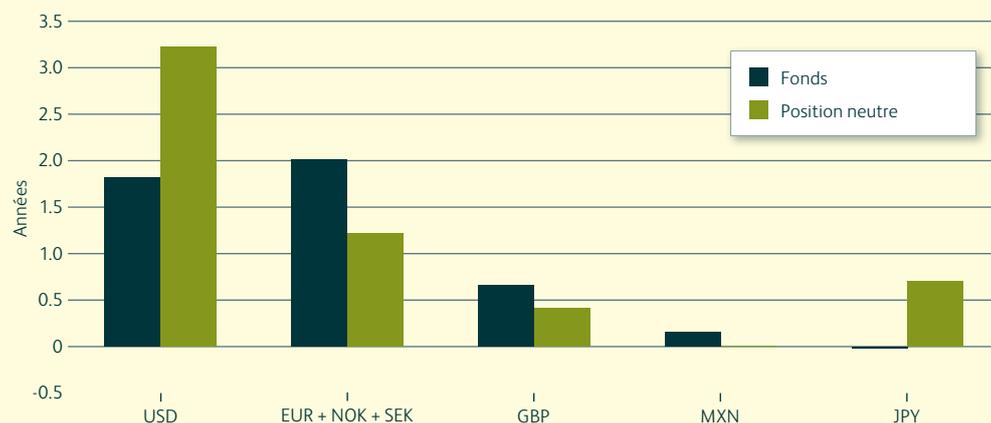
Le risque de déflation au sein de la région est aujourd'hui devenu un véritable sujet de préoccupation et le marché pourrait avoir commencé à intégrer cette possibilité dans les cours des obligations. Par exemple, le rendement de l'emprunt d'État irlandais à 5 ans est tombé en-deçà de celui des emprunts d'État américain et britannique de même échéance, sous l'effet des réformes économiques positives et des coupes budgétaires du pays. Mais, cette baisse est également révélatrice du spectre déflationniste, lequel pourrait bien supplanter la capacité de remboursement et le risque de défaut au rang de la principale source de préoccupation dans les pays périphériques de la région.

En ce qui concerne une réponse monétaire possible de la Banque centrale européenne (BCE), un programme d'assouplissement quantitatif à l'image de ceux aux États-Unis et au Japon apparaît peu probable. Le président de la BCE, Mario Draghi, a d'ailleurs confirmé lors du Forum économique mondial en janvier que des doutes avaient été émis concernant la légalité d'un tel programme au sein de l'UE. C'est pourquoi je m'attends plutôt de la part de la BCE à une autre baisse des taux d'intérêt ou à une nouvelle initiative visant à stimuler le crédit à l'image des précédentes opérations de refinancement à long terme (LTRO).

### De quelle façon ces opinions sont-elles illustrées dans le fonds ?

La sensibilité du fonds au risque de taux d'intérêt en Europe a récemment été accrue, essentiellement via l'augmentation de la pondération des emprunts d'État allemands dont j'ai estimé les valorisations plus attractives que celles des emprunts d'État américains. Suite à des réductions ciblées parmi ces derniers, la durée globale du portefeuille demeure inférieure d'un peu plus d'un an à son niveau neutre, et ce, même si la contribution à la durée des actifs européens est désormais supérieure au niveau neutre. A l'heure actuelle, les actifs libellés en euro comptent pour 1,4 an dans la durée du fonds, tandis que les autres principales contributions continuent d'être le fait des actifs libellés en dollar et en livre sterling à près de, respectivement, 1,8 et 0,7 an. Le modeste reliquat du risque de taux revient à des positions sur les emprunts d'État suédois, norvégiens et mexicains.

## Contribution par devise à la duration du fonds



Source: M&G, 28 février 2014.

### Qu'en est-il de l'exposition du fonds aux obligations d'entreprises ?

Si l'exposition globale au risque de crédit a été réduite, l'exposition nette aux obligations « investment grade » reste toutefois significative à 48 % du portefeuille, contrairement à l'exposition nette aux titres à haut rendement qui n'est que de 6 % environ. Certes les défauts sont peu nombreux et les spreads de crédit sont encore relativement loin de leurs plus bas niveaux historiques, mais l'abondance des flux de capitaux ayant pris la direction de certains segments du marché, notamment des obligations à haut rendement américaines, m'a quelque peu inquiété. Certains signes semblent également attester d'un mouvement de réendettement parmi les entreprises « investment grade » et d'une prise de risque accrue parmi les émetteurs à haut rendement, là aussi surtout aux États-Unis.

Toutefois, des opportunités subsistent néanmoins, à l'instar notamment de certaines obligations financières subordonnées européennes ; en la matière, notre exposition est concentrée sur les banques les plus solides et ce qu'il est convenu d'appeler les champions nationaux comme Santander en Espagne. Notre approche consiste à évaluer les opportunités dans ce segment au cas par cas, banque par banque et nous sommes tout à fait disposés à redescendre le long de la structure du capital. Nous avons tendance à privilégier un nombre restreint de banques dans chaque pays et nous n'achèterons des obligations émises que par des banques que nous apprécions.

### Que pensez-vous des obligations des marchés émergents après leur récente volatilité ?

Le fonds demeure sensiblement sous-exposé aux marchés obligataires et aux devises des pays émergents depuis un certain temps déjà en raison de mes inquiétudes liées au ralentissement économique de la Chine, à un possible inversement de tendance radical des flux de capitaux et à la détérioration des balances des opérations courantes de nombreux pays émergents. La Chine demeure extrêmement problématique comme en ont témoigné les toutes dernières statistiques publiées qui ont mis en évidence un ralentissement de la production industrielle. D'une manière générale, le fait est que le modèle de croissance axé sur l'investissement de la Chine se traduit désormais par une croissance moins soutenue. Et cette situation a des conséquences sur les autres économies émergentes dont les exportations sont fortement dépendantes de la Chine, à l'instar du Brésil. De plus, il y a eu deux défauts obligataires en Chine au cours des dernières semaines et ce genre d'événements ne fait que m'inciter à redoubler de prudence.

Le fonds reste investi sur les marchés obligataires émergents de manière extrêmement sélective et nous avons récemment initié de nouvelles positions vendeuses sur plusieurs devises : 1) le peso chilien et le baht thaïlandais qui sont tous les deux vulnérables au ralentissement économique en Chine, à quoi s'ajoutent pour le baht les risques politiques idiosyncratiques, ainsi que la faiblesse de l'inflation et de la

L'exposition globale au risque de crédit a été réduite, mais l'exposition nette aux obligations « investment grade » reste toutefois significative...

Le fait est que le modèle de croissance axé sur l'investissement de la Chine se traduit désormais par une croissance moins soutenue

Le fonds demeure surexposé au dollar américain par rapport à un niveau neutre

croissance en Thaïlande ; 2) le rouble russe avant l'aggravation de la crise ukrainienne ; et 3) la lire turque, estimant préoccupantes les turbulences politiques en Turquie et les vulnérabilités extérieures accrues du pays. Une modeste position sur le peso mexicain reste la seule exposition longue aux devises émergentes du fonds.

### **Continuez-vous de surpondérer le dollar américain ?**

Je me montre positif sur le dollar américain en raison de l'attrait de son niveau de valorisation après dix années de baisse, de l'amélioration de la balance des opérations courantes des États-Unis grâce en partie à la transition du pays vers une indépendance énergétique et de l'accélération de la reprise économique. La tendance au rapatriement de la production des entreprises outre-Atlantique est également favorable aux perspectives du billet vert. Le fonds demeure donc surexposé au dollar américain par rapport à un niveau neutre.

A l'inverse, j'estime que la livre sterling apparaît surévaluée après sa récente appréciation et compte tenu du déficit toujours important de la balance courante du Royaume-Uni. C'est pourquoi le fonds détient une modeste position vendeuse sur la livre sterling. Il est également positionné à la vente sur le yen japonais, une position qui s'est révélée favorable en 2013 suite à la forte baisse de la devise nipponne. Le yen a regagné une partie de son terrain perdu depuis le début de l'année, mais je m'attends à de nouveaux accès de faiblesse à moyen terme en raison de sa valorisation et de la poursuite des « Abenomics ». Comme nous avons déjà eu l'occasion de le mentionner, l'exposition du fonds à l'euro a été renforcée et est actuellement supérieure à un niveau neutre, sous l'effet principalement du léger allongement de sa durée via l'achat d'emprunts d'État allemands dont les valorisations sont, selon moi, plus intéressantes que celles des emprunts d'État américains.

