

M&G Optimal Income Fund

Entretien gérant

Octobre 2012

Le gérant – Richard Woolnough

Une récente série de réunions avec des clients a été l'occasion pour le gérant Richard Woolnough d'exprimer son point de vue sur l'avenir de l'euro, la « falaise budgétaire » (« *fiscal cliff* ») aux États-Unis et les perspectives inflationnistes au Royaume-Uni. Il a également expliqué la façon dont le positionnement du fonds M&G Optimal Income Fund témoignait de son opinion à l'égard des valorisations au sein de l'univers des obligations d'entreprises et de la liquidité du marché à l'heure actuelle.

Considérez-vous la détermination récemment affichée par la Banque centrale européenne (BCE) à acheter de la dette des pays en difficulté susceptible de « changer la donne » pour la zone euro ?

Selon moi, le problème avec l'euro est qu'il contraint les États membres à poursuivre des politiques économiques inappropriées. A l'heure actuelle, les pays dont les économies sont les plus fragilisées possèdent un taux de change trop fort, les taux d'intérêt les plus élevés et les politiques budgétaires les plus rigoureuses en raison des mesures d'austérité imposées au niveau international. Aucune des mesures ayant été adoptées l'an passé n'a abordé ces différents problèmes et c'est pourquoi les performances des différentes économies de la zone euro ont continué de diverger.

Les États-Unis sauront-ils faire face à la falaise budgétaire (« *fiscal cliff* ») ?

Je pense que les responsables politiques américains parviendront à s'accorder d'une façon ou d'une autre sur une solution à ce sujet. Le problème est que dès lors que les déficits ne cessent de se creuser, ils finissent à terme par se traduire par une mauvaise répartition des ressources et par de l'inflation. Un tour de vis budgétaire serait incontestablement douloureux à court terme – plus pour certains (surtout pour les ménages aux revenus les plus modestes) que pour d'autres. Mais, à long terme, il permettrait de renforcer la situation financière des États-Unis, ce qui serait une bonne chose pour les marchés obligataires.

Comment voyez-vous évoluer l'inflation ?

Je crois que l'inflation au Royaume-Uni va demeurer supérieure au niveau cible. Elle ne le dira pas mais, selon moi, la Banque d'Angleterre se soucie moins de la stabilité des prix que de soutenir le système financier. C'est d'ailleurs ce dont témoignent ces décisions de politique monétaire : les taux d'intérêt sont à leur plus bas niveau historique, et ce, depuis trois ans. A l'inverse, la Banque centrale européenne a pour sa part tenté de durcir sa politique monétaire à deux reprises depuis la crise financière, en dépit pourtant de taux d'inflation plus modérés.



Richard Woolnough est le gérant du fonds M&G Optimal Income Fund. Il a rejoint M&G en provenance de chez Old Mutual en janvier 2004.

C'est l'appétit pour le risque qui a le plus souvent dominé cette année ; le fonds a-t-il été positionné pour cela ?

J'ai renforcé le niveau de risque du portefeuille depuis le printemps dernier, tant est si bien que ce dernier a ainsi pu bénéficier du rebond au premier trimestre qui a fait suite aux opérations LTRO de la BCE. Nous avons pu prendre nos bénéfices à des niveaux attractifs après le rebond. Par contre, nous n'avons pas accru le niveau de risque en amont du récent rallye des banques. Mais, néanmoins, je suis satisfait de la façon dont le fonds a été positionné. En particulier, il a été judicieux d'acheter des instruments tels que des obligations convertibles et des titres adossés à des créances hypothécaires résidentiels lorsqu'ils étaient en difficulté.

Selon vous, les spreads de crédit en Europe présentent-ils encore un potentiel de contraction ?

En général, les spreads de crédit en Europe se sont sensiblement contractés. Mais, cette situation masque des différences au sein de l'univers. J'ai vendu certaines obligations d'entreprises européennes devenues trop chères ; toutefois, d'autres sont encore très peu onéreuses (mais, souvent pour de bonnes raisons) et d'autres demeurent très intéressantes. En dépit du récent rallye, les spreads de nombre de mes titres en portefeuille s'établissent toujours à des niveaux bien plus importants qu'en 2010 et je pense qu'ils disposent encore d'un potentiel de contraction. Cependant, en règle générale, les obligations d'entreprises libellées en livre sterling apparaissent mieux valorisées et c'est pourquoi je suis plus exposé à ce segment du marché.

Quelle est votre opinion sur les valorisations relatives entre les obligations des sociétés financières et non financières ?

Elles sont attrayantes. Mais, je reste prudent à l'égard des perspectives des établissements financiers et j'essaie de trouver de meilleures façons de tirer parti du thème des valorisations. Mes récents achats d'obligations d'entreprises de pays périphériques de la zone euro en sont un bon exemple. En août et en septembre, j'ai acheté des obligations libellées en livre sterling émises par Telefónica et assorties de rendements supérieurs de 500 pb à ceux des gilts. Le problème pour l'opérateur de télécommunications est que sa note de crédit est affectée par la note souveraine de l'État espagnol. Ainsi, si la dette souveraine espagnole devait se voir attribuer une note de crédit spéculative, celle de Telefónica pourrait bien subir le même sort. Les obligations de Telefónica ont lourdement chuté suite à l'aggravation de la crise en Espagne, mais nos analystes estiment qu'il s'agit d'une société solide et qu'elle conservera sa note de crédit « investment grade ». Aussi, le ratio risque-rendement est attractif.

Qu'est-ce qui vous conduirait à changer votre avis négatif sur les obligations des banques ?

J'examine les obligations des banques au cas par cas. Et j'investis néanmoins dans certaines banques, même s'il est vrai que je me montre globalement négatif sur le secteur. J'apprécie certaines banques, comme Lloyds et HSBC, et je pense que les banques américaines sont généralement plus attrayantes que les banques européennes dans la mesure où le système est en meilleure santé. Quant à modifier mon point de vue globalement négatif vis-à-vis du secteur, je pourrais être amené à le faire en cas de changement dans les valorisations relatives entre les sociétés financières et non financières, ainsi que dans les prévisions de nos analystes à l'égard des banques.

L'une des raisons pour lesquelles les entreprises jouissent de bilans aussi solides est qu'elles n'investissent pas. Pensez-vous que la tendance va s'inverser ?

Je crois plutôt que la question qu'il convient de se poser est la suivante : les sociétés ont-elles réellement besoin d'investir à l'heure actuelle ? L'investissement réel est lié à la demande. Ainsi, en l'absence de demande accrue d'immobilier d'entreprise, ou de points de vente, ou de logements, un cycle d'investissement n'est pas nécessaire.

Que pensez-vous des émissions d'obligations d'entreprises et de la liquidité du marché à l'heure actuelle ?

Les émissions d'obligations d'entreprises sont soutenues à l'heure actuelle, ce qui est une bonne chose dans la mesure où notre univers d'investissement s'en trouve élargi. Je pense que les nouvelles émissions devraient rester importantes sous l'effet du resserrement persistant du crédit bancaire. A court terme, c'est l'une des raisons pour lesquelles je conserve des liquidités dans le portefeuille de manière à pouvoir prendre part à des émissions intéressantes lorsqu'il s'en présente. Mais, je pense qu'il s'agit bel et bien d'une tendance durable. L'augmentation des émissions contribue à l'amélioration de la liquidité, un point à propos duquel nous recevons

« Les émissions d'obligations d'entreprises sont soutenues à l'heure actuelle, ce qui est une bonne chose dans la mesure où notre univers d'investissement s'en trouve élargi. Je pense que les nouvelles émissions devraient rester importantes sous l'effet du resserrement persistant du crédit bancaire. »

de nombreuses questions de la part de clients à mesure que l'encours du fonds gagne en importance. Je pense que les inquiétudes actuelles à l'égard de la liquidité sont en partie dues aux erreurs commises par certains gérants en 2008 et 2009. Ils étaient alors investis sur des segments illiquides du marché (comme ceux de la dette subordonnée financière et ceux les moins bien notés de l'univers à haut rendement) et

ils ont été sanctionnés pour cela. Il s'agit de segments que j'ai eu, et ai toujours, tendance à sous-ponderer.

Observez-vous des signes de sorties de capitaux au sein des obligations à haut rendement et, si oui, au profit de quels titres ?

A l'heure actuelle, les investisseurs sont très nombreux à rechercher des rendements élevés, ce qui devrait contribuer à attirer des capitaux au sein de la classe d'actifs. Mais, certains signes semblent indiquer que la hausse des obligations à haut rendement commence à devenir excessive ; c'est pourquoi j'ai récemment réduit mon exposition et pris une partie de mes bénéfices. S'il devait y avoir des sorties de capitaux, j'entrevois deux scénarios inverses possibles : 1) devenus plus optimistes, les investisseurs délaissent les obligations à haut rendement au profit des actions car ils souhaitent prendre encore plus de risques ; 2) la crise de la zone euro continue de s'aggraver et ils privilégient alors plutôt les gilts et les obligations d'entreprises « investment grade ». Mais, en tout état de cause, je pense que les émetteurs à haut rendement sont aujourd'hui bien mieux préparés à une récession économique qu'ils ne l'étaient en 2006 et 2007.

M&G
Octobre 2012

La valeur des investissements et les revenus en résultant peuvent fluctuer et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées. Fourni uniquement pour votre usage personnel, distribution interdite à une autre personne ou entité. Ce document est destiné uniquement à l'usage des professionnels. Ces informations ne constituent ni une offre ni une demande d'achat des actions d'investissement d'un des Fonds mentionnés dans le présent document. Les achats d'actions d'un Fonds doivent s'appuyer sur le prospectus en vigueur. Ce prospectus, le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DIC), le rapport annuel et le rapport semestriel consécutif sont disponibles gratuitement auprès du Gérant : M&G Securities Limited, Laurence Pountney Hill, London, EC4R 0HH, R.-U. ou M&G International Investments Limited, 34 Avenue Matignon, 75008, Paris, France ou auprès d'un agent de centralisation français du Fonds : RBC Dexia Investors Services Bank France. Vous devez lire le prospectus, qui contient les risques d'investissement associés à ces fonds, avant toute souscription. Ce document financier promotionnel est publié par M&G International Investments Ltd. Siège social: Laurence Pountney Hill, London EC4R 0HH, autorisé et réglementé par la Financial Services Authority. S1723