

M&G Dynamic Allocation fund

Entre politique monétaire et sentiment :
à quoi s'attendre avec les emprunts d'État ?

Les co-gérants – Juan Nevado et Tony Finding

Les réactions des marchés suite au discours de Ben Bernanke devant le « Joint Economic Committee » du Congrès mercredi dernier ont mis en évidence l'extrême importance des anticipations à l'égard des politiques des banques centrales pour les prix des actifs. Surtout, elles ont témoigné de la vulnérabilité des marchés obligataires aux pertes en capital significatives.

Les discussions autour de la hausse ininterrompue depuis de nombreuses années de la quasi-totalité des actifs obligataires et de la possible bulle qui en a résulté n'ont rien de nouveau. Les propos au sujet d'une vaste rotation des actifs au début de l'année en ont été la toute dernière manifestation. Pour autant, ces mêmes propos ne se sont pas traduits par de sensibles fluctuations des cours (voir le graphique ci-dessous).

Rendement de l'emprunt d'État américain à 10 ans (%)



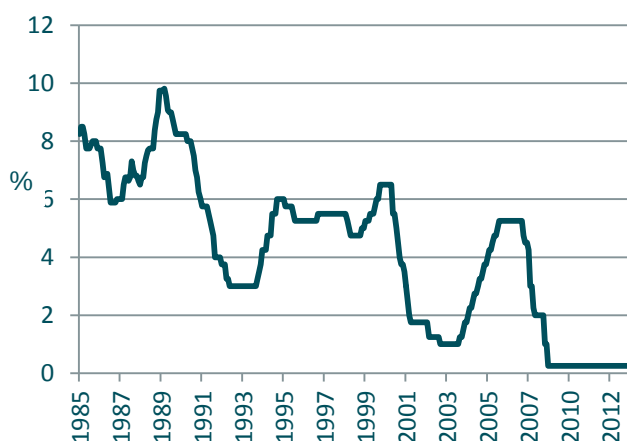
Source : Datastream au 5 juin 2013

Une partie de l'explication de cette situation semble résider dans la confiance des investisseurs en un « gradualisme », signifiant par là qu'ils semblent convaincus du caractère télégraphié et graduel de tout changement dans la politique monétaire.

Pourtant, l'histoire montre qu'il s'agit là d'un postulat erroné. Beaucoup ont désigné le relèvement du taux des fonds fédéraux en 1994 comme étant l'illustration la plus manifeste des

risques encourus par les marchés obligataires à l'heure actuelle, mais le passé récent des taux cibles montre bien que les changements n'interviennent que rarement progressivement (voir le graphique ci-dessous). Dans de nombreux cas, les effets retardés des précédentes mesures monétaires de soutien obligent les autorités monétaires à tenter de combler leur retard dans leur tentative de ralentissement de l'activité économique.

Objectif cible des fonds fédéraux (%)



Source : Datastream au 5 juin 2013

À l'heure actuelle, nous observons une réelle amélioration de l'économie américaine qui semble être en contradiction avec le niveau extrêmement bas des rendements des emprunts d'État américains.

De plus, l'amélioration de l'état de santé de l'économie américaine est intervenue en dépit d'obstacles significatifs :

- Des tours de vis budgétaires (falaise budgétaire, dépenses sous séquestre)
- La faiblesse du secteur manufacturier à l'échelle mondiale, avec la Chine au premier rang des préoccupations
- Une Europe toujours en proie à des difficultés en raison des politiques d'austérité.

Bien évidemment, une correction des emprunts d'État n'est pas nécessairement le résultat des interventions des banques centrales. Un changement dans le sentiment des investisseurs est suffisant, qu'il soit dû à la conviction qu'un changement de politique est imminent, ou tout simplement à la frustration de passer à côté de performances plus intéressantes ailleurs.

Quel est le possible impact d'une hausse des taux réels sur les différentes classes d'actifs ?

Nous ne sommes pas pour autant en train de dire qu'un changement de politique est imminent ; il est en effet tout-à-fait possible que la croissance soit durable, que l'inflation demeure peu élevée et que la Fed continue de se montrer accommodante. Toutefois, comme l'ont illustré les dernières évolutions, même la simple déduction d'un éventuel changement dans la politique a semé la confusion sur les marchés financiers.

De telles évolutions peuvent avoir d'importantes implications pour les corrélations entre les actifs et la diversification des portefeuilles des investisseurs. A la fin du mois de mai, les actions et les obligations ont reculé de concert et la question qui se pose est la suivante : cette situation peut-elle durer ? Si les changements de sentiment à l'égard des politiques monétaires sont basés sur l'opinion d'un resserrement trop prononcé des banques centrales, cela pourrait alors avoir un impact négatif sur les actifs risqués tels que les actions et les obligations d'entreprises. Par contre, si des changements de politique sont anticipés en raison de la vigueur de la reprise, c'est alors à une appréciation des actifs risqués à laquelle on pourrait s'attendre.

Comment constituer un portefeuille dans cet environnement ?

En tant qu'investisseurs, il nous faut constamment nous demander quels scénarios seront favorables à nos portefeuilles et si nous possédons une protection suffisante afin de limiter nos pertes dans le cadre des scénarios négatifs. Au sein de l'équipe Gestion Diversifiée de M&G, nous sommes convaincus que les signaux de valorisation sont des guides importants en la matière.

Comment procédons-nous pour construire un portefeuille qui fera face à un contexte de hausse des taux d'intérêt réels ? Premièrement, nous pensons que dans un tel scénario, beaucoup d'actifs et de stratégies ayant suscité peu d'intérêt au cours de la phase haussière du marché obligataire de ces dernières années pourraient bien se comporter. Nous marquons donc une préférence pour les marchés actions cycliques présentant des valorisations attractives tels que la Corée, pour les valeurs bancaires et technologiques américaines, ainsi que pour certains autres indices actions orientés vers l'international. Sur les marchés actions en général, nous pensons que des valorisations attrayantes confèrent une marge de sécurité contrairement aux « actifs refuges » traditionnels dont beaucoup ont été portés à des niveaux extrêmement onéreux.

De même, il existe des actifs obligataires dont les valorisations semblent offrir une certaine protection face à un environnement de hausse des taux, à l'image notamment des obligations d'entreprises à haut rendement à travers lesquelles il est possible de bénéficier du spread (surtout parmi les échéances les plus longues) et de la dette souveraine de certains pays émergents comme le Mexique.

En termes de protection pour un portefeuille, nous estimons qu'une exposition vendeuse aux emprunts d'État américains à court/moyen terme offre un profil de rendement/risque intéressant. Compte tenu de rendements proches de leurs plus bas niveaux historiques, ces positions (contrairement à des positions courtes sur les marchés actions) offrent des distributions asymétriques de performance, c'est-à-dire que les rendements ont bien plus de chances d'augmenter que de baisser.

Gérer les expositions relatives à ces thèmes, observer les changements de sentiment sur les marchés et s'adapter à la volatilité des prix des actifs sera, comme toujours, déterminant afin de négocier au mieux la période à venir. Il y a toutes les chances que la volatilité dans d'autres actifs, susceptible d'être provoquée par d'importantes variations des taux d'intérêt réels, soit à l'origine d'opportunités d'investissement.

M&G

Juin 2013

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. La diffusion de ce document en Suisse ou depuis la Suisse n'est pas autorisée à l'exception de la diffusion à des investisseurs qualifiés tels qu'ils sont définis par la Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux, l'Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux et la Circulaire émise par l'autorité de surveillance suisse ("Investisseurs Qualifiés"). Fourni uniquement pour l'utilisation par le destinataire initial (à condition qu'il soit un Investisseur Qualifié). Il ne doit être diffusé à aucune autre personne ou entité commerciale. Pour la France : 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. Le statut, le prospectus, le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), 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. Pour la Suisse: Les sociétés de placements collectifs auxquelles ce document fait référence (les "Sociétés") sont des sociétés d'investissement à capital variable de droit anglais et gallois. Le prospectus, le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), le statut ainsi que les rapports annuel et semi-annuel des Sociétés peuvent être obtenus gratuitement en contactant M&G Investments Limited, mainBuilding, Taunusanlage 19, 60325 Frankfurt am Main. 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 Conduct Authority au Royaume-Uni. S4149