

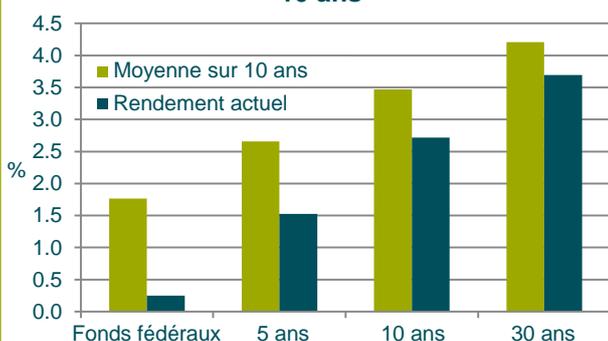
Les caractéristiques de risque d'un actif évoluent avec le temps et toute mesure de risque, comme la duration, doit donc être envisagée dans son contexte. Par exemple, à l'heure actuelle, l'équipe Gestion Diversifiée de M&G estime que les valorisations de certains emprunts d'État à longue échéance dits « refuges » sont proches de leur « juste » valeur à long terme. Selon l'équipe, ces actifs à plus longue duration offrent également un potentiel de diversification utile à la poche actions et pourraient ainsi contribuer à gérer la volatilité d'un portefeuille diversifié.

Il est généralement admis que dans un contexte de baisse des marchés obligataires, la duration s'avère dangereuse pour le capital d'un investisseur. Dans l'ensemble, cela s'avère exact ; un environnement de hausse des taux d'intérêt a tendance à davantage pénaliser les obligations à long terme que celles à court terme, toutes choses égales par ailleurs. Cependant, et comme pour toutes les règles générales, se baser sur l'hypothèse que « toutes choses sont égales par ailleurs » comporte des risques. Comme nous le soulignons régulièrement au sein de l'équipe Gestion Diversifiée de M&G, **le point initial de valorisation a un rôle central à jouer dans le niveau de risque de tout actif.** De plus, l'attractivité d'une position ne doit pas être envisagée isolément. Elle doit au contraire être analysée en fonction de son rôle au sein de l'ensemble d'un portefeuille.

Emprunts d'État occidentaux à long et court terme aujourd'hui

Le graphique 1 ci-dessous compare les rendements des emprunts d'État américains de différentes échéances avec leur rendement moyen sur 10 ans. La moyenne sur 10 ans a été choisie uniquement à titre d'illustration et ne correspond en aucun cas au niveau auquel les rendements devraient s'établir, et encore moins à celui qu'ils atteindront ! Le graphique montre cependant qu'à l'heure actuelle, toutes choses ne sont pas égales par ailleurs. Les écarts entre les rendements actuels et leur moyenne à long terme sont très inégaux lorsque l'on remonte le long de la courbe des taux.

Graphique 1 : rendements actuels des emprunts d'État américains par rapport à leur moyenne sur 10 ans



Source : Datastream, au 12 février 2014

Ce graphique témoigne surtout du caractère extrêmement pentu des courbes de taux dans de nombreux pays occidentaux, ce que confirme le graphique 2 ci-dessous. L'extrême faiblesse des taux d'intérêt, les autres mesures d'assouplissement monétaire et la très grande aversion au risque des investisseurs depuis 2008 rendent aujourd'hui les liquidités et les obligations à courte échéance extrêmement inintéressantes.

Graphique 2 : écarts de rendement entre les emprunts d'État à 5 et 30 ans



Source : Datastream, au 12 février 2014

En revanche, ce n'est plus le cas des obligations à plus longue échéance depuis l'été dernier suite à la réaction des marchés face aux craintes suscitées par la réduction de la voilure de l'assouplissement quantitatif (« tapering ») aux États-Unis. Comme l'indique le graphique 1, le rendement de l'emprunt d'État à 30 ans est relativement proche de sa moyenne sur 10 ans et, en fait, proche de 4 % - niveau que la majorité des gouverneurs de la Réserve fédérale récemment interrogés estiment (à tort ou à raison) comme « normal » sur le long terme. Cette tendance se retrouve également au Royaume-Uni et en Allemagne.

Selon nous, ces emprunts d'État à longue échéance sont proches de leur « juste » valeur à long terme. Dans un monde où la faiblesse des taux de dépôt et de l'inflation a pour effet d'éroder la valeur réelle des liquidités, la « juste » valeur semble attrayante dans l'absolu.

Et les hausses de taux à venir ?

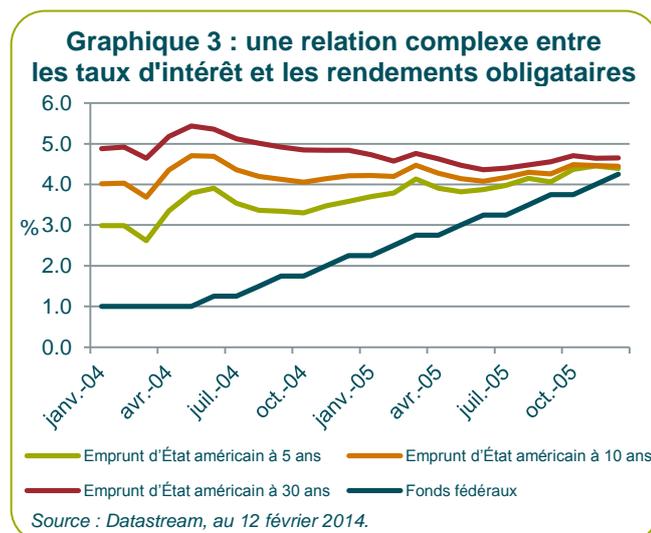
La volatilité des marchés engendrée par les propos sur le « tapering » au second semestre 2013 a témoigné des craintes des investisseurs à l'égard des conséquences sur les emprunts d'État d'un

resserrement de la politique monétaire aux États-Unis (et ailleurs). Mais, il est dangereux d'examiner le rôle de la politique monétaire de manière isolée. On a parlé - et on parle encore - d'une réédition du marché baissier de 1994 et 2003. Mais, dans les faits, il s'est déjà produit. En 2013, l'emprunt d'État américain à 30 ans a accusé, de son pic à son plancher, une perte comparable à ces deux périodes (voir le tableau ci-dessous). C'est cette baisse du prix des obligations qui a conduit les rendements aux niveaux que nous estimons désormais intéressants.

	1994	2003	2013
Perte en capital liée à l'emprunt d'État américain à 30 ans	-17,7 %	-16,2 %	-17,9 %

Source : Datastream, au 12 février 2014.

Le niveau actuel des rendements est en fait un sujet bien plus important. Les obligations à longue échéance réagissent souvent, mais pas toujours, de manière négative à une hausse des taux. Le graphique 3 illustre ce qui s'est passé il y a 10 ans, lors de la hausse du taux des fonds fédéraux entre 2004 et 2006 : l'emprunt d'État à 30 ans s'est en réalité apprécié, tandis que les rendements des emprunts à 5 et 10 ans ont pour leur part augmenté. Nous devrions éviter de présumer d'une relation trop simpliste entre les taux d'intérêt et les rendements obligataires, surtout sur le long terme.



La diversification : la « valeur ajoutée » de la durée

Compte tenu des réflexions qui précèdent, nous mettons sérieusement en doute l'opinion selon laquelle les emprunts d'État à long terme sont totalement inintéressants, même en cas de hausse des taux. Cependant, le simple fait que l'actif soit à sa juste valeur est-elle une raison suffisante pour souhaiter le détenir ? N'existe-t-il pas d'autres actifs plus attractifs ? Nous sommes d'accord avec ces arguments et pensons depuis longtemps que certains marchés actions apparaissent clairement plus attractifs. C'est d'ailleurs cette préférence pour les actions dans le portefeuille qui rend les obligations tellement utiles.

Nous ne pouvons prédire le futur, et bien que nous soyons confiants dans l'attractivité à long terme d'un certain nombre de marchés actions, ne pas dévier de cette conviction nécessite de pouvoir tolérer une certaine volatilité. En cas de volatilité des marchés actions, les obligations à longue échéance dont les niveaux de valorisation sont attractifs peuvent s'avérer être une assurance extrêmement utile. Nous avons déjà connu cette situation en janvier de cette année, et de façon très évidente lors des tensions dans la zone euro durant les étés 2011 et 2012.

Les actions, une protection contre la durée ?

Cette diversification fonctionne dans les deux sens et nous devons donc envisager le risque des obligations de plus longue échéance du point de vue de la globalité du portefeuille. Il nous semble en particulier qu'à présent, les types d'environnements dans lesquels ces obligations sont vulnérables ont toutes les chances d'être favorables aux marchés actions « peu onéreux ».

Le vent de panique lié au « tapering » de cet été a, en grande partie, été dû à la perspective d'un relèvement des taux rendue possible par une réelle reprise économique aux États-Unis et ailleurs. Dans un tel contexte, les hausses de taux pourraient tout à fait provoquer un accès de faiblesse à court terme des obligations à longue échéance. Cependant, nous pensons qu'il serait compensé par de solides performances de la poche actions du fonds, la classe d'actifs qui reste la plus représentée au sein des portefeuilles diversifiés de M&G.

Un scénario alternatif serait une augmentation des taux due à l'inflation et à une absence de croissance. Cet environnement serait défavorable tant aux obligations qu'aux actions. Toutefois, aujourd'hui, nous estimons que l'inflation sous-jacente est sous contrôle dans la majeure partie du monde. La situation peut évoluer, ce qui conduirait à un réexamen des positions au sein des fonds.

Conclusion

Les caractéristiques de risque d'un actif évoluent constamment, et toute mesure de risque, comme la durée, doit donc être envisagée dans son contexte. Il est dangereux de se reposer sur des règles générales rétrospectives. Au contraire, nous avons la ferme conviction que le risque de tout actif est étroitement lié à son prix d'acquisition et à son évolution prévisible au sein du portefeuille global d'un investisseur. Aujourd'hui, les prix des emprunts d'État à longue échéance aux États-Unis et au Royaume-Uni ne nous semblent pas trop élevés. Selon nous, ces actifs sont particulièrement intéressants et utiles pour aider à gérer la volatilité d'un portefeuille diversifié.

M&G, février 2014

La valeur des investissements en bourse peut fluctuer et ainsi faire baisser ou augmenter la valeur liquidative des fonds. Vous pouvez donc ne pas récupérer votre placement d'origine. **Ce document est destiné à l'usage des professionnels uniquement, sa distribution est interdite à toute autre personne ou entité, qui ne devrait pas s'appuyer sur les informations qu'il contient. Pour la Suisse : 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.** 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. Ces informations ne constituent ni une offre ni une demande d'achat de parts de l'un des Fonds mentionnés dans le présent document. Les achats de parts d'un Fonds doivent s'appuyer sur le Prospectus en vigueur. Les Statuts, le Prospectus, le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), les Rapports Annuels et Intérimaires et les Etats Financiers des Fonds peuvent être obtenus gratuitement auprès du Gérant : M&G Securities Limited, Laurence Pountney Hill, London, EC4R 0HH, R.-U., ou de la succursale française, M&G International Investments Limited, ou auprès de la succursale allemande, M&G Investments Limited, mainBuilding, Taunusanlage 19, D-60325 Francfort-sur-le-Main. Avant toute souscription, vous devez lire le Prospectus, qui contient les risques d'investissement associés à ces fonds. 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. Enregistré en Angleterre sous le matricule n° 4134655. La Société a également une succursale en France, au 34 avenue Matignon, 75008 Paris, immatriculée au RCS de Paris sous le n° 499 832 400. S6687