

# M&G (Lux) Optimal Income Fund

## Maintenir la vigilance sur les valorisations

Le gérant – Richard Woolnough

Réservé aux investisseurs professionnels uniquement

Février 2020



- Les signaux d'une possible récession mondiale restent faibles. Notre opinion sur l'économie demeure positive et nous sous-pondérons en conséquence le risque de taux d'intérêt.
- La gestion du fonds a été dynamique tout au long de l'année 2019 : nous avons réduit le risque de crédit au fur et à mesure que les valorisations se tendaient, tout en faisant des paris prudents au sein du segment des obligations américaines « investment grade » et de certains marchés d'inflation.
- La performance du fonds est ressortie positive en 2019, l'année ayant été très porteuse pour les marchés obligataires.
- Cette année pourrait se révéler très intéressante. Elle devrait être animée par les négociations commerciales post-Brexit et par les élections présidentielles américaines pour lesquelles tant les Républicains que Démocrates présentent des programmes de relance budgétaire.
- Le fonds continue de bénéficier d'opportunités de plus en plus nombreuses.

La valeur et les revenus générés par l'actif du fonds fluctueront à la hausse comme à la baisse. Ainsi, la valeur de votre investissement pourra aussi bien baisser qu'augmenter. Rien ne garantit que le fonds atteindra son objectif et il est possible que vous ne récupériez pas la totalité de votre investissement initial.

## Environnement de marché

L'année 2019 a été très favorable à la performance des actifs risqués, en particulier dans le domaine obligataire. À ce titre, le contexte porteur de faibles taux d'intérêt s'est avéré d'une importance capitale. Le thème des « taux bas pour longtemps » a dominé la vaste majorité des grandes économies en 2019. Les banques centrales sont en effet restées attentives à tout signe de ralentissement de la croissance et aux impacts de l'escalade des droits de douane sur les deux plus grandes économies de la planète. Selon le site cbrates.com, l'année dernière a été ponctuée de 131 baisses de taux directeurs décidées par les banques centrales représentant des économies de toutes tailles, contre seulement 21 hausses de taux.

Pour le portefeuille, qui a atteint en 2019 la plus faible durée de son histoire (proche de 1,4 ans), cela signifie deux choses en matière de moteurs de performance. Premièrement, excepté lors des tout derniers mois de 2019, les rendements des emprunts d'État refuges ont globalement reculé (et les cours ont donc progressé) dans un contexte de taux déjà négatifs et d'inversion de la courbe des taux américaine. Dans cet environnement favorable aux produits de taux, nos sous-pondérations d'actifs à très long terme tels que les gilts britanniques, les emprunts d'État japonais ou les bunds allemands ont pesé sur la performance. En revanche, nous avons réalisé des plus-values au moment où les gilts britanniques et titres apparentés ont perdu de leur attrait auprès d'investisseurs inquiets, ce qui a eu pour conséquence de tendre les rendements et de faire baisser le prix de ces actifs. Cela a été particulièrement le cas en toute fin d'année.

Deuxièmement, grâce à la baisse des coûts d'emprunt et aux meilleures perspectives des obligations d'entreprises, notre plus grand pari au sein du fonds (le crédit « investment grade ») a contribué positivement à la performance sur la période. Nous avons privilégié (et continuons de le faire malgré la hausse des prix des actifs) les obligations de maturité longue émises par des sociétés américaines notées BBB, dotées de bilans solides, et soutenues par une banque

centrale accommodante. À cet égard, les titres libellés en dollar émis par Verizon, AT&T, Microsoft, et Bank of America ont eu un effet positif sur la performance au cours de l'année (voir Tableau 1). Cependant, au fur et à mesure que les valorisations augmentaient, nous avons pris nos profits et réduit le niveau global de risque de crédit dans le portefeuille. Les marchés d'obligations d'entreprise les plus perturbés par les changements monétaires des banques centrales, à l'instar du crédit européen, sont également devenus moins attrayants, d'autant plus que la Banque centrale européenne a annoncé en novembre une nouvelle période d'assouplissement quantitatif.

Tableau 1. Meilleur/pire émetteur par contribution à la performance totale

Émetteur	Poids (%)	Contribution à la performance du portefeuille (%)
France	3,6	0,9
AT&T Inc	2,9	0,9
Verizon	1,7	0,7
Microsoft	2,8	0,6
AB Inbev	1,4	0,4
Intu Debenture	0,04	-0,02
Argentine	0,11	-0,03
Brésil	0,01	-0,05
Allemagne	22,3	-0,1
Japon	0,7	-0,1

Source : M&G et BlackRock Solutions® au 31 décembre 2019, en euro.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Il convient de garder à l'esprit que les investissements obligataires sont sensibles aux taux d'intérêt, à l'inflation et aux notations de crédit. Il est

possible que les émetteurs des obligations ne paient pas les intérêts dus ou ne remboursent pas le capital. Tous ces événements peuvent réduire la valeur des obligations détenues par le fonds.

En utilisant au maximum la flexibilité autorisée dans le fonds, nous avons également mis en place des paris tactiques clés sur des marchés de dettes souveraines indexées sur l'inflation tels que la zone euro, le Japon ou le Royaume-Uni. Nous avons en effet décelé dans ces marchés des anomalies de valorisations principalement au cours de la période été/automne. Depuis, suite à la solide performance obtenue, nous avons dénoué la position courte sur l'inflation britannique mise en place dans le fonds au moyen de swaps d'inflation. Par ailleurs, toujours dans l'univers des emprunts d'État, nous avons plus récemment acheté des obligations souveraines japonaises via des contrats à terme sur JGB. Nous avons en effet considéré que leurs valorisations étaient devenues plus intéressantes que celles d'autres actifs « sans risque ».

Le fonds est exposé à différentes devises. Des produits dérivés sont utilisés pour minimiser, mais pas toujours éliminer, l'impact des fluctuations de change.

**Tableau 2. Performances par rapport à l'indice de référence**

	2019	2018	2017	2016	2015	Depuis la prise de fonction du gérant actuel/ le lancement † % p.a.
	%	%	%	%	%	
M&G (Lux) Optimal Income €A	6,8	-4,0	4,3	7,0	-1,6	5,9
Indice de référence*	7,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source : Morningstar, part A de capitalisation en euro, au 31 décembre 2019, de VL à VL et revenus réinvestis. Les performances sont calculées sur la base de la variation de la valeur liquidative en tenant compte du réinvestissement des dividendes. Les performances de l'indice de référence sont exprimées en euro.

\*Le fonds a adopté le 7 septembre 2018 l'indice composite 1/3 Bloomberg Barclays Global Agg Corporate Index EUR Hedged + 1/3 Bloomberg Barclays Global High Yield Index EUR Hedged + 1/3 Bloomberg Barclays Global Treasury Index EUR Hedged comme indice de référence.

L'indice de référence est un élément de comparaison permettant de mesurer la performance du fonds. L'indice composite a été choisi comme référence du fonds car il reflète le mieux l'étendue de la politique d'investissement du fonds. L'indice de référence est utilisé uniquement pour mesurer la performance du fonds et ne limite pas la construction du portefeuille du fonds.

Le fonds est géré activement. Le gérant a toute liberté pour choisir les investissements à acheter, à conserver et à vendre dans le fonds. Les avoirs du fonds peuvent s'écarter considérablement des éléments constitutifs de l'indice de référence.

Avant le 7 septembre 2018, les performances indiquées sont celles de la part A-H de capitalisation en euro du fonds M&G Optimal Income, un OPCVM de droit britannique (OEIC) qui a été absorbé par ce fonds le 8 mars 2019. Les taux d'imposition et les frais peuvent différer.

† « Depuis le lancement » fait référence à la date de création de la part A-H de capitalisation en euro du fonds M&G Optimal Income, soit le 20 avril 2007. La prise de fonction du gérant actuel date également du 20 avril 2007.

## Les indicateurs de récession : l'un est à l'orange, mais les deux autres sont toujours au vert

Nous pensons que l'économie mondiale est solide, même si quelques signes de ralentissement apparaissent à la marge. Il existe parallèlement assez d'indices selon lesquels les salaires et l'inflation devraient s'inscrire en hausse dans les prochains mois. Cette dernière tendance s'applique parfaitement à l'économie américaine. Cependant, nous sommes conscients que cette vue macro ne correspond pas forcément au sentiment général des investisseurs dont la plupart exprime un profond pessimisme et tablent sur une récession imminente. Mais cela n'a jamais été notre scénario central, en témoigne très clairement notre position de duration courte : nous ne souhaitons pas détenir un trop grand nombre d'obligations qui pourraient souffrir d'une hausse des taux d'intérêt (susceptible d'advenir en 2020-2021).

Mais pourquoi avons-nous une opinion différente de la majorité des investisseurs pessimistes ? Comment cela s'est-il reflété dans notre stratégie d'investissement dans une période où l'approche flexible du fonds est devenue essentielle ?

*Tout d'abord, la mauvaise nouvelle.* L'inversion de la courbe des taux américaine, qui est un indicateur étroitement surveillé du marché obligataire, est généralement perçue comme le signe d'une entrée imminente en récession de la première économie mondiale. Cette inversion est attribuable aux inquiétudes des investisseurs quant à l'avenir proche. Ils sont ainsi disposés à détenir des bons du Trésor américains à long terme alors même qu'ils rapportent moins que les titres à court terme. La courbe s'était inversée en 2019, et même si elle est depuis revenue à une forme normale, cela reste un indicateur plausible (feu à l'orange) d'un ralentissement prononcé à court terme. Et à ce titre, nous devons certainement en tenir compte.

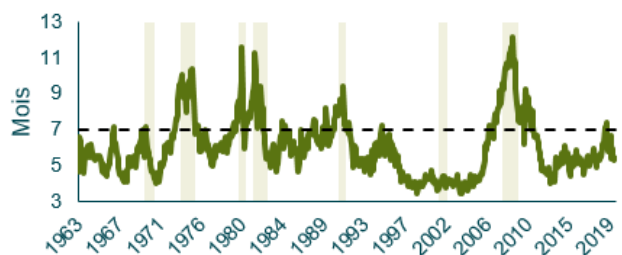


Le deuxième indicateur reste au vert pour l'instant, mais nous sommes à l'affût de tout signe de dégradation. De façon générale, quand les stocks de logements aux États-Unis (voir Graphique 3) ont représenté plus de 7,0 mois, les prix des biens immobiliers ont historiquement commencé à reculer. Cela conduit à une spirale baissière où moins de maisons sont construites, moins de choses sont achetées pour les meubler, les ventes de voitures déclinent, et surtout, les banques se sentent menacées par la chute de la demande de prêts. Les stocks de logements se sont clairement comportés comme un indicateur de récession en 2019 (c'était également le cas 2007). Mais ils sont entre-temps revenus à des niveaux plus normaux.



**Graphique 3. Stock de logements aux États-Unis (nombre de mois)**

Un niveau supérieur à 7 mois pourrait être le signe annonciateur d'une baisse des prix



Source : Bloomberg, au 31 décembre 2019 (dernières données disponibles).

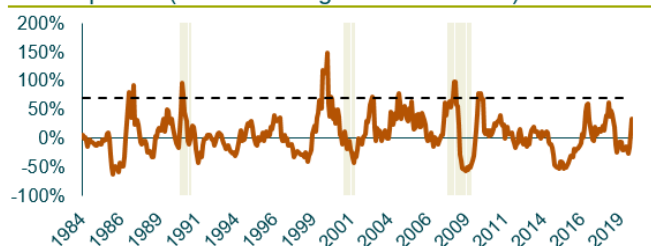
Le troisième grand signe annonciateur d'une récession est la hausse persistante des prix du pétrole. Même si cette tendance ne s'est pas encore matérialisée, il s'agit généralement d'une cause de récession. La hausse des prix du pétrole, en particulier pour le consommateur américain qui privilégie les SUV, joue le rôle d'un nouvel impôt. À cause d'elle, les consommateurs ont l'impression de s'appauvrir et dépensent moins, et cela conduit les banques centrales à se comporter d'une certaine manière. On l'a vu en 2016 et 2018 lorsque les banques centrales ont remonté leurs taux d'intérêt afin de contrer la tendance haussière des prix du pétrole qui avait alimenté la menace inflationniste. Pour l'instant, l'indicateur des prix du pétrole est au vert. Mais comme pour la forme de la courbe des taux américains, nous allons suivre de près la direction que prendra le pétrole en 2020.



#### Graphique 4. Prix du pétrole (variation en glissement annuel)

Il peut avoir une grande influence sur le comportement des consommateurs américains

##### Prix du pétrole (variations en glissement annuel)



Source : Bloomberg, au 31 décembre 2019 (dernières données disponibles).

Il existe bien sûr quelques autres indicateurs qui dans le passé se sont avérés des signes annonciateurs d'un ralentissement imminent. Même si certains des signes habituels de récession, tels que le niveau de dette sur PIB des entreprises américaines (qui est assez élevé), les chiffres d'activité manufacturière (moroses à l'heure actuelle), et le taux de dépenses d'investissement (qui ralentit) se rapprochent de l'orange, il existe de nombreux autres indicateurs qui demeurent clairement au vert. Il s'agit notamment du marché du travail aux États-Unis (sous la forme de solides chiffres de créations d'emplois non-agricoles), et de l'indice actions MSCI World dont le niveau actuel traduit l'efficacité de l'assouplissement quantitatif à soutenir les prix des actifs.

## Positionnement du portefeuille : sous-pondération du risque de taux, surpondération (modérée) du risque de crédit

Une question intéressante que nous posent souvent nos clients concerne la durée du fonds - la mesure dans laquelle le portefeuille est exposé aux changements de prix des emprunts d'État refuges (et donc aux variations de taux/rendements de ces obligations). À environ 1,4 ans, la durée est à un niveau historiquement faible pour le fonds, de sorte que nous sommes relativement protégés contre de violentes fluctuations des rendements obligataires.

Mais est-ce qu'une faible durée signifie que nous pourrions passer à côté des performances potentiellement élevées offertes par des stratégies privilégiant des durées plus longues (ces fonds qui parient sur une détérioration de l'économie mondiale et sur une réponse prenant la forme d'un assouplissement monétaire) ?

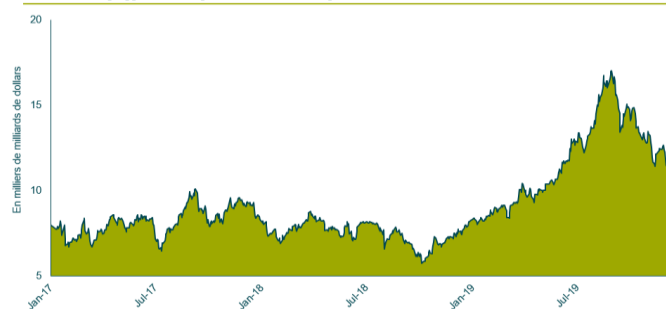
Même si cela a été le cas dans le passé, nous devrions aussi souligner que cette durée n'est pas le seul moteur de performance dans un marché haussier. Et c'est encore plus le cas pour le fonds orienté « value » M&G (Lux) Optimal Income et sa stratégie obligataire flexible (obligations d'entreprises, emprunts d'État, haut rendement, actions, devises).

D'un point de vue rendement/risque, les valorisations ne sont plus aussi attrayantes qu'elles l'étaient en début d'année 2019. Malgré les valorisations des emprunts d'État (et la situation particulière d'un nombre croissant d'investisseurs choisissant de payer certains gouvernements pour avoir le privilège de détenir leur dette, voir Graphique 5) qui ne nous incitent pas à nous exposer aux flux de revenus issus des gilts britanniques, des bons du Trésor américain ou des bunds allemands, force est de constater que les valorisations des obligations d'entreprises que nous préférons sont également devenues moins attractives. Par exemple, les spreads de crédit du segment « investment grade » européen se sont massivement resserrés, et plus encore depuis la reprise en fin d'année dernière par la Banque centrale européenne de ses achats d'obligations.

#### Graphique 5. Obligations à rendement négatif

Plus de 11 000 milliards de dollars de dette à l'échelle mondiale offrent un rendement négatif

Indice Global Aggregate des obligations à rendement négatif



Source : Bloomberg, au 31 décembre 2019.

## Répondre de façon active à la hausse des valorisations dans l'univers du crédit

La hausse des valorisations dans l'univers du crédit « investment grade » au cours des derniers mois nous offrent l'opportunité d'utiliser l'ensemble de notre boîte à outils. Le passage à une valorisation « juste/tendue » d'un actif n'implique pas nécessairement que nous devions le vendre immédiatement. Et il existe actuellement quelques opportunités intéressantes dans le domaine obligataire, notamment s'agissant des émissions de long terme notées BBB et libellées en dollar.

La manière dont nous avons récemment arbitré des obligations émises par la même entreprise, l'opérateur américain de télécommunications AT&T, dans le but d'obtenir un meilleur profil risque/rémunération illustre bien cette idée. Le surcroît de spread issu de la composante crédit qui peut être obtenu en vendant l'obligation AT&T échéance 2026 au profit de l'émission échéance 2057 nous a poussés à accepter le risque de détenir des titres d'échéance plus longue.

Même si nous pensons que les investisseurs peuvent encore être rémunérés pour prendre ce type de risque au sein de l'univers « investment grade », que penser de segments plus risqués tels que la

dette à haut rendement et les obligations des marchés émergents ? Nous sous-pondérons actuellement les titres à haut rendement : ils ne représentent qu'environ 8 % du fonds (plus faible exposition depuis le lancement du fonds) à comparer à une pondération neutre de 33 %. Le marché du haut rendement reste assez encombré. On y trouve notamment des investisseurs « touristes » en quête de revenus, et cela en fait un segment assez peu attractif. Veuillez noter que les obligations à haut rendement comportent généralement un risque plus élevé que leurs émetteurs ne soient pas en mesure de payer les intérêts ou de rembourser le capital.

Notre refus d'accompagner le mouvement en faveur de la dette émergente a constitué une autre décision importante pour le fonds en 2019 (choix que nous avons maintenu jusque-là). Les obligations des marchés émergents en devise forte se sont globalement bien comportées, malgré des vents contraires comme les tensions liées à la guerre commerciale et l'épidémie de coronavirus en Chine qui menacent de fragiliser la classe d'actifs. Nous avons régulièrement ajusté l'exposition du fonds à la classe d'actifs en la faisant passer de 3 % à -3 % au cours de l'année 2019, recourant pour cela à des positions courtes sur l'indice de « credit default swap » (CDS) d'obligations d'entreprises des marchés émergents. Nous pensons que c'est une bonne façon de réduire le risque de crédit dans le portefeuille.

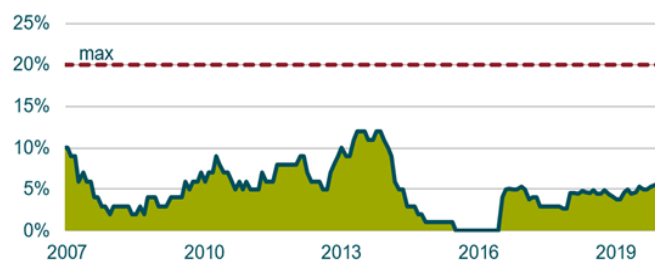
Veuillez noter qu'investir sur les marchés émergents comporte un plus grand risque de perte en raison de risques politiques, fiscaux, économiques, de change, de liquidité et réglementaires plus élevés. Il peut être difficile d'acheter, de vendre, de conserver ou de valoriser des investissements dans ces pays.

## Les actions - Une alternative crédible ?

Dans un contexte de forte performance des actions au cours des dernières années, on nous pose souvent une autre question concernant notre vue sur cette classe d'actifs. En ce moment, avec une

### Graphique 6. Évolution de l'exposition aux actions

Nous pouvons aller jusqu'à 20 %, mais un niveau de 5 % constitue la norme



Source : M&G, au 31 décembre 2019. Veuillez noter que les données relatives au portefeuille proviennent de sources internes, sont non auditées et peuvent différer des informations du rapport de gestion mensuel du fonds.

exposition d'environ 5 % de l'actif du fonds contre une limite haute autorisée de 20 %, notre vue sur les actions reste prudente (voir Graphique 6). Les actions sont utiles et représentent une composante importante du mandat flexible attribué au fonds M&G (Lux) Optimal

Income. Mais nous pensons que détenir de la dette d'entreprise plutôt que des actions permet de s'exposer à des flux de revenus futurs plus intéressants. Les actions que nous privilégions ont tendance à présenter des caractéristiques cycliques et « value ». Notre modeste exposition aux actions a récemment apporté une contribution utile à la performance du fonds, dans des périodes où les niveaux de duration et de risque de crédit se sont avérés plutôt préjudiciables.

## Perspectives

Nous pensons que l'année 2020 sera globalement favorable aux actifs risqués, et, espérons-le, aux segments que nous apprécions comme les obligations de grande qualité émises par des entreprises américaines, britanniques ou européennes, à la fois bien gérées et transparentes. Cependant, comme nous l'avons déjà expliqué, les valorisations apparaissent l'an dernier à la même époque plus attractives qu'aujourd'hui. À cet égard, nous avons réduit le risque de crédit du fonds, tout en maintenant les expositions aux actions et aux obligations à haut rendement proches de respectivement 5 % et 8 % de l'actif.

De notre point de vue, l'économie réelle est en bonne santé. Elle est soutenue par des banques centrales bienveillantes (les politiques monétaires demeurent accommodantes) et par des gouvernements inquiets d'une demande poussive (et donc prêts à utiliser les leviers budgétaires pour stimuler l'activité). Nonobstant les événements sur lesquels nous n'avons que peu de prise, tels que l'instabilité politique et l'épidémie de coronavirus en Chine, nous pensons que la duration continuera en 2020 et l'année prochaine à se traiter sur des niveaux

### Graphique 7. Duration et risque de crédit

Notre positionnement actuel privilégie une duration faible et des titres de crédit de grande qualité



Source : M&G, du 31 décembre 2006 au 31 décembre 2019. Merci de noter : les actions sont considérées comme ayant une notation CCC.

tendus de valorisation. La rémunération offerte par cette source de risque nous semble actuellement insuffisante comparée au risque de crédit.

## M&G

### Février 2020

Le fonds peut recourir de manière significative aux produits dérivés.

D'autres risques associés à ce fonds sont mentionnés dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI).

**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. La distribution de ce document en Suisse ou à partir de la Suisse n'est pas autorisée à l'exception de la distribution aux investisseurs qualifiés tels que défini par la loi suisse sur les placements collectifs de capitaux, l'Ordonnance suisse sur les placements collectifs et la Circulaire de l'autorité suisse de surveillance (« Investisseur qualifié »). Celui-ci est mis à disposition du destinataire initial (à condition qu'il s'agisse d'un Investisseur Qualifié) uniquement.** Les organismes de placement collectif visés dans le présent document (les « fonds ») sont des sociétés d'investissement ouvertes à capital variable, constituées en Angleterre et au pays de Galles pour les fonds M&G Investments et au Luxembourg pour les fonds M&G (Lux). Les Statuts, le Prospectus, le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), les Rapports Annuels et Intérimaires et les Etats Financiers du Fonds peuvent être obtenus gratuitement auprès du Gérant– M&G International Investments S.A. ou auprès de sa succursale en France ; de l'agent centralisateur français du Fonds : RBC Investors Services Bank France ; M&G International Investments Switzerland AG, Talstrasse 66, 8001 Zurich; ou Société Générale, Paris, Zurich Succursale, Talacker 50, P.O. Box 5070, 8021 Zurich, qui agit en tant que représentant suisse des fonds (le « Représentant suisse ») et agit en tant qu'agent payeur suisse. 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 S.A. Siège social : 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg. **MAR 20 / 434502**