

# Faire preuve de bon sens en période d'incertitude

Réservé aux  
investisseurs  
professionnels



David Gillard  
CIO Insurance &  
Regulatory Strategies

## Synthèse

« L'incertitude est particulièrement élevée », ce qui accroît la volatilité des taux d'intérêt. Cela étant, les primes de risque restent faibles, en partie parce que la liquidité découlant de la politique monétaire non conventionnelle demeure abondante. Selon les attentes, le tapering permettra probablement un retour à un fonctionnement plus normal des marchés. Qu'est-ce que cela pourrait signifier et quelles sont les options qui s'offrent aujourd'hui aux investisseurs institutionnels du secteur de l'assurance pour se préparer ?

### Faire preuve de bon sens en période d'incertitude

« Les erreurs de prévision n'ont rien d'inhabituel. Ni les banques centrales ni les marchés financiers n'ont été très efficaces dans leurs anticipations d'inflation ces dix dernières années. Mais lorsque l'incertitude est particulièrement élevée, comme c'est le cas à l'heure actuelle, appliquer à la politique monétaire ce qu'Alan Greenspan a un jour appelé une « approche de gestion des risques » présente certains avantages.

À la base, cette approche repose sur la notion que les banques centrales devraient tenir compte non seulement de l'évolution future la plus probable de l'économie, mais aussi de la palette de risques globale pesant sur cette évolution dans un souci de conserver suffisamment d'options pour faire face à tous les aléas de l'inflation. »<sup>1</sup>

Cet extrait provient d'un discours prononcé le mercredi 17 novembre 2021 par Isabel Schnabel, membre du directoire de la Banque centrale européenne.

Les marchés des taux d'intérêt peinent en effet à comprendre le contexte et à établir des prévisions de qualité. Même certains des hedge funds

macro parmi les mieux conseillés cumulent des pertes sur l'année 2021<sup>2</sup>. Pourquoi en est-il ainsi ?

Les fonctions de réaction aux déclarations des autorités politiques ont été désorientées durant l'été, lorsque les prévisions (« dot plots ») de la Fed signalaient que des hausses de taux étaient attendues bien avant l'achèvement du tapering. Les marchés avaient – ce qui est sans doute compréhensible – anticipé que l'assouplissement quantitatif (QE) serait supprimé avant qu'une politique plus conventionnelle soit déployée si nécessaire pour gérer les économies. Cependant, les prévisions de relèvement des taux directeurs, confortées par les spéculations sur les marchés alors que la pression inflationniste persistait, ne se sont pas traduites par une hausse uniforme des rendements à long terme. Avec le renforcement des attentes concernant les taux directeurs, les anticipations de pic des taux ont été avancées et le taux terminal pour les rendements à long terme du présent cycle a baissé.

Dans le même temps, le débat sur l'inflation voit de plus en plus s'affronter le camp des partisans d'une évolution temporaire et celui des défenseurs d'un phénomène permanent. Alors que ce développement s'appuie bien entendu sur la notion de répartition des risques évoquée

## Faire preuve de bon sens en période d'incertitude

par Isabel Schnabel, il ne donne pas lieu à une distribution homogène (gaussienne). Comme le marché est uniquement en mesure d'affecter un cours « spot » (moyen) aux actifs, nous observons probablement les effets de cette incertitude dans l'augmentation de la volatilité tant réalisée qu'implicite sur les marchés des taux.

Bien que l'embarras des acteurs du marché soit compréhensible et qu'on ne puisse affirmer si ces résultats étaient prévus ou souhaités par les autorités politiques, des mouvements sur le front des taux seront sans doute bien accueillis. Tant le tapering que les attentes de relèvement des taux (ou leur concrétisation) n'ont pas engendré de crise sur le marché, les rendements réels demeurant déprimés et la répression financière (bas niveaux pour une période prolongée) étant toujours d'actualité.

À ce jour, la volatilité accrue des taux (p. ex. indice MOVE) n'a guère eu d'effet de contagion sur les actifs risqués (p. ex. indice VIX). Les marchés d'actions restent proches de sommets historiques et les spreads pointent à des planchers cycliques. La liquidité alimentée par le QE demeure dominante, même si nous savons que les vannes sont en passe d'être fermées. Cela pourrait provoquer un retour des primes de risque et de la différenciation des risques, permettant une rotation du « bêta » vers l'« alpha » génératrice de revenus – un environnement plus favorable à la gestion active. D'un point de vue philosophique, la sortie d'une politique insensible aux prix constituera une bonne chose pour le processus du capitalisme.

Quelles mesures raisonnables pouvons-nous recommander pour les portefeuilles au regard des conditions qui prévalent ?

- Privilégier de bas niveaux d'exposition au risque « bêta » (risque de marché directionnel)  
L'incertitude quant aux retombées économiques et l'opacité des facteurs politiques suggèrent que le coefficient d'information des opinions directionnelles sera encore plus faible que d'habitude à court terme.
- Analyser les scénarios dans le cadre de la gestion des risques  
S'assurer que les résultats concernant la solvabilité sont suffisamment fiables en cas de victoire des partisans d'une évolution temporaire ou des défenseurs d'un

phénomène permanent dans le débat sur l'inflation. Recourir à des stratégies de couverture si nécessaire.

- Réexaminer l'analyse bottom-up

Toute augmentation de la dispersion des résultats fera des gagnants et des perdants. Vérifier la solidité des évaluations de crédit et s'assurer que les risques ESG extrêmes sont pris en compte. Structurer les portefeuilles en conséquence, en gérant le risque idiosyncratique.

- Combiner le facteur temps et les éléments déclencheurs basés sur le marché pour le déploiement du capital

Lors de l'investissement de capitaux dans une classe d'actifs ou du désinvestissement de ceux-ci, gérer le risque d'exécution à un moment précis en opérant une réduction graduelle. Cependant, il faut fixer des seuils de déclenchement afin de tirer profit d'une volatilité réalisée imprévue et d'accélérer les achats ou les ventes à des niveaux attrayants.

- Élargir l'éventail des opportunités

S'assurer qu'un cadre de valorisation relative des allocations « core » et satellites est mis en place et actualisé, accompagné de plans et de pré-engagements permettant d'accéder aux opportunités qui se présentent. La dispersion des trajectoires économiques des grands pays se traduira probablement par des dislocations des valorisations. Une telle préparation aide à compenser nos biais comportementaux. Combiner avec les éléments déclencheurs précités pour la mise en œuvre.

- Stratégies de « contrôle des risques » non linéaires

Les volatilités implicites des actifs risqués s'établissant à de bas niveaux, l'achat d'une protection hors de la monnaie se révèle relativement peu onéreux. Pour les assureurs, une stratégie d'options overlay peut compenser les répercussions négatives de la sous-performance des actifs risqués sur le capital de solvabilité, offrant une position de portage positive protégée.

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211117~78f0a1f435.en.html>

<sup>2</sup> <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-11-12/central-bankers-are-blowing-up-macro-hedge-funds>

**Tout investissement comporte des risques.** La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables à la date de publication. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation express d'Allianz Global Investors GmbH.

### Pour les investisseurs en Europe (hors de la Suisse)

Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en Grande Bretagne, France, Italie, Espagne, Luxembourg, Suède, Belgique et aux Pays-Bas. Contacts et informations sur la réglementation locale sont disponibles ici ([www.allianzgi.com/Info](http://www.allianzgi.com/Info)).

### Pour les investisseurs en Suisse

Il s'agit d'une communication marketing d'Allianz Global Investors (Suisse) AG, succursale à 100% d'Allianz Global Investors GmbH.