DORVAL
ASSET MANAGEMENT
DONNER DE LA VALEUR À VOS VALEURS

Les obligations d'Etat, une couverture asymétrique devenue plus attractive

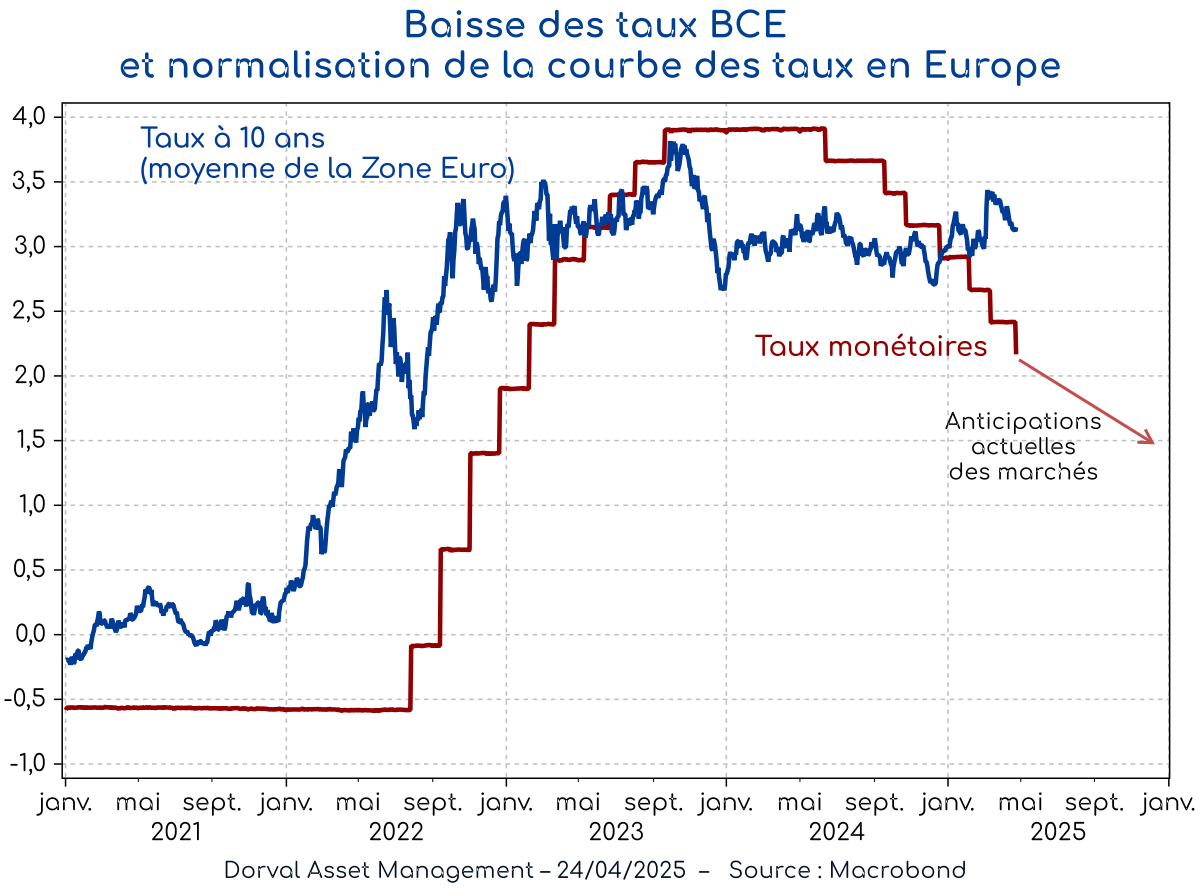
28 avril 2025

Chers clients, chers partenaires,

Dans ce contexte chahuté, les investisseurs s'interrogent sur la meilleure manière de rendre leur portefeuille plus résilient, sans nuire à la performance en phases de remontée des marchés actions. Dans ce cadre, les obligations souveraines – y compris les Treasuries américains – pourraient retrouver un rôle important d'actif de couverture asymétrique.

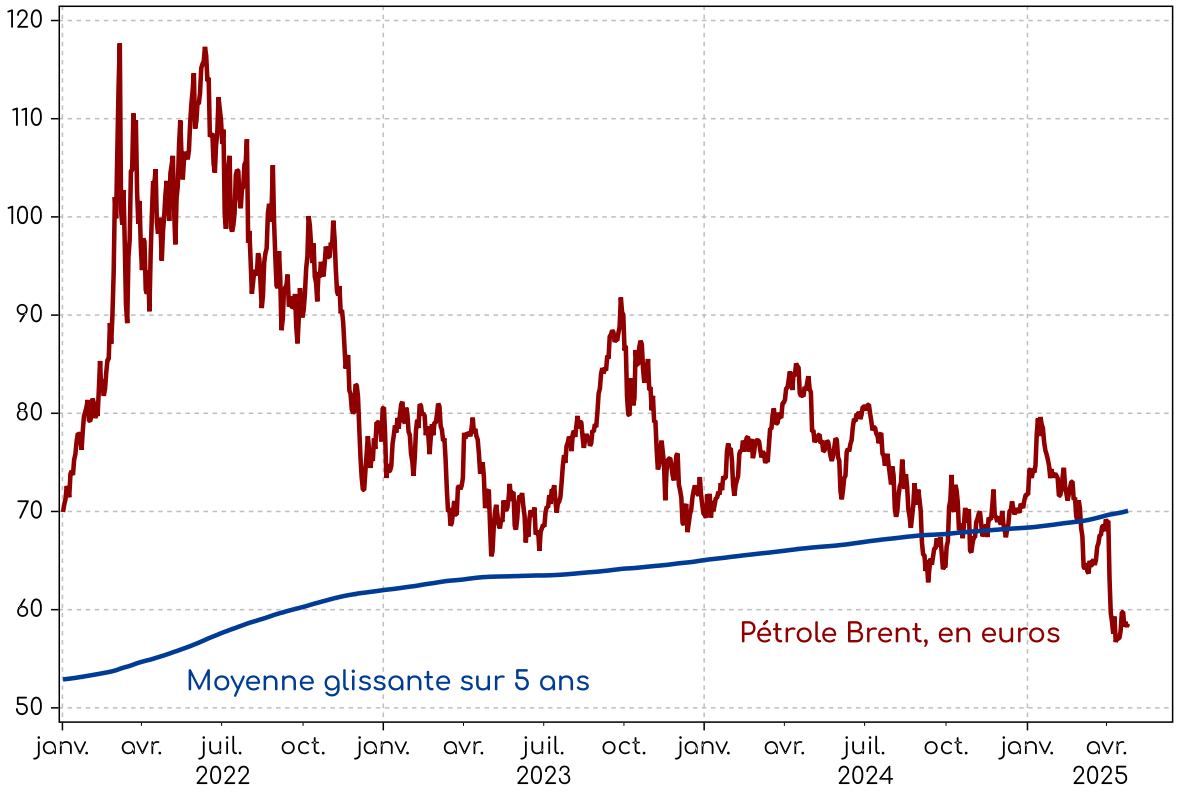
Après être resté quasiment absent du marché des obligations souveraines depuis l'année 2021, nous adaptons notre stratégie. Si les taux à long terme devraient, selon nous, évoluer en moyenne à des niveaux bien plus élevés qu'au cours de la décennie précédente, la phase actuelle redonne – au moins provisoirement – quelques raisons de les réintégrer dans les portefeuilles diversifiés. Leur qualité de couverture asymétrique face au marché des actions nous semble en effet renforcée : les cours des obligations souveraines devraient pouvoir s'apprécier en cas de mauvaise nouvelle économique, mais pas ou peu se déprécier dans un scénario de stabilisation. Les arguments diffèrent cependant suivant que l'on parle des obligations européennes ou américaines.

Dans le cas européen, c'est la combinaison d'une courbe des taux qui se redresse – les taux à court terme sont redevenus inférieurs aux taux à long terme (graphique 1) – et d'une révision à la baisse des perspectives d'inflation qui changent la donne. En moyenne légèrement supérieurs à 3%, les taux longs souverains de la zone euro se situent désormais 1% au-dessus des taux monétaires. Si les anticipations actuelles des marchés se vérifient, les taux monétaires baisseront à nouveau d'au moins 50 points de base cette année, ce qui, à taux longs inchangés, accroîtra encore l'attractivité relative des obligations à long terme.



Les anticipations du marché sont d'autant plus crédibles que la BCE a clairement changé de ton depuis que Donald Trump a lancé sa guerre commerciale. Dans un contexte déjà bien ancré de désinflation généralisée, la hausse de l'euro, la baisse des prix de l'énergie (graphique 2) et la menace de ralentissement mondial ont rapidement convaincu la BCE de se montrer réactive. Les craintes d'une redirection à bas prix des produits chinois initialement destinés au marché américain font aussi partie des motivations. La dernière baisse des taux du 17 avril a été décidée à l'unanimité, et certains membres de la BCE, comme M. Rehn, évoquent la possibilité de baisse de taux plus rapides. Bref, la BCE se positionne clairement en faveur d'un soutien à la croissance afin d'éviter le risque d'une inflation durablement trop faible, sous les 2%, comme ce fut le cas au cours des années 2010.

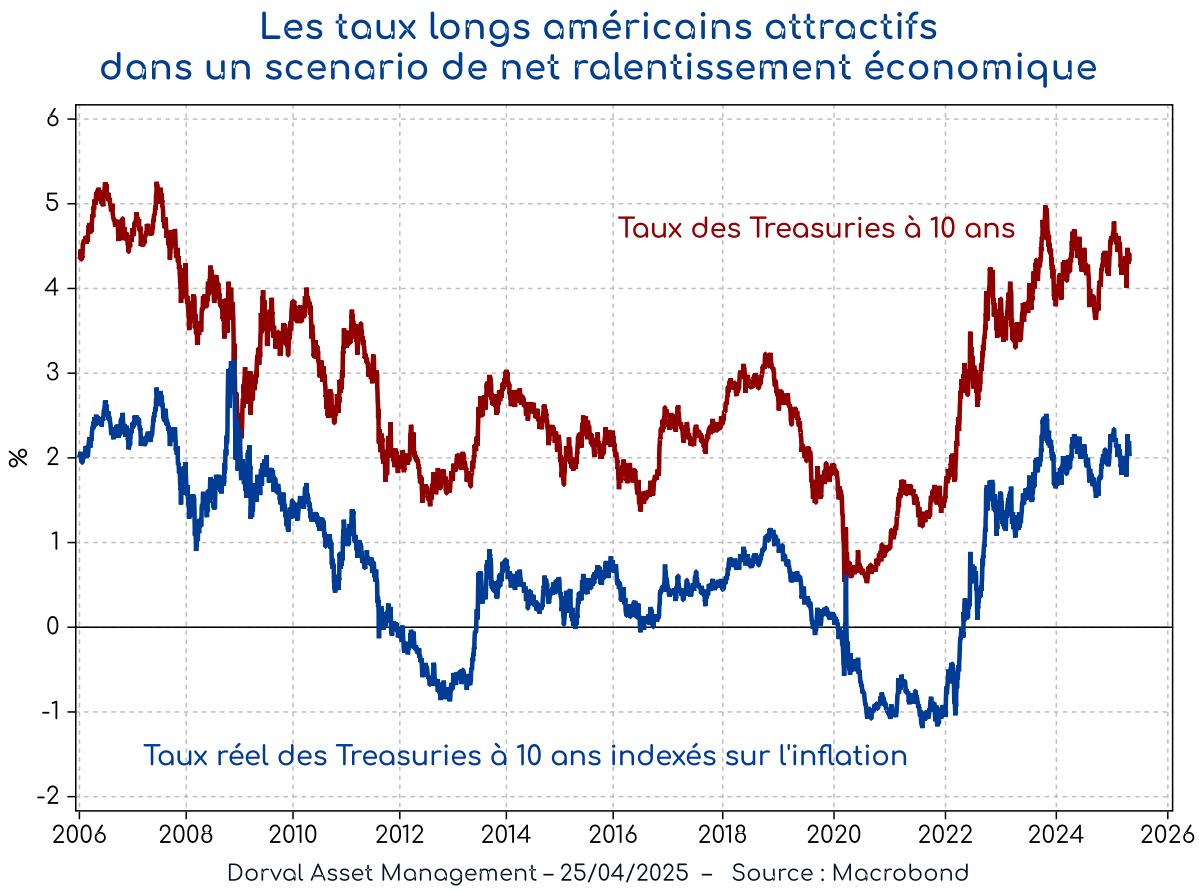
Nette baisse des prix du pétrole en euros



Dorval Asset Management – 25/04/2025 – Source : Macrobond

Nous tirons deux conclusions de ces évolutions. Une conclusion plutôt constructive sur la croissance 2025 et surtout 2026 en zone euro puisque celle-ci sera soutenue à la fois par la BCE, par le pouvoir d'achat permis par la désinflation, et par le plan budgétaire allemand. Et une conclusion pratique : les obligations à long terme de la zone euro présentent un profil asymétrique favorable. Si, comme nous le pensons, la croissance tient (même si elle restera médiocre à court terme), les taux à long terme resteront probablement proches des 3% actuels. Et si la croissance ralentit trop, les taux longs baisseront sensiblement. Les gains sur les obligations de la zone euro permettraient alors de compenser une partie des pertes sur les actions. Plutôt que les seules obligations allemandes, nous pensons qu'un portefeuille de différentes signatures se justifie pour capter un rendement plus élevé. En cas de choc externe sur la croissance, la BCE se montrera en effet particulièrement attentive à empêcher une hausse significative des « spreads » de crédit par rapport à l'Allemagne.

Dans le cas américain le diagnostic est différent mais les conclusions pratiques sont similaires. La courbe des taux américaine est quasiment plate, et la Fed est en position d'attente face au risque de stagflation (baisse de la croissance et hausse de l'inflation) induit par la guerre commerciale. Les investisseurs craignent de plus que les créanciers étrangers ne se débarrassent des Treasuries du fait d'une perte de confiance dans l'administration américaine, et donc du dollar. Une prime de risque a donc été intégrée sur les taux longs américains, prime qui a empêché non seulement les taux longs nominaux mais aussi les taux réels de baisser (graphique 3) malgré l'assombrissement des prévisions de croissance.



Cette sous-réaction nous semble offrir une opportunité, à condition de couvrir le risque de change. D'abord parce que, malgré les attaques verbales de Donald Trump sur Jerome Powell, nous ne croyons pas que l'administration américaine laissera s'installer l'idée d'une remise en cause de l'indépendance de la banque centrale. Ensuite parce que la Fed ne restera pas les bras croisés si l'économie ralentit sérieusement, d'autant que sa politique actuelle est, selon son propre diagnostic, restrictive. C'est ce qu'ont indiqué récemment certains membres de la Fed, dont le très écouté M. Waller. Face à un trou d'air économique, baisser les taux de 4,5% à, par exemple, 3,0% n'entamerait en rien la crédibilité de la Fed, même avec une inflation qui remonterait temporairement sous l'effet des droits de douane. Enfin, les obligations du Trésor indexées sur l'inflation offrent aujourd'hui un taux réel supérieur à 2%, au plus haut depuis 2007, ce qui représente une aubaine pour les investisseurs domestiques américains en cas d'accident sur la croissance.

Dans nos portefeuilles diversifiés globaux, nous avons donc initié au cours des dernières semaines des positions sur les obligations d'Etat européennes (UE, Italie et France) puis américaines (avec une stratégie d'option sur contrat futures). Ces positions sont en partie à fin d'amélioration du rendement, les taux longs européens étant désormais supérieurs aux taux monétaires. Mais la hausse de la duration obligataire de nos portefeuilles nous permet aussi de maintenir une exposition suffisante aux actions, les obligations souveraines agissant désormais selon nous comme couverture asymétrique limitant la volatilité des portefeuilles.

Nos taux d'exposition sont les suivants :

- **Dorval Global Conservative** : 20% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 18%, Panier financières Europe/Japon 2%. 25% en obligations souveraines 2-8 ans. Position en option d'achat sur les Bons du Trésor américain. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Allocation** : 50% d'exposition nette aux actions, dont Sélection Responsable Internationale 34%, Reprise industrielle globale 3%, New Capex 5%, Panier financières Europe/Japon 3%. 5% d'exposition en future sur indice (S&P500, EuroStoxx50 et Topix). 18% en obligations souveraines 2-8 ans. Position en option d'achat sur les Bons du Trésor américain. Solde en titres du marché monétaire.
- **Dorval Global Vision** : Sélection Responsable Internationale 78%, Reprise industrielle globale 5%, New Capex 8%, Financières Europe/Japon 6%.
- **Dorval Convictions** : 55% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 60%, panier financières 5%, petites capitalisations 2%. Couvertures en futures en Euro Stoxx 50.
- **Dorval Convictions PEA** : 70% d'exposition nette aux actions dont panier cœur Euro Stoxx 50 ISR 70%, panier financières 5%, petites capitalisations 3%. Couvertures en futures Euro Stoxx 50.

Dorval Asset Management

Société anonyme au capital de 964.968 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08
111, boulevard Pereire, 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37
www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la

souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.