



MARCHÉS OBLIGATAIRES : OÙ EN SOMMES-NOUS ?

- ▶ Dans un environnement toujours marqué par les taux bas, des incertitudes politiques et un manque de visibilité sur les classes d'actifs risqués, les investisseurs s'interrogent sur la façon de gérer leurs investissements obligataires. Quels segments faut-il privilégier pour trouver du rendement ? Quels risques faut-il couvrir ? Quelle zone géographique offre le meilleur couple rendement/risque ?
- ▶ Guillaume Rigeade et Eliezer Ben Zimra, gérants du fonds Edmond de Rothschild Fund Bond Allocation, nous livrent ici leur vision des marchés obligataires et l'approche qu'ils privilégient pour s'y positionner.



GUILLAUME RIGEADE



ELIEZER BEN ZIMRA

GÉRANTS DU FONDS EDR
FUND BOND ALLOCATION

INTERVIEW

QUEL EST VOTRE POINT DE VUE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES DES DERNIERS MOIS ?

La quasi-totalité des segments du marché de la dette d'entreprises a enregistré des performances négatives en 2018. Les spreads de crédit se sont creusés, indépendamment du secteur, de la notation et de la zone géographique. Ce phénomène s'explique notamment par un certain nombre de risques politiques et géopolitiques, tels que les tensions commerciales sino-américaines, l'approche de l'échéance du Brexit et la coalition populiste en Italie. Toutefois, ce sont les craintes entourant la réduction des injections de liquidités des banques centrales qui en sont la principale cause. Les rendements des obligations d'État se sont repliés dans les principaux pays et, paradoxalement, les seules performances positives de 2018 sont à mettre au compte de marchés qui ne nous incitaient pas à l'optimisme.

NOUS AVONS ASSISTÉ À UNE HAUSSE DES TAUX COURTS AMÉRICAINS AYANT ENTRAÎNÉ UNE PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX. FAUT-IL CRAINDRE CETTE SITUATION ?

Le resserrement de la politique de la Réserve fédérale américaine (Fed) qui s'opère depuis trois ans s'accompagne d'une hausse significative des taux américains. En vue de limiter la volatilité et de normaliser la politique monétaire sans heurt, la Fed a relevé ses taux de façon progressive et a accompagné ces rehaussements d'une communication efficace. La banque centrale a soigneusement évité de reproduire les mêmes erreurs qu'en 2013. De fait, à l'époque, ses déclarations avaient surpris les marchés et provoqué une correction brutale sur l'ensemble des marchés obligataires. La courbe des taux américains est aujourd'hui pratiquement plate, en cohérence avec la prise en compte d'une fin prochaine du cycle de croissance économique. Dès lors, plutôt que de parler de « craintes », il nous semble plus approprié de parler d'« opportunités ».

La courbe des taux n'intègre plus aucune hausse après celle survenue en décembre 2018. Nous pensons que le marché a sursé à l'évocation d'une pause dans le cycle de remontée des taux directeurs. La banque centrale veut effectivement se donner du temps pour juger de l'efficacité des hausses de taux déjà réalisées, mais nous ne percevons pas encore d'inflexion inquiétante dans la vigueur de l'économie américaine. Selon nous, la croissance ne devrait pas prendre une tournure préoccupante, d'où l'intérêt d'adopter une position négative en termes de sensibilité sur les taux courts, dans l'éventualité où la Fed déciderait de relever à nouveau ses taux (même prudemment) cette année. En outre, les mesures de relance fiscale de Donald Trump se sont traduites par une augmentation des dépenses budgétaires et par une hausse des émissions gouvernementales. La Fed ayant réduit la taille de son bilan, les taux sur les maturités les plus longues sont probablement ceux qui sont le plus à risque aux États-Unis.

QU'EN EST-IL DES TAUX EUROPÉENS ET DES RÉCENTES DÉCLARATIONS DE LA BCE ?

La situation européenne est tout autre. La politique monétaire extrêmement accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) explique que les taux soient restés fermement ancrés en territoire négatif. Toutefois, l'amélioration des fondamentaux devrait inciter la BCE à réduire ses mesures de relance. Les valorisations des taux européens sont par conséquent appelées à se normaliser. La banque centrale ne devrait pas relever ses taux de référence avant plusieurs trimestres et l'arrêt de son programme d'assouplissement quantitatif ne signifie pas pour autant qu'elle mettra un terme à ses achats d'obligations. En réalité, elle poursuivra ses acquisitions via le réinvestissement des coupons et des échéances des obligations déjà détenues.

L'ARRÊT DU PROGRAMME D'ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF DE LA BCE NE SIGNIFIE PAS POUR AUTANT QU'ELLE METTRA UN TERME À SES ACHATS D'OBLIGATIONS.

POINTS CLÉS

- ▶ Une allocation active et flexible couvrant tous les segments du marché obligataire
- ▶ Une grande diversité d'obligations et de stratégies pour bénéficier d'opportunités d'investissement variées
- ▶ Un fonds qui s'appuie sur la solide expertise en gestion obligataire d'Edmond de Rothschild Asset Management
- ▶ Une gestion active de la sensibilité comprise entre -2 et +8
- ▶ Le fonds est exposé au risque de crédit

QUELS SONT LES ATOUTS DU FONDS EDR FUND BOND ALLOCATION DANS UN TEL CONTEXTE ?

Il est désormais difficile de construire des portefeuilles obligataires générant des rendements attractifs tout en étant équilibrés en termes de risques.

Le fonds EdR Fund Bond Allocation suit une approche active et flexible et investit dans un univers couvrant l'ensemble des segments obligataires (obligations souveraines, d'entreprise, de pays développés, de pays émergents, Investment Grade, High Yield, etc.). Il a pour objectif de chercher à s'adapter au mieux aux conditions de marché grâce à sa flexibilité articulée autour de trois axes. Premièrement, via des instruments minutieusement sélectionnés : après avoir examiné les marchés obligataires dans leur ensemble, nous sélectionnons les types d'obligations les plus adaptés à la situation actuelle. Deuxièmement, nous disposons d'une importante marge de manœuvre concernant l'exposition du fonds aux taux d'intérêt, et pouvons adopter un positionnement négatif si cela s'avère judicieux. Cela nous permet d'exploiter un certain nombre d'opportunités liées à l'évolution des taux attendus.

Le troisième point concerne notre sélection d'émetteurs, dernière étape clé de notre processus d'investissement. Afin de couvrir au mieux l'ensemble des opportunités qu'offre l'univers d'investissement, tous nos analystes participent au processus de sélection.

En étant au cœur de toutes les expertises de gestion obligataire d'Edmond de Rothschild Asset Management, le fonds EdR Fund Bond Allocation propose ainsi aux investisseurs une réponse à leurs interrogations face à des marchés agités.

COMPTE TENU DE CES ÉLÉMENTS, QUELLE EST L'EXPOSITION ACTUELLE DU FONDS ?

Le mois de janvier a été marqué par les commentaires prudents des banques centrales : la BCE a signalé des risques de baisse de l'économie sur fond de recul des indicateurs d'activité, tandis que la Fed a confirmé la suspension de ses hausses de taux, en dépit de l'amélioration de ses indicateurs. Certes, les taux se sont globalement resserrés, les courbes européennes s'aplatissant et la courbe américaine se pentifiant, mais la réaction des marchés semble toutefois exagérée. Le scénario intégré dans la courbe des taux américains nous paraît peu plausible : le marché anticipe un statu quo en 2019 avant une réduction en 2020. L'économie américaine devrait bien ralentir en 2019 par rapport à 2018, mais elle ne devrait cependant pas entrer en récession cette année.

Dans ce contexte, les obligations émergentes, à haut rendement, financières et périphériques ont surperformé, profitant également de l'apaisement des inquiétudes entourant les négociations entre la Chine et les États-Unis. Nous avons fortement abaissé l'exposition globale de notre portefeuille qui s'établit désormais autour de 80%. Nous avons réduit notre exposition aux obligations d'entreprises de 10%. Nous avons en revanche accru notre positionnement sur les obligations émergentes en raison de l'évolution du marché. Les dernières décisions prises en matière de politique monétaire aux États-Unis soutiennent considérablement l'ensemble de cette classe d'actifs. Nous avons fortement réduit la sensibilité du fonds, qui se trouve actuellement en territoire négatif. Enfin, nous avons davantage réduit notre exposition aux taux européens car

selon nous les valorisations ne reflètent pas les fondamentaux, mais intègrent uniquement les effets d'une politique monétaire excessivement accommodante.

Edmond de Rothschild Fund Bond Allocation est un compartiment de la SICAV de droit luxembourgeois agréée par la CSSF et autorisée à la commercialisation en France, en Suisse, au Luxembourg, en Autriche, en Allemagne, en Espagne et en Italie.

SELON NOUS, LA CROISSANCE AMÉRICAINNE NE DEVRAIT PAS PRENDRE UNE TOURNURE PRÉOCCUPANTE.

GLOSSAIRE

- ▶ High Yield (ou Haut Rendement) : obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- ▶ Investment Grade : Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- ▶ La sensibilité d'une obligation mesure la variation de sa valeur en pourcentage induite par une variation donnée du taux d'intérêt.
- ▶ La politique accommodante d'une banque centrale désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.

CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES

Forme juridique : SICAV de droit luxembourgeois

Date de création : 30/12/2004

Codes ISIN

Classe A : LU1161527038

Classe B : LU1161526907

Classe I : LU1161526816

Frais de gestion maximum

Classes A et B : 0,80% TTC

Classe I : 0,40% TTC

Frais de gestion variables

15% de la surperformance annuelle par rapport à l'indice de référence

Montant minimum de la souscription initiale

Classes A et B : 1 part

Classe I : 500 000 €

Droits d'entrée

Classe A : 1% max

Classe B : 3% max

Classe I : néant

Droits de sortie : Néant

Affectation du résultat

Classe A et I : Capitalisation

Classe B : Distribution

Indicateur de référence : 50% de l'indice « Barclays Capital Euro Aggregate Corporate Total Return » et 50% de l'indice « Barclays Capital Euro Aggregate Treasury Total Return »

Durée de placement recommandée

> 3 ans

*Les classes présentées dans ce document sont les principales classes en EUR.. Le compartiment dispose par ailleurs de classes en USD, GBP et CHF. Pour plus d'information, veuillez contacter votre interlocuteur commercial.

PRINCIPAUX RISQUES D'INVESTISSEMENT

Ce compartiment est noté en catégorie 3 (classes A, B et I), en ligne avec la nature des titres et des zones géographiques présentées dans la rubrique «objectifs et politique d'investissement» du document d'informations clé pour l'investisseur (DICI).

Risque de perte en capital : Le compartiment ne bénéficie d'aucune garantie ni protection, il se peut donc que le capital initialement investi ne soit pas intégralement restitué même si les souscripteurs conservent les parts pendant la durée de placement recommandée.

Risque de crédit : Le risque principal est celui du défaut de l'émetteur, soit au non-paiement des intérêts et/ou du non remboursement du capital. Le risque de crédit est également lié à la dégradation d'un émetteur. L'attention du porteur est attirée sur le fait que la valeur liquidative du compartiment est susceptible de varier à la baisse dans le cas où une perte totale serait enregistrée sur une opération suite à la défaillance d'une contrepartie. La présence de créances d'entreprises privées en direct ou par l'intermédiaire d'un compartiment dans le portefeuille expose le compartiment aux effets de la variation de la qualité du crédit.

Risque de crédit lié à l'investissement dans des titres spéculatifs : Le compartiment peut investir dans des émissions de pays ou de sociétés notés dans la catégorie non « investment grade » à l'achat selon une agence de notation (notation inférieure à BBB-selon Standards & Poor's ou toute autre notation équivalente attribuée par une autre agence indépendante) ou considérées comme équivalentes par la Société de Gestion. Ces émissions sont des titres dits spéculatifs pour lesquels le risque de défaillance des émetteurs est plus élevé. Ce compartiment doit donc être considéré comme en partie spéculatif et s'adressant plus particulièrement à des investisseurs conscients des risques inhérents aux investissements dans ces titres. Ainsi, l'utilisation de titres « haut rendement / High Yield » (titres spéculatifs pour lesquels le risque de défaillance

de l'émetteur est plus important) pourra entraîner un risque de baisse de la valeur liquidative plus important.

Risque de taux : L'exposition à des produits de taux (titres de créances et instruments du marché monétaire) rend le compartiment sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Le risque de taux se traduit par une baisse éventuelle de la valeur du titre et donc de la valeur liquidative du compartiment en cas de variation de la courbe des taux.

Risque lié à l'investissement sur les marchés émergents : le compartiment pourra être exposé aux marchés émergents.

Outre les risques propres à chacune des sociétés émettrices, des risques exogènes existent, plus particulièrement sur ces marchés. Par ailleurs, l'attention des investisseurs est attirée sur le fait que les conditions de fonctionnement et de surveillance de ces marchés peuvent s'écarter des standards prévalant sur les grandes places internationales. En conséquence, la détention éventuelle de ces titres peut augmenter le niveau de risque de portefeuille. Les mouvements de baisse de marché pouvant être plus marqués et plus rapides que dans les pays développés, la valeur liquidative pourra baisser plus fortement et plus rapidement enfin, les sociétés détenues en portefeuille peuvent avoir comme actionnaire un Etat.

Risque lié à l'engagement sur les contrats financiers et de contrepartie : Le recours aux contrats financiers pourra induire un risque de baisse de la valeur liquidative plus significative et rapide que celle des marchés sur lesquels le compartiment est investi. Le risque de contrepartie résulte du recours par le compartiment aux contrats financiers qui sont négociés de gré et/ou à des opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres. Ces opérations exposent potentiellement le compartiment à un risque de défaillance de l'une de ses contreparties et le cas échéant à une baisse de sa valeur liquidative.

Février 2019. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France).

Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) remis avant toute souscription et disponible sur le site <http://funds.edram.com> ou gratuitement sur simple demande aux sièges sociaux d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) et Edmond de Rothschild Asset Management (Luxembourg).

DISTRIBUTEUR GLOBAL

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

SOCIÉTÉ DE GESTION

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (LUXEMBOURG)

20, Boulevard Emmanuel Servais, L – 2535 Luxembourg

DÉLÉGATAIRE DE LA GESTION FINANCIÈRE

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Partenariats & Distribution – Tél. +33 (0)1 40 17 23 09

Institutionnels France – Tél. +33 (0)1 40 17 23 44

Développement International – Tél. +33 (0)1 40 17 27 04

www.edram.fr