

INVESTIR SUR LA DETTE ÉMERGENTE AVEC FLEXIBILITÉ ET OPPORTUNISME

INTERVIEW - Décembre 2016



Jean-Jacques Durand

GÉRANT DETTES ET DEVISES
ÉMERGENTES

Longtemps perçue comme une classe d'actifs réservée à des spécialistes, la dette émergente a connu depuis quelques années une forte croissance de ses encours. Elle reste toutefois sous-représentée dans les portefeuilles.

Jean-Jacques Durand, Gérant Dette et Devises émergentes revient sur les atouts de cet univers d'investissement et sur l'approche à fortes convictions qu'il privilégie.

» QUEL RÔLE PEUT JOUER LA DETTE ÉMERGENTE DANS UNE ALLOCATION D'ACTIFS ?

Alors que les investisseurs européens subissent depuis de nombreux mois les rendements faibles voire négatifs offerts par les obligations souveraines, un segment se démarque particulièrement au sein de l'univers obligataire : celui de la dette émergente.

Ce segment de marché se présente comme une classe d'actifs à part entière. Elle offre un potentiel de rendement attractif, à la fois en relatif et en absolu, ainsi qu'une bonne capacité de diversification. Même s'il ne représente qu'environ 12% du marché de la dette mondiale, ce marché est profond et très diversifié. Dette en devises dures¹ et en devises locales, dette souveraine, quasi souveraine ou corporate, sont autant de segments qui présentent des opportunités variées pour les investisseurs de long terme.

Le marché s'est bien diversifié ces dernières années, soutenu notamment par la croissance de la base d'émetteurs et d'investisseurs. Même si 2016 aura vu un retour important des flux entrants, cet univers d'investissement est encore sous-pondéré dans les portefeuilles des grands investisseurs internationaux.

Les tendances de long terme plaident pour cette classe d'actifs.

Les fondamentaux des pays émergents sont aujourd'hui beaucoup

plus solides que dans le passé : leurs réserves de change sont par exemple conséquentes, leur ratio Dette/PIB est globalement maîtrisé.

La croissance démographique, le développement des classes moyennes, les importantes réserves de change en constante progression, constituent également des facteurs clés pour les perspectives de ces marchés. Il y a bien entendu des disparités assez fortes entre les zones et les pays ainsi qu'un certain nombre de facteurs de risques qu'il faut être en mesure de gérer. Une approche sélective est donc essentielle.

La dette émergente est encore largement sous-pondérée dans les portefeuilles des investisseurs internationaux

Au-delà de l'intérêt de la classe d'actifs en tant que telle, nous estimons que l'approche que nous privilégions au sein du fonds EdR Fund Emerging Bonds crée de la valeur.

» QUELLE EST VOTRE PHILOSOPHIE DE GESTION ?

Nous déployons sur la classe d'actifs une approche flexible et opportuniste. Le fonds bénéficie d'un large univers d'investissement et peut diversifier ses sources

de performances à la fois sur la dette en devises dures, la dette en devises locales, les devises, et sur des émetteurs souverains, quasi souverains ou privés. Il est toutefois structurellement principalement investi sur la dette souveraine et quasi-souveraine en devises dures en raison de la très grande diversité des instruments de cette catégorie.

L'un des points forts du fonds EdR Fund Emerging Bonds est sa capacité à s'éloigner fortement de la composition des grands indices de dette émergente et à effectuer des choix marqués sur des cas d'investissement, parfois à contre-courant du consensus de marché. Une gestion benchmarkée n'est pas adaptée à cette classe d'actifs en raison des biais observés dans les indices.

Nous pensons qu'il est important d'affirmer des convictions marquées, de long terme. Sur ce marché, la surperformance se joue chaque année sur certains dossiers spécifiques qu'il faut être en mesure d'identifier.

Notre portefeuille est donc volontairement concentré. La première position, le Venezuela, représente par exemple 21% alors que son poids dans l'indice émergent est proche de 5%².

Nous cherchons à créer de la valeur sur un horizon supérieur à 3 ans. Pour atteindre cet objectif nous acceptons également, de par la structure de notre portefeuille et par nos choix d'allocation prononcés, de passer par des périodes où le fonds peut s'inscrire en retrait par rapport au marché.

Enfin, l'un des critères qui nous différencie également, est le fait de ne pas limiter notre analyse aux fondamentaux des pays mais de pleinement intégrer l'analyse des facteurs techniques comme par exemple les flux d'investissement, l'appétit des investisseurs pour le risque, et l'activité des intervenants majeurs.

► QUELS SONT ACTUELLEMENT VOS PRINCIPALES CONVICTIONS EN TERME DE « BOND PICKING » ?

La principale position que nous détenons est le **Venezuela**. Cette position a pu être parfois malmenée mais nous l'avons malgré tout maintenue, forts de nos convictions. Nous estimons que le potentiel de gain sur ces titres est toujours présent et l'asymétrie du profil risque/rendement importante.

Côté politique, le pays a déjà commencé sa transition après plus de 15 ans de « Chavisme ». Nous avons vu, lors des dernières élections parlementaires, l'opposition l'emporter et prendre le contrôle du congrès. L'armée semble montrer un certain pragmatisme en soutenant la volonté de la population. Ce pays possède les plus grandes réserves de pétrole au monde. Notre conviction repose notamment sur le fait que les autorités vénézuéliennes ont toujours démontré leur volonté de préserver le service de la dette et d'éviter d'éventuels conflits avec les créanciers internationaux pour préserver l'activité pétrolière dont l'économie locale dépend à près de 95%. Le pays est modérément endetté et dispose d'une capacité de paiement sur le long terme.

Les obligations traitent actuellement à un niveau inférieur à la valeur de recouvrement potentielle en cas de défaut.

Nous maintenons notre conviction sur cette position.

L'**Ukraine** est également une conviction importante. Le pays dispose d'un fort soutien de l'occident ainsi que celle du FMI. Un nouveau gouvernement est en place depuis quelques mois. La stabilité politique qu'il apporte ainsi que le redressement progressif de l'économie est de bon augure.

Au sein de la région sud-américaine, le **Brésil** reste également une forte conviction même si nous avons légèrement réduit notre exposition, à l'image de celle sur l'Argentine.

La **Turquie** est également l'une de nos principales positions.

Les facteurs macro-économiques sont favorables avec notamment une croissance de 3%². Son économie est bien diversifiée, son ratio dette/PIB faible et son budget bien contrôlé. La valorisation de sa dette souveraine est globalement attractive. L'une des interrogations concerne les aspects géopolitiques. Nous estimons toutefois que la prime géopolitique est aujourd'hui excessive sur ce titre.

Enfin, conscients d'un certain nombre de risques sur le marché, nous avons constitué depuis plusieurs semaines une poche de liquidités et mis en place des protections tout en gardant en portefeuille nos convictions. Cela nous a permis de limiter les pertes suite à l'élection de Donald Trump.

Nous conservons cette approche défensive pour les prochaines semaines, ce qui ne remet toutefois pas en cause notre vision de la classe d'actifs à moyen/long terme. Cela nous offre une capacité à saisir des opportunités en cas de rechute des marchés. C'est notamment pendant ce type de période que l'on peut réaliser des investissements particulièrement porteurs.

► QUELLE EST VOTRE OPINION SUR LA CHINE ?

Depuis 2014 nous sommes particulièrement attentifs au risque chinois qui nous semble sous-estimé par le marché. Nous avons en effet depuis cette date protégé notre portefeuille contre une bulle de crédit. La Chine représente toujours un risque macro-économique majeur. En dépit de récentes nouvelles encourageantes, sur le front économique, de nombreux déséquilibres demeurent présents au sein de cette économie.

Son niveau d'endettement qui représente environ 250% du PIB,

un taux de non *performing loan*³ officiel bien loin de la réalité ainsi qu'un marché immobilier en surchauffe, représentent de notre point de vue de vrais sujets d'inquiétude.

Compte tenu des risques, nous maintenons donc cette protection. Son profil asymétrique (potentiel de gain important, risque estimé de perte globalement limité) est un atout.

► QUELS SONT LES RÉSULTATS DE VOTRE GESTION ?

En 2016, le fonds réalise une performance en hausse de 19,2%. Il s'agit d'un résultat particulièrement intéressant face au comportement des obligations souveraines des pays développés et aux performances décevantes et volatiles des actions. Sur 5 ans le fonds affiche une performance annualisée de 12,5% alors que dans le même temps son indice de référence, le JPM EMBI Global Hedged progresse de 4,6%, soit une surperformance cumulée de plus de 55%⁴.

Le fonds est par ailleurs noté 5 étoiles par Morningstar⁵ et a également reçu récemment plusieurs trophées internationaux. Cela confirme la valeur ajoutée apportée par notre gestion sur longue période.

1. La dette en devise « dure » fait référence aux obligations libellées dans des devises de référence, mondialement échangées sur les marchés des devises. Il s'agit principalement du dollar US et de l'euro. Par opposition, la dette en devise locale fait référence aux obligations libellées dans la devise nationale de l'entité émettrice.

2. Données au 31/10/2016. Source : Bloomberg. La composition du portefeuille est susceptible d'évoluer dans le temps.

3. Créances en souffrance

4. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Données au 24/11/2016. Performance cumulée de la classe A € du fonds sur 5 ans : +80,58% contre +25,48% pour l'indice JPM EMBI Global Hedged.

5. Notations Morningstar au 31/10/2016 dans la catégorie Obligations émergentes couvertes en €. Les notations Morningstar ne sont pas des classements de marché et ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter, de vendre ou de détenir des parts ou actions des OPC gérés par Edmond de Rothschild Asset Management (France). La référence à un classement ou à un prix de cet OPC ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou du gestionnaire. © Morningstar TM.



EDR EMERGING BONDS : POINTS-CLÉS

- Une classe d'actifs en plein essor offrant un couple rendement / risque plus élevé que les titres souverains de certains pays développés
- Un support de diversification offrant une exposition globale à la dette émergente
- Une gestion opportuniste associant plusieurs sources de performance
- Les marchés émergents peuvent s'avérer plus volatils et moins liquides que les marchés développés

CARACTÉRISTIQUES DU COMPARTIMENT*

Date de création : 29/04/1998 sous la forme d'un fonds de droit français transformé en SICAV de droit luxembourgeois en février 2016

Codes ISIN :
Classe A : LU1160351208 / Classe I : LU1160352354

Frais de gestion maximum :
Classe A : 1 % TTC / Classe I : 0,45 % TTC

Frais de gestion variables : 10% de la surperf. annuelle par rapport à l'indice de référence

Montant minimum de la souscription initiale :
Classe A : 1 classe / Classe I : 500 000 €

Droits d'entrée : 3 % maximum (Classe A uniquement)

Droits de sortie : Néant

Indicateur de référence : JPM EMBI Global Index (couvert en EUR)

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.

Edmond de Rothschild Fund Emerging Bonds est un compartiment de la SICAV de droit luxembourgeois agréée par la CSSF et autorisé à la commercialisation en France et au Luxembourg.

PRINCIPAUX RISQUES D'INVESTISSEMENT

Ce fonds est noté en catégorie 6 (classes A EUR et I EUR), en ligne avec la nature des titres et les 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 du capital investi. Il existe un risque que le capital investi dans ce compartiment ne soit pas intégralement restitué. Le porteur est averti que l'objectif de performance est donné à titre indicatif et ne peut en aucune manière constituer une obligation de résultat pour la société de gestion.

Risques liés à l'investissement sur les marchés émergents : Le compartiment peut être exposé à certains titres comportant un degré de risque supérieur à celui généralement associé aux investissements sur les principaux marchés financiers, notamment du fait de facteurs politiques et/ou réglementaires locaux (par exemple : risque de taxes, impôts, prélèvements obligatoires à la source de quelque nature qu'ils soient de la part de gouvernements, autorités réglementaires ou autres juridictions). Le cadre juridique de certains pays dans lesquels les compartiments et fonds d'investissement sous-jacents pourront être amenés à investir peut ne pas apporter à l'investisseur les mêmes garanties en matière de protection ou d'information, que celles habituellement offertes sur les principaux marchés financiers, celui-ci pouvant notamment générer un risque d'inconvertibilité des devises émergentes dans une devise majeure (tel que l'euro ou le dollar) ou un risque de non-transférabilité d'une devise étrangère d'un compte à un autre. Les titres émis sur certains marchés dits émergents peuvent être significativement moins liquides et plus volatils que ceux émis sur des marchés plus matures. A cet égard, les titres de pays émergents offrent une liquidité plus restreinte que celles des pays développés ; en conséquence, la détention éventuelle de ces titres peut augmenter le niveau de risque de portefeuille. Ainsi, 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.

Risque inhérent à la gestion discrétionnaire : Le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différentes stratégies suivies par le compartiment. Il existe un risque que le compartiment ne soit pas investi à tout moment sur les stratégies ou les instruments financiers les plus performants.

Risque de taux : Le risque de taux correspond au risque lié à une remontée des taux des marchés obligataires, qui provoque une baisse des cours des obligations et par conséquent une baisse de la valeur liquidative du compartiment. Une hausse des taux peut impacter négativement la performance pendant une période non définie ; de même, en cas de sensibilité négative du portefeuille, une baisse des taux peut impacter négativement la performance pendant une période non définie. Ce phénomène peut entraîner une baisse de la valeur liquidative. Le risque de taux peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

Décembre 2016. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Avertissement : 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 www.edmond-de-rothschild.eu onglet "Fund Centre" ou gratuitement sur simple demande aux sièges sociaux d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) et Edmond de Rothschild Asset Management (Luxembourg).

Risque de crédit : En cas d'événement de crédit (par exemple écartement significatif de la marge de rémunération d'un émetteur par rapport à une obligation d'État de même maturité), de défaillance ou de dégradation de la qualité des émetteurs d'obligations (par exemple la baisse de leur notation), la valeur des titres de créance dans lesquels est investi le compartiment pourra baisser, ce qui est susceptible d'entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment. L'utilisation de titres High Yield, dits haut rendement, dans la limite de 100% de l'actif net du compartiment pourra entraîner un risque de baisse de la valeur liquidative plus important : ces titres présentant un risque accru de défaillance. Ce compartiment doit être considéré comme spéculatif et s'adressant plus particulièrement à des investisseurs conscients des risques inhérents aux investissements dans des titres dont la notation est basse ou inexistante.

Risque de change : Il s'agit du risque de baisse des devises d'investissement par rapport à la devise de référence du portefeuille, l'euro. Le compartiment s'exposant dans des devises autres que l'euro, il est sensible à l'évolution des marchés des devises et peut subir des pertes en cas d'évolution défavorable des devises sélectionnées. En cas de baisse d'une devise par rapport à l'euro, la valeur liquidative pourra baisser. Le compartiment pouvant investir directement, à des fins d'exposition ou de couverture, sur les devises dont des devises de pays émergents, le risque de change pourra représenter jusqu'à 100% de l'actif net du compartiment. Eu égard au fait que la devise de comptabilité du compartiment est l'euro, les parts P et U libellées en dollar américain feront l'objet d'une couverture spécifique de leur risque de change contre euro.

Risque lié à l'engagement sur des contrats financiers et risque de contrepartie : Le compartiment est exposé aux risques inhérents aux produits dérivés. Les risques inhérents à l'utilisation de futures, d'options et de contrats de swaps incluent, sans pour autant s'y limiter, les risques suivants : - les variations de prix à la baisse comme à la hausse des options, warrants, contrats de swap, dérivés de crédit et de futures, en fonction des variations de prix de leur sous-jacent ; - les écarts de variations entre le prix des instruments dérivés et la valeur du sous-jacent de ces instruments ; - la liquidité occasionnellement réduite de ces instruments en marché secondaire.

La conclusion de contrats sur produits dérivés de gré à gré expose le compartiment à un risque de contrepartie potentiel. En cas de défaut de la contrepartie du produit dérivé, le compartiment est susceptible d'encourir une perte financière. L'utilisation de produits dérivés peut donc entraîner pour le compartiment des risques de pertes spécifiques auxquels le compartiment n'aurait pas été exposé en l'absence de telles stratégies.

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)

16, 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