

Commentaire

Paris, le 18 janvier 2016

Obligations d'entreprises :
**« La désensibilisation à la hausse des taux passe
par une gestion active des maturités »**

Par Emmanuel Petit, Responsable de la Gestion obligataire chez Rothschild & Cie Gestion

Les craintes d'un ralentissement économique en Chine et dans les pays émergents, conjuguées à la chute continue des prix pétroliers, ont significativement déstabilisé les marchés financiers ces derniers mois. Dans cet environnement incertain, les marchés obligataires n'ont pas dérogé à la tendance, exposés à un regain de volatilité et à une dégradation de la liquidité sur certains segments.

« La Chine au centre des attentions »

Du point de vue des fondamentaux économiques, la situation de la Chine n'est pas aussi sombre qu'il y paraît. En effet, le nouveau rythme de croissance du pays ne ressemble pas à un atterrissage économique brutal, mais plutôt à un processus de rééquilibrage structurel après deux décennies de développement exponentiel. Pour tenter de stabiliser durablement la croissance, les autorités chinoises sont en train de déployer des mesures d'assouplissement monétaire visant à soutenir l'activité économique domestique et ont décidé ces derniers mois de soutenir avec succès des secteurs clés (automobile, immobilier).

Plus que l'orientation des indicateurs économiques avancés (pour lesquels aucune détérioration brutale n'est d'ailleurs constatée), ce sont les incertitudes sur le niveau du yuan qui interpellent les marchés. Or, ici encore, il semblerait que la Banque Populaire de Chine ne soit pas vraiment disposée à engager la guerre des changes crainte par le monde entier. Si elle a dévalué le taux pivot de référence du yuan pour pallier les sorties récentes de capitaux, la banque centrale n'a pas d'intérêt à voir sa devise chuter fortement. Une dépréciation excessive de la devise pourrait créer à nouveau des capacités industrielles mal employées, et peu rentables, et ralentirait le rééquilibrage de l'économie vers les activités de services.

« Vers un peu plus d'inflation, catalyseur de la hausse des taux longs obligataires »

Quant aux prix des matières premières, une stabilisation, voire un raffermissement des cours, devrait se manifester cette année. C'est le cas, en particulier, du pétrole, dont l'équilibre offre - demande a de grandes chances d'évoluer dans les mois à venir. En effet, selon les anticipations de l'IEA, la production d'or noir à l'échelle mondiale sera en 2016 sensiblement identique à celle de 2015, tandis qu'une légère recrudescence de la demande est attendue. La demande globale devrait être notamment soutenue par la poursuite de la croissance économique, notamment aux Etats-Unis, où

les revenus salariaux et la consommation des ménages présentent encore un potentiel d'amélioration.

Ces perspectives militent en faveur d'une stabilisation du sentiment économique dans les prochains mois, favorable à une réévaluation à la hausse des anticipations d'inflation. Par conséquent, il faut s'attendre à une nouvelle hausse des taux longs obligataires à l'horizon des douze prochains mois, d'autant que la Fed a amorcé le resserrement progressif de sa politique monétaire.

« Sur le marché du crédit européen, les maturités courtes sont sources de protection »

La dynamique fondamentale sur le marché du crédit est moins porteuse en Europe où l'augmentation du levier d'endettement pourrait être utilisé par les entreprises de bonne qualité. L'écartement des spreads de crédit que l'on a connu en 2015 a cependant révélé de fortes disparités parmi les secteurs, avec notamment une très bonne résistance du secteur bancaire et un effondrement du secteur des matières premières. Ce dernier est désormais dans une phase d'ajustement, comme après chaque éclatement de bulle, où les rendements sont très importants et tous les efforts dirigés vers la solvabilité. La visibilité est certes faible, mais le risque est correctement rémunéré sur des entreprises de premier plan.

Dans cet environnement de marché qui peut se révéler volatil, il faut garder la capacité d'être contrariant et opportuniste sur le marché du high yield où la plus faible liquidité peut exacerber les mouvements de prix. Par exemple, des obligations émises par Glencore ou Arcelor Mittal affichent ainsi une décote intéressante et représentent selon nous des opportunités d'investissement « bottom-up ».

« Les obligations bancaires subordonnées représentent aussi une source de rendement »

Du point de vue des primes de risque, les obligations bancaires subordonnées représentent aussi une source de rendement. C'est le cas d'émissions Additional Tier 1 de Santander ou de Société Générale, dont les rendements avoisinent 6 à 8,5%. Cette catégorie d'obligations est, dans le cadre de notre fonds R Euro Crédit, un choix d'investissement stratégique.

Par ailleurs, les investisseurs auront encore pour principal défi d'immuniser leur portefeuille contre la hausse des taux. C'est pourquoi, nous maintenons notre stratégie de désensibilisation mise en place depuis plusieurs trimestres, via une gestion obligataire très active et la sélection de titres de maturités courtes ou moyennes (3 à 5 ans), moins exposés au risque d'élargissement des spreads. Nous estimons que ce segment de la courbe de taux recèle aujourd'hui les meilleures opportunités de rendement. En termes de notations, notre préférence va toujours aux signatures BBB / Crossover, pour leur profil rendement-risque attractif.

Le défi de 2016 sera de capter du rendement en protégeant le portefeuille du risque de hausse des taux, en ciblant les thématiques où le couple rendement / risque est le meilleur. Opportunisme et sélectivité seront les maîtres-mots dans un environnement de marché qui risque d'être volatil dans la lignée de 2015.

À propos du Groupe Rothschild & Cie Gestion :

Avec 28 milliards d'euros d'encours, Rothschild & Cie Gestion se situe parmi les grands noms de la gestion dite de conviction en France et en Europe. La société dispose d'expertises en gestion classique se concentrant sur les actions européennes, les obligations crédit et convertibles et la gestion diversifiée flexible. Parallèlement, Rothschild & Cie Gestion a développé, via sa filiale Rothschild HDF Investment Solutions, une offre de solutions

d'investissement en architecture ouverte. Rothschild HDF Investment Solutions assemble, de manière innovante, optimale tout en recherchant à contrôler les risques, des expertises internes et externes sélectionnées et suivies avec rigueur.

À propos de Rothschild & Co., (anciennement Paris Orléans) :

Rothschild & Co intervient dans les métiers suivants :

- le Conseil financier (Global Financial Advisory) regroupe les activités de conseil en fusions et acquisitions, conseil en financement et en restructuration de dette et de conseil sur les opérations de marchés de capitaux ;
- la Banque privée et la gestion d'actifs (Wealth & Asset Management) ; et
- le Capital investissement et dette privée (Merchant Banking) regroupe les activités de capital investissement pour compte de tiers et pour compte propre.

Rothschild & Co est une société en commandite par actions (SCA) de droit français, au capital de 142 274 072 €, inscrite au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 302 519 228. Siège social : 23 bis avenue de Messine, 75008 Paris, France. Rothschild & Co est cotée sur Euronext à Paris, Compartiment A – Code ISIN : FR0000031684. Action éligible au PEA – PME

Contacts Presse

Fargo

Yohann Hendrice

Tél. 01 44 82 95 53

yhendrice@agencefargo.com

Wyame Fassi-Fihri

Tél. 01 44 82 95 51

wfassifihri@agencefargo.com