

DÉCRYPTAGE

Mai 2018



Philippe Uzan

DIRECTEUR DES GESTIONS
EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT

L'ÂGE D'OR DE LA GESTION ACTIVE OBLIGATAIRE

Les 20 dernières années ont vu de profonds bouleversements dans le fonctionnement des marchés financiers en Europe et dans la structure des portefeuilles des investisseurs. Si le fonctionnement du marché unique reste perfectible en matière de biens et de services, la monnaie unique a pour sa part considérablement ouvert l'univers d'analyse des investisseurs domestiques du continent tant sur les actions que sur les obligations. Ceci a, dès le début du 21^{ème} siècle, permis au marché de la dette libellée en euros d'atteindre une masse critique et d'accélérer le développement des obligations d'entreprises.

La crise financière de 2008 a encore renforcé ce mouvement de désintermédiation bancaire et assuré à la fois croissance et diversification à l'ensemble des segments de la classe d'actifs obligataire sur le Vieux Continent. Cette dernière est devenue presque aussi riche et profonde que les marchés de taux libellés en dollars sur lesquels des *mutual funds*¹ actifs très importants existent depuis longtemps.

» PERFORMANCES PASSÉES ET FUTURES

La phrase « les performances passées ne préjugent pas des performances futures » est à la fois très pertinente et partiellement fautive lorsqu'on l'applique aux marchés obligataires. Ainsi, la performance moyenne de l'indice large d'obligations € BofAML EMU depuis la fin 1998 est de 4,4%² alors que le taux moyen de l'indice est passé de 3,7% à 0,65%. Il est absolument certain que la performance future moyenne au cours des 20 prochaines années sera bien inférieure ; pour égaler la performance passée, il faudrait en effet que le taux de rendement moyen du portefeuille atteigne un niveau négatif inimaginable. Bâtir une allocation stratégique en utilisant les performances historiques passées des indices obligataires n'aurait donc pas beaucoup de sens.

En revanche, prendre en compte le niveau de la courbe des taux au moment de l'achat d'un portefeuille donne une estimation relativement robuste de son rendement moyen futur. En effet, la performance à attendre peut être décomposée comme la somme de la composante taux sans risque et des différentes primes de risques

Les performances passées laissent préjuger de performances futures nettement plus faibles

(portage³ et *roll-down*⁴, variations de taux, variations de *spread* le cas échéant,...). Les données historiques sur une obligation Treasury 10 ans montrent que la composante variation du *spread* taux 10 ans - taux sans risque explique l'essentiel de la volatilité des perfor-

mances mais le surcroît moyen de performance lié à cette composante est voisin de 0. Dans le contexte global de taux bas que nous connaissons depuis plusieurs années, et plus particulièrement dans celui de la zone euro où les taux sans risque sont en territoire négatif, les niveaux absolus de taux longs restent proches de leurs plus bas historiques ainsi que la plupart des *spreads*⁵ de crédit. La performance moyenne à attendre d'un indice obligataire pour les prochaines années est donc très faible sans même évoquer le risque qu'elle soit nettement négative en cas de remontée des taux. Autrement dit, les performances passées laissent préjuger de performances futures nettement plus faibles.

Ce contexte est aussi à garder à l'esprit lorsque l'on revient à l'absence même de la classe d'actifs obligataire dans le cadre d'un portefeuille multi-actifs. Elle est généralement considérée comme la moins risquée des actifs risqués et apporte de plus un caractère de protection grâce à une corrélation faible, voire négative, avec les performances des actions, le fameux effet « fuite vers la qualité ». Or, ces deux caractéristiques sont nettement moins robustes dans le contexte d'investissement dans lequel nous nous trouvons. Il faut d'abord rappeler comme l'enseigne la finance comportementale qu'il ne faut pas confondre risque et volatilité. Les données historiques comme les modes de fonctionnement des marchés peuvent nous laisser présumer que la volatilité des investissements

obligataires demeurera assez basse, même si beaucoup s'inquiètent du risque de trous de liquidité. Mais la volatilité met sur le même plan les performances élevées positives et négatives. Celles-ci, en réalité, ne se valent pas et le vrai risque pour l'investisseur est celui de l'occurrence de fortes performances négatives uniquement, c'est donc le risque de *skew*⁶ négatif plutôt que celui de la volatilité. C'est d'ailleurs cet élément qui explique principalement le caractère risqué perçu comme beaucoup plus fort d'un investissement en actions, comme l'illustre par exemple le paramétrage du SCR⁷ dans la réglementation Solvabilité 2. Or, le *skew* d'un portefeuille obligataire varie très sensiblement avec le niveau des taux comme l'illustre le tableau ci-contre. Pour des niveaux de taux de 5%, il est proche de -1. Avec des taux à 2%, l'asymétrie négative est comparable à celle d'un indice actions. Pour des taux à 1%, celui-ci devient fortement négatif : le *downside*⁸ en cas de remontée des taux est beaucoup plus important que l'*upside*⁹ en cas de baisse des taux supplémentaire. Enfin, l'une des principales craintes dans les mois qui viennent, comme l'ont illustré en partie les turbulences de ce début d'année, est celle d'un changement de braquet des banques centrales et de tensions sur le niveau des taux. Les investisseurs en actifs risqués ne pourraient pas, dans ce type de scénario, compter sur leur poche classique obligataire pour atténuer la baisse, mais au contraire enregistrer l'une des rares périodes où actions et obligations reculent simultanément.

Il convient donc de réexaminer le rôle et la place des investissements obligataires dans une allocation pour intégrer à la fois des perspectives de rendement plus faibles et des caractéristiques de risque en hausse. Dans ce contexte, un supplément de performance apporté par la gestion active peut devenir crucial dans la performance totale. Il faut pour cela observer les armes dont disposent les gérants actifs obligataires et si leurs résultats vont dans le sens d'un rôle croissant dans les portefeuilles.

► CE QUI DISTINGUE ACTIONS ET OBLIGATIONS POUR UN GÉRANT ACTIF

Les marchés obligataires confrontent une très large panoplie d'intervenants qui vont bien au-delà des gérants de fonds traditionnels et dont la fonction d'utilité peut être radicalement différente. Les banques commerciales vont privilégier les titres ayant un impact positif sur le ratio de liquidité, les compagnies d'assurance dans une approche *buy and hold*¹⁰ se concentrent sur le rendement comptable à l'achat. Quant aux banques centrales, dont la présence sur les marchés de taux ces dernières années n'a fait que s'accroître, elles sont tenues à des objectifs d'inflation, de croissance ou de surveillance de la stabilité financière dans leurs interventions et non à un but de rentabilité. Or, le poids de ces différents investisseurs est loin d'être négligeable et est estimé selon diverses sources à environ la moitié du stock mondial d'obligations.

De plus, les réglementations ou contraintes auxquelles sont soumis certains investisseurs

Au sein du Groupe Edmond de Rothschild, nous sommes convaincus de l'intérêt de la gestion active pour améliorer et maîtriser le couple rendement/risque sur un horizon de long terme quelle que soit la classe d'actifs. Nous allons néanmoins nous concentrer ici sur le cas particulier des obligations pour identifier les caractéristiques propres au marché des taux qui justifient les avantages de la démarche active par rapport à une approche passive.

peuvent exercer une forte influence sur les valeurs relatives des instruments. Bâle 1 qui comportait une pondération en capital bien inférieure pour un émetteur financier par rapport à un émetteur corporate expliquait en grande partie les spreads plus serrés dont bénéficiaient en général les établissements bancaires. Beaucoup d'intervenants ont des possibilités d'investissement limitées dans les titres qui ont un niveau de rating inférieur à un certain seuil. Ceci donne naissance à des primes de risque de défaut anormalement larges pour les notations les plus basses et à des mouvements de prix exagérés en cas de baisse de rating qui provoquent des ventes forcées. Le calcul du SCR sous Solvabilité 2 pénalise la détention de titres de crédit à maturité élevée par rapport aux obligations d'échéance plus courte quel que soit le rating.

Ces éléments créent des opportunités qu'un gérant passif ne peut capter. Mais la réplication d'un indice obligataire a également d'autres inconvénients. Le poids d'un émetteur y est en général déterminé par son stock de dette ; si ce facteur peut être un bon proxy pour estimer la liquidité, il ne peut être le critère optimal d'allocation pour un prêteur par rapport à une analyse crédit de qualité. Par ailleurs, la composition des indices obligataires varie beaucoup plus que celle de ses homologues actions : nouvelles émissions, passage du temps qui rapproche de la maturité, changement de rating le cas échéant créent un niveau élevé de rebalancement et un coût de transaction rendant la réplication parfaite pour un fonds passif à la fois complexe et coûteuse.

► LES RESSORTS DE LA GESTION ACTIVE OBLIGATAIRE

Le développement des marchés de capitaux et des instruments financiers a fortement élargi la boîte à outils des gérants obligataires avec de surcroît des particularités propres aux émetteurs

SKREW D'UN PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

	Plus fort gain sur 3 mois	Plus forte perte sur 3 mois	Skew ⁶
Obligation 10 ans avec taux à 5%	9,3%	-9,0%	-1,0
Obligation 10 ans avec taux à 3%	5,5%	-6,2%	-1,1
Obligation 10 ans avec taux à 2%	6,8%	-8,6%	-1,3
Obligation 10 ans avec taux à 1%	4,3%	-10,6%	-2,5
Eurostoxx 50	32,0%	-42,5%	-1,3

Source : Bank Credit Analyst

Réexaminer le rôle et la place des investissements obligataires dans une allocation

européens. Alors qu'une lecture statistique des rendements des principaux indices de référence obligataires montre que les variations de taux d'intérêt en sont de loin la première composante, une analyse plus complète permet de prendre en compte que l'évolution du prix d'une obligation peut dépendre d'un spectre plus large : anticipations d'inflation, taux réels, points de courbe, swaps spreads, spreads de crédit y compris risque spécifique de l'émetteur, sensibilité actions dans le cas de convertibles, etc. La capacité d'un processus de gestion active à piloter précisément, en fonction des convictions, l'exposition à ces différents éléments, notamment par l'utilisation de produits dérivés, peut sensiblement renforcer à la fois la génération de performance et la maîtrise des risques. En effet, ces facteurs dépendent d'analyses de problématiques différentes : politique monétaire, position dans le cycle croissance et d'inflation, politiques budgétaires, flux et positionnement, analyse financière des émetteurs privés, etc.

Le graphique illustre ainsi que, autour d'une tendance commune, les principales sous-classes d'actifs obligataires connaissent des amplitudes de performance nettement différenciées et que la hiérarchie entre elles sur des périodes de quelques mois varie sensiblement. Ceci s'explique notamment par le fait que le cycle de crédit et celui des taux sont décalés. La capacité à allouer une part des investissements de façon dynamique sur différents segments de l'univers obligataire (y compris hors benchmark, le cas échéant) constitue donc un levier de surperformance. Ajoutons à cela pour un gérant actif la possibilité d'être tactiquement sous-exposé via l'utilisation du cash ou d'instruments de couverture.

La possibilité d'investir sur des courbes de taux d'une devise différente de l'indice de référence est également une source d'amélioration du profil rendement/risque. Il convient tout de suite de préciser que dans la grande majorité des cas, cette diversification doit se faire à risque de change couvert. En effet, la volatilité des devises est en général bien supérieure à celle de la moyenne des obligations. De plus, la synchronisation du cycle économique mondial (au moins au niveau des pays développés) explique un haut niveau de corrélation entre un indice obligataire domestique et un indice global couvert en change. Cela implique que comparer le niveau des taux entre devises n'a qu'une portée limitée : ainsi, le supplément « facial » de rendement en mars 2018 du *Treasury 10 ans* (2,9%) par rapport au *Bund 10 ans* (0,6%) disparaît plus que complètement si l'on intègre un coût de couverture annualisé de

1. Fonds gérés par une société d'investissement qui recueille des fonds auprès de différents investisseurs qui en deviennent les actionnaires.
2. Source : Bloomberg.
3. Le portage est le gain lié à la détention d'une obligation dont le taux de rendement est supérieur au taux sans risque.
4. Stratégie visant à tirer parti d'une pente positive de la courbe des taux.
5. Écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
6. Défini comme la valeur du ratio plus forte perte sur plus fort gain.
7. Exigence en fonds propres ou SCR (Solvency Capital Requirement).
8. Le downside représente le risque de baisse de la valeur d'un actif.
9. L'upside représente le potentiel de hausse de la valeur d'un actif.

Un supplément de performance apporté par la gestion active peut devenir crucial dans la performance totale

l'ordre de 280 points de base ! En revanche, si la prochaine récession mondiale se produit avant que la BCE n'ait eu le temps d'entamer vraiment sa phase de remontée des taux, le potentiel de baisse des taux longs sera alors bien plus fort sur la courbe dollar que sur la courbe euro. Mais la gestion active n'est pas seulement l'apanage des allocataires obligataires.

La zone euro possède la particularité d'avoir plusieurs Etats souverains partageant la même devise. Même si la BCE a réussi à partir de l'été 2012 à rétablir la crédibilité de la monnaie unique, la crise grecque a durablement convaincu les acheteurs de titres gouvernementaux en Europe de distinguer le groupe des pays périphériques (Grèce, Italie, Espagne, Portugal), plus sensibles à l'aversion au risque, et à prêter une grande attention aux risques politiques nationaux comme l'ont montré les élections en France en 2017 et celles en Italie récemment. Il existe donc même pour

un portefeuille d'obligations euro spécialisé en dettes d'Etat des marges de manœuvre au-delà des choix de durée, de pente ou de courbure. Par ailleurs, le renforcement et la complexité de la réglementation financière sur le Vieux Continent, combinés à des particularités nationales en matière de système bancaire, ont donné naissance à une grande variété d'émissions (senior, Additional Tier 1, Lower Tier 2, Coco, etc.) dont l'évolution des spreads de crédit tant au plan des catégories de subordination qu'au niveau idiosyncratique a montré une large dispersion, vaste terrain d'intervention pour des gérants actifs spécialisés.

► LA GESTION ACTIVE OBLIGATAIRE EN EUROPE A DE BEAUX JOURS DEVANT ELLE

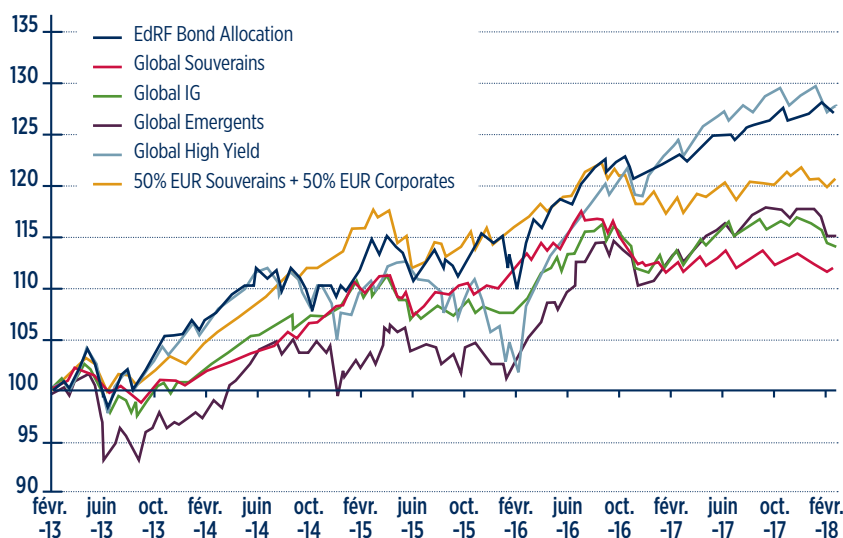
Les données historiques sur les marchés de mutual funds américains montrent que sur le long terme, les performances moyennes des gérants actifs obligataires sont supérieures à celles de la gestion passive dans de nombreuses catégories. Le développement et la complexité des marchés d'instruments de taux en Europe au cours des 20 dernières années a créé un cadre favorable pour que ce phénomène traverse l'Atlantique. Ce terrain avantageux prendra d'autant plus d'importance dans les années qui viennent que

les rendements à attendre pour les principaux indices de référence obligataire sont très faibles, voire négatifs compte tenu du niveau historiquement bas des taux d'intérêt de la très grande majorité des émetteurs. **L'alpha¹¹ que pourra générer un gérant actif, que ce soit par une sélection rigoureuse des facteurs de risques auxquels les investisseurs sont exposés ou par l'introduction de poches de diversification hors indice, devrait donc représenter une part croissante et cruciale de la performance d'un portefeuille obligataire.**

10. La stratégie buy and hold consiste pour l'investisseur à acheter et à conserver une action pendant une durée relativement longue, par opposition à une approche de trading à court terme.

11. L'alpha représente la valeur ajoutée du gérant après avoir retranché l'influence du marché que le gestionnaire ne contrôle pas.

ÉVOLUTION DE LA PERFORMANCE DES SOUS-SEGMENTS OBLIGATAIRES



Achevé de rédiger en avril 2018. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) 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 investissement comporte des risques spécifiques. Principaux risques d'investissement : risque de perte en capital, risque actions, risque de crédit, risque de taux. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. À cet effet, il devra prendre connaissance du document d'informations clés pour l'investisseur (DIC) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management (France) ou sur le site www.edram.fr. Avertissement spécifique pour la Belgique : cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

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

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