

# A la recherche de protection dans le nouvel environnement obligataire

L'environnement actuel caractérisé par la hausse des corrélations et la baisse des rendements montre que la stratégie « barbell » consistant à combiner des actifs à risque faible et d'autres plus risqués ne permet plus de préserver le capital en période de forte tension. Les investisseurs doivent par conséquent remettre en cause les hypothèses traditionnelles sur le risque et les sources de protection.



**Fraser Lundie, CFA**  
Co-responsable d'Hermès Credit

**Andrey Kuznetsov, CFA**  
Analyste crédit senior

**Pas de solution miracle :** les investisseurs doivent admettre que les produits fixed income sont de moins en moins en mesure de préserver le capital. Un constat que nous avons déjà pu faire lors du « taper tantrum » de 2013 quand les actifs à risque et les obligations ont tous deux baissés. Ce fut là un événement important dont les investisseurs devraient tirer des leçons.

La protection qu'offre le rendement obligataire devient aussi de moins en moins importante. En septembre 2000, le rendement des emprunts d'État américains à 10 ans était de 6%, contribuant à leur performance totale cumulée de 27% enregistrée lors du cycle baissier qui s'en est suivi. En 2007, ils rapportaient 4,5% pour une performance cumulée de 20,8% au cours de la période précédant le point bas du marché actions atteint en mars 2009. Ces gains ont offert une protection à la baisse appréciable, mais les rendements actuels sont peu susceptibles d'offrir un rempart aussi solide lors du prochain cycle baissier, compte tenu du niveau de départ historiquement bas de 1,5% qui prévaut actuellement.<sup>1</sup>

**Un problème mondial :** Ce défi est également évident sur le marché européen. Le rendement des bunds allemands à 10 ans est d'à peine -0,07%<sup>2</sup> au cours de la prochaine décennie, une période qui pourrait voir les taux d'intérêt sur les marchés développés remonter des niveaux extrêmement bas atteints pendant la crise financière. De telles perspectives aussi faibles réduisent la capacité des titres à durée longue à générer des rendements lors de futurs chocs de marché.

**Reconstituer de la protection :** afin de se protéger contre la baisse des marchés et d'optimiser les rendements ajustés au risque, nous pensons qu'il est nécessaire que les investisseurs repensent le schéma traditionnel de la diversification obligataire. Par exemple, compte tenu de la dynamique générale de marché, une exposition au crédit à durée longue ne constitue plus à nos yeux une source de protection adéquate contre le risque baissier – la corrélation aux obligations d'État étant presque parfaite, une simple diversification obligataire ne peut donc produire que de faibles rendements. Bien au contraire, cela présente une menace pour le capital dans un contexte de hausse des taux.

Au lieu de cela, nous remplaçons les emprunts d'État et les obligations à durée longue par des positions de crédit défensives, éliminant ainsi la dépendance à la relation entre taux d'intérêt et actifs à risque pour assurer une protection contre le risque baissier du marché. Nous préférons remplacer la durée en allouant une partie du portefeuille à des stratégies de crédit défensives. En effet, nous combinons ces dernières afin de créer une poche qui devrait se comporter comme une obligation d'État pendant les périodes de tension de marché.

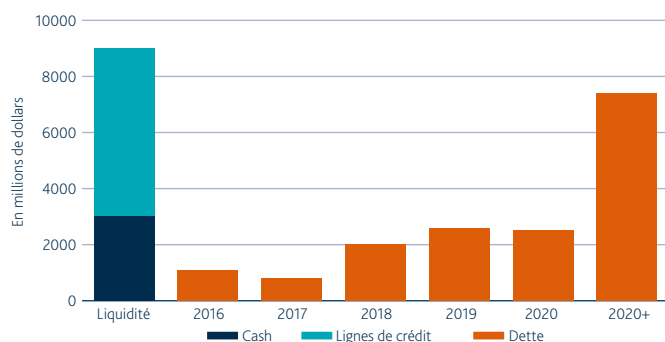
**Travailler la courbe :** l'une des stratégies crédit que nous utilisons consiste à prendre des positions en exploitant les opportunités de valeur relative à différentes échéances sur la courbe de CDS d'un émetteur. Cette approche défensive est efficace lorsque nous sommes prudents vis-à-vis des fondamentaux à long terme de l'entreprise mais que nous avons une opinion favorable sur son profil de liquidité, prenant en compte l'ensemble des sources – y compris le cash, les lignes de crédit mises en place et la vente d'actifs ou d'actions – à la disposition de l'entreprise.

ArcelorMittal est un bon exemple. Alors que la multinationale de sidérurgie est confrontée à d'importants défis, notamment l'offre chinoise d'acier bon marché, les coûts fixes plus élevés que ceux de ses concurrents des pays émergents, la dépendance aux perspectives de croissance mondiale et les engagements de retraite conséquents, son risque financier à court terme est relativement faible. Il présente un profil d'échéance favorable et dispose d'une forte liquidité – dont 3 milliards d'euros en cash et 6 milliards d'euros sous la forme de lignes de crédit, soit plus du double de sa dette arrivant à échéance au cours des deux prochaines années (4 milliards d'euros) ainsi que la possibilité de se refinancer sur les marchés obligataires.

<sup>1</sup> Bloomberg, au 27 juin 2016.

<sup>2</sup> Bloomberg, au 27 juin 2016.

## ArcelorMittal: Profil des échéances



Source: Hermes, ArcelorMittal, mai 2016.

**Trouver de la protection :** un fort positionnement défensif sur la courbe de crédit d’ArcelorMittal pourrait être constitué en conjuguant une position acheteuse à deux ans sur la courbe de crédit d’ArcelorMittal, via la vente de CDS, à une position vendeuse à cinq ans, via l’achat de CDS. La position acheteuse à deux ans soutient l’opération de carry qui finance la position vendeuse. Compte tenu de nos perspectives de liquidité à court terme, les CDS à deux ans devraient arriver à maturité sans être déclenchés. En cas de baisse du marché, l’échéance à cinq ans sous-performera celle à deux ans car le prix de cette dernière dépend de la liquidité à court terme tandis que le CDS à cinq ans est lié à des perspectives de crédit à plus long terme.

**Un nouvel environnement :** il est impératif de trouver d’autres sources de protection contre le risque baissier maintenant que les conditions idéales du passé – rendements obligataires élevés à long terme et corrélations négatives – ont disparu. Le risque d’évènement, tel que le « taper tantrum », a déjà remis en cause les hypothèses traditionnelles sur la diversification. Les portefeuilles de crédit doivent intégrer des approches et des modèles de risque différents, qui se sont adaptés à l’environnement auquel nous sommes confrontés.

## Pourquoi Hermes Credit ?

### Notre approche

Un focus sur la sélection de titres à travers l’ensemble de la structure du capital d’émetteurs du monde entier. Nous estimons qu’une performance positive relative dépend autant de la recherche de titres attractifs que de l’identification d’entreprises solvables. Cette approche permet de générer de solides performances tout au long du cycle.

### Un processus rigoureux et répliquable

Des performances solides en investissant dans des obligations, prêts et instruments dérivés. Cette sélection de crédit bottom-up s’appuie sur une analyse top-down. La gestion du risque est au cœur de chaque étape de notre processus d’investissement.

### Une équipe expérimentée

Une équipe qualifiée et intégrée, dont les principaux membres collaborent ensemble depuis 2004. Nous sommes experts dans les stratégies de gestion de crédit high yield et investment grade mondiaux ainsi que dans l’approche multi-stratégies globale.

### Un alignement des intérêts

L’indépendance d’une équipe associée aux ressources opérationnelles d’un gérant de fonds institutionnel. Afin de garantir l’alignement de nos intérêts avec ceux de nos clients, notre rémunération dépend notamment de notre capacité à délivrer de la surperformance à long terme. Hermes Investment Office assure une gestion des risques de façon indépendante.

Pour plus d’informations, veuillez contacter notre représentant en France :

NEXO Capital

01 45 02 80 20

contact@nexocapital.com



Ce document s’adresse exclusivement aux investisseurs professionnels. Les avis et opinions contenus dans le présent document sont ceux de l’équipe crédit d’Hermès et ne représentent pas nécessairement les avis exprimés ou reflétés dans d’autres communications, stratégies ou produits d’Hermès. Bien que les informations contenues dans le présent document soient considérées comme fiables, Hermès Fund Managers n’offre aucune garantie quant à leur exhaustivité ou leur exactitude et décline toute responsabilité en cas d’erreurs concernant des faits ou des opinions. Ce document n’est supposé fournir aucun conseil de nature comptable, juridique ou fiscale, ni aucune recommandation d’investissement et ne saurait servir de référence dans ces domaines. Ce document ne présente aucun lien avec les objectifs d’investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d’un destinataire en particulier. Ce document est publié à des fins d’information uniquement et ne saurait être considéré comme une sollicitation ou une offre en vue d’acheter ou de vendre des titres ou des instruments financiers connexes. Sauf indication contraire, les données chiffrées proviennent d’Hermès.

La distribution des informations contenues dans le présent document peut être soumise localement à des restrictions ; en conséquence, il incombe aux personnes entrant en possession de ce document de s’informer de ces restrictions et de s’y conformer. Publié et approuvé par Hermès Investment Management Limited (« HIML »), autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Adresse du siège : Lloyds Chambers, 1 Portsoken Street, Londres E1 8HZ. HIML est un conseiller en placement inscrit auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (« SEC »). CM155355 T4592 08/16