



R-co Valor Bond Opportunities, une gestion opportuniste sur les marchés de taux internationaux



Emmanuel Petit

Co-gestionnaire du fonds
Rothschild & Co Asset
Management Europe

Alors que les politiques des principales banques centrales restent très accommodantes, la hausse des taux longs aux États-Unis secoue le marché depuis le début de l'année. Quelles opportunités peuvent naître de cet environnement ? Emmanuel Petit et Julien Boy nous font part de leur analyse.

Que s'est-il passé sur les marchés de taux au cours des derniers mois ?

Le fait marquant depuis le début d'année a été la hausse significative des taux américains. Elle traduit un ajustement des anticipations d'inflation, conséquence de la combinaison d'un rythme de vaccinations élevé, d'annonces de plans de soutien massifs et de la perspective d'une réouverture prochaine de l'économie. Dans le même temps, la Fed, confiante dans l'idée que cette hausse de l'inflation ne sera que temporaire, maintient sa politique monétaire très accommodante, précisant qu'elle agira de façon progressive uniquement lorsqu'elle constatera une amélioration économique tangible et une reprise notable du marché du travail.

Ce positionnement suscite le débat. Les investisseurs penchent, en effet, pour un biais inflationniste plus structurel que ne le prévoit la Banque centrale américaine. Le marché pense que l'inflation sera de 2,7%⁽¹⁾ en moyenne sur les cinq prochaines années. Tout l'enjeu est de savoir qui aura raison et si la Fed sera contrainte d'enclencher son *tapering*⁽²⁾ et remonter ses taux plus tôt que prévu, ou bien encore, si elle va simplement laisser filer l'inflation.

R-co Valor Bond Opportunities

Fonds proposant une gestion flexible et opportuniste sur les marchés de taux internationaux, R-co Valor Bond Opportunities se compose d'un cœur de portefeuille crédit, associé à des stratégies sur les taux d'intérêt et l'inflation. L'équipe de gestion dispose d'une grande marge de manœuvre, que ce soit en matière de zones géographiques, maturités ou notations des titres, de même que d'un large panel d'outils. L'objectif étant d'optimiser le couple rendement-risque du portefeuille dans les différentes phases de marché.

Principaux risques : Risque de perte en capital, Risque de gestion discrétionnaire, Risque de crédit, Risque lié à l'utilisation d'instruments dérivés, Risque de contrepartie, Risque que la performance, Risque de change, Risque lié à l'exposition aux pays hors OCDE (y compris les pays émergents), Risque actions, Risque lié aux critères extra-financiers (ESG). Liste non exhaustive, merci de vous référer à la rubrique "profil de risque" du prospectus du compartiment.

(1) Réduction progressive de la politique accommodante menée par la Fed.

(2) Anticipation du marché déduite des obligations indexées sur l'inflation, au 10/05/2021.

En outre, sa position est assez isolée. Les banques centrales du Canada et de la Norvège semblent plus promptes à réagir. Ces pays ayant des niveaux d'inflation du même ordre que les États-Unis, on peut alors se demander si leurs décisions ne sont pas des indicateurs avancés d'un potentiel infléchissement de la Fed.

Cette différence d'interprétation fait-elle peser un risque sur les marchés ?

Le risque se situe au niveau des taux réels. Si l'inflation est maîtrisée, la Fed gardera sa politique accommodante et les taux réels resteront largement négatifs, peut-être même encore plus qu'actuellement. Cette situation est positive pour les actifs risqués et permet, par ailleurs, d'absorber progressivement la dette accumulée. Si l'inflation dérape, un accident de communication de la part de la Banque centrale américaine est possible ou, tout du moins, des anticipations de marché sur un durcissement de la politique monétaire. Une telle situation pourrait créer un choc à la hausse sur les taux réels. Ce qui se révélerait particulièrement défavorable pour les actifs risqués. L'hypothèse la plus probable, selon nous, est que la Fed n'hésitera pas à utiliser ses instruments monétaires pour éviter un "krach obligataire" et limiter la volatilité sur les taux réels.

Une telle situation a-t-elle un impact sur la Zone euro ?

Il y a moins de craintes inflationnistes en Europe. Les anticipations de marché sont d'ailleurs plutôt en ligne avec les perspectives de la BCE, et largement sous la cible des 2%. Un durcissement de la politique monétaire n'est donc pas d'actualité. Pourtant, les taux progressent pour les mêmes raisons qu'aux États-Unis il y a quelques semaines, à savoir l'accélération de la vaccination et la réouverture de l'économie, même si l'ampleur et le calendrier des plans de relance diffèrent. Les actifs risqués européens sont soutenus par des taux réels toujours négatifs, mais ils ne seront pas immunisés face à une volatilité éventuelle venue des États-Unis.

Comment ont évolué les fondamentaux du marché du crédit ?

Depuis le début d'année, le marché du crédit souffre de la hausse des taux sur la meilleure qualité d'émetteurs où les primes de risque sont insuffisantes. Les émetteurs plus risqués affichent une performance positive grâce à la baisse

Après une année 2020 qui permettait de bénéficier d'un moteur de performance sur le crédit, dorénavant, nous misons davantage sur la thématique reflationniste...

des primes de risque. Ce marché reste néanmoins intéressant pour quatre raisons.

Premièrement, l'environnement de taux réels négatifs est propice à la prise de risque. Deuxièmement, les valorisations sont sur des niveaux élevés, mais restent cohérentes avec les perspectives de taux de défaut qui demeureront basses grâce aux mesures de soutien budgétaire. Troisièmement, avec la réouverture des économies, nous allons entrer dans une phase du cycle qui permettra aux entreprises de générer des *cash-flows* et ainsi de baisser leur endettement. Enfin, les programmes d'achats des banques centrales sont un soutien technique au marché.

Comment se positionner dans ce contexte ?

Les conditions de marché actuelles nous offrent la possibilité de construire un portefeuille équilibré principalement investi dans des obligations crédit, notamment *High Yield*⁽³⁾ ou non notées, assurant un rendement avec une duration maîtrisée. Toutefois, les niveaux de valorisation nécessitent d'être plus sélectifs en 2021, la génération d'*alpha*⁽⁴⁾ sera donc la clé de notre réussite.

R-co Valor Bond Opportunities profite également d'opportunités d'arbitrage sur les courbes de taux offertes par la désynchronisation des cycles économiques ou des politiques monétaires entre les différentes zones géographiques. Après une année 2020 qui permettait de bénéficier d'un moteur de performance sur le crédit, cette année, nous misons davantage sur la thématique reflationniste, aux États-Unis bien sûr, mais également ailleurs dans le monde.

Au final, la diversité des stratégies au sein du portefeuille nous a permis de générer une performance positive depuis un an, avec une base de comparaison certes favorable, mais surtout avec une faible volatilité. ■

(3) Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(4) Mesure de la surperformance d'un portefeuille, d'une action ou d'un titre par rapport à sa performance théorique. L'alpha dénote donc la capacité d'un gestionnaire à créer de la valeur en étant capable de détecter les titres ou les actions qui rapportent plus qu'ils ne devraient, compte tenu de leur risque, et ce pour une période donnée.

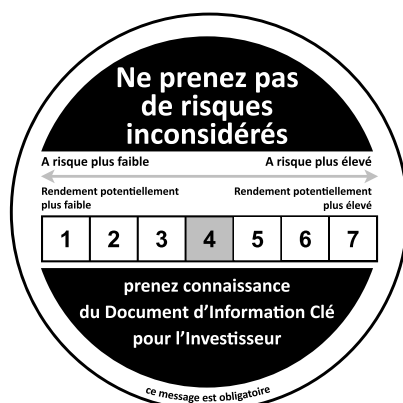
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps.

	Depuis le début de l'année	2020	2019	2018	2017	2016	Depuis création ⁽¹⁾	Volatilité 1 an
R-co Valor Bond Opportunities C EUR	3,43%	6,74%	-	-	-	-	11,83%	4,80%
EONIA Capitalisé + 2,5%	1,03%	2,51%	-	-	-	-	4,44%	0,03%

(1) Date de création : 28/08/2019.

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/05/2021.

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances tiennent compte de l'ensemble des frais portés au niveau de l'OPC mais ne tiennent pas compte des frais supportés par l'investisseur.



Durée de placement recommandée : 3 ans

Le niveau de risque de ce compartiment est de 4 (volatilité comprise entre 5% et 10%) et reflète principalement une politique de gestion discrétionnaire exposant le portefeuille de manière diversifiée à moyen terme aux marchés des taux. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur du compartiment. La catégorie de risque associée au compartiment n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse comme à la baisse. La catégorie la plus faible ne signifie pas sans

risque. Le compartiment n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de crédit, risque de contrepartie, risque de liquidité, impact des techniques telles que des produits dérivés : L'utilisation des produits dérivés peut amplifier l'impact des effets de mouvement de marché du portefeuille. La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment. Pour de plus amples informations sur le profil de risque et ses principaux contributeurs, merci de vous référer au prospectus.

Avertissements

Document à caractère publicitaire, simplifié et non contractuel. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management Europe ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

R-co Valor Bond Opportunities est un compartiment de la SICAV "R-co", immatriculé 844 443 390 RCS Paris. Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'investissement dans des parts ou actions de tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DICI/prospectus complet est disponible sur notre site Internet : www.am.eu.rothschildandco.com. La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur

notre site internet. Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination des ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA).

Veuillez noter que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante. Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine - 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 21 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com



Retrouvez toutes les informations sur am.eu.rothschildandco.com

