

Bilan du 1^{er} semestre pour les actifs obligataires et GSD Patrimoine

Les marchés obligataires européens ont connu un semestre compliqué. Plusieurs éléments anxiogènes ont inquiété les investisseurs. En début d'année la hausse des salaires aux Etats-Unis a fait **craindre une spirale inflationniste** qui aurait amené la Réserve Fédérale à mener une politique monétaire fortement restrictive. L'aversion au risque est montée d'un cran suite aux **tensions commerciales** entre Etats-Unis et Chine et à l'instauration de barrières douanières. Enfin, l'arrivée au pouvoir d'une coalition « anti-austérité » en Italie a entraîné **une défiance vis-à-vis de la dette souveraine italienne** et des valeurs financières (actions et obligations).

Dans ce contexte, les différents segments obligataires affichent des performances disparates.

Les obligations souveraines des pays « cœur » de la zone euro ont joué leur rôle de **valeur refuge**. Les obligations à 10 ans françaises et allemandes gagnent respectivement 1 % et 1,2 % sur le semestre. Les taux souverains restent ainsi extrêmement bas, à 0,66 % pour le 10 ans français et 0,3 % pour le taux allemand de même maturité.

A l'inverse les taux italiens grimpent de 75 bp à 2,7 %, ce qui correspond à une baisse de 6 % des obligations sous-jacentes.

Du côté des obligations d'entreprises et financières **l'écart de rendement s'accroît** avec les titres souverains.

Ce différentiel est de 0,75 % pour les obligations d'entreprises Investment Grade contre 0,50 % en début d'année.

Les obligations financières seniors et subordonnées (remboursées après les seniors en cas de faillite) offrent un surplus de rendement de respectivement 0,90 % et 1,80 % (contre 0,44 % et 1,05 % fin 2017).

Ainsi l'indice Bloomberg Euro Aggregate (obligations d'entreprises les mieux notées, soit Investment Grade) finit le semestre en légère hausse +0,26 % (coupons inclus).

A l'inverse l'indice BofA Euro High Yield (titres les moins bien notés) baisse de 1,7 % et l'indice Markit des subordonnées bancaires perd 1,9 % (coupons inclus).

Néanmoins l'univers obligataire étant extrêmement vaste, des disparités importantes sont observées, en fonction des émetteurs et surtout des maturités. Les obligations à **court et moyen terme** (<5 ans) **ont mieux résisté** que les maturités plus longues. De même, les obligations d'entreprises ont moins baissé que les titres financiers.

Dans cet environnement « fragilisé » les mauvaises nouvelles conduisent à des baisses sensibles, justifiées ou non, sur certains émetteurs (Rallye/Casino, Air France, Nexans, CMA CGM...). Une analyse crédit approfondie est nécessaire pour éviter au maximum ces accidents de marché. Néanmoins, si la situation est plus compliquée qu'en 2016-2017, elle est également source d'opportunités. Ainsi si la pérennité d'Air France à long terme n'est pas assurée, la très nette amélioration de sa situation financière rend intéressant un investissement sur les maturités courtes de la société. De même dans le cas Casino/Rallye, si la situation bilancielle et financière de la holding Rallye est tendue, Casino est un groupe viable.

Au cours du premier semestre 2018, notre fonds obligataire **GSD Patrimoine** a souffert et affiche une baisse de 2,46 %.

Rappelons que l'année 2016 avait débuté par une baisse supérieure. Il avait fallu 5 mois pour que le fonds redevienne positif. Malgré tout en fin d'année la performance de GSD Patrimoine était de +5,27 %.

Notre seule interrogation aujourd'hui est de savoir non pas si la valorisation du fonds va remonter, mais quel sera le délai, de quelques semaines à quelques mois.

En effet :

- A terme, la **valorisation d'un fonds obligataire n'est impactée négativement que par la faillite** d'un émetteur en portefeuille. Si l'émetteur n'est pas dans une situation de faillite, à maturité une obligation est intégralement remboursée. Aucune société présente dans GSD Patrimoine n'a fait faillite.

En plus d'une analyse crédit approfondie, nous adoptons un comportement prudent en évitant d'investir à moyen/long terme dans des secteurs soumis à d'importants changements structurels, tels que la grande distribution. Nous évitons également les sociétés qui souffriraient d'une guerre commerciale entre Chine et Etats-Unis.

Les obligations définies comme « très risquées » (notation inférieure ou égale à B+) par les agences de notation représentent seulement 4 % du portefeuille. De plus, les sociétés concernées sont majoritairement présentes dans des secteurs peu cycliques (laboratoire d'analyses médicales, fabricant de papier, services externalisés aux entreprises).

Le taux de défaut sur 1 an de cette catégorie est actuellement de seulement 2 %.

Ce segment de marché a été fortement pénalisé ces derniers mois. Les quelques titres en portefeuille ont baissé de 2 % à 7 % depuis le début d'année.

- GSD Patrimoine est **peu sensible à une remontée des taux** d'intérêt souverains.

Le fonds est en effet investi sur des titres indexés sur l'inflation et les taux et a mis en place des couvertures en vendant des obligations souveraines françaises, allemandes et américaines. Le rendement instantané de ces obligations indexées est faible mais ces titres connaîtront une forte revalorisation si le scénario de hausse des taux se matérialise.

La duration (durée de vie moyenne) du fonds est de 2,5 ans (inférieure à la durée de placement recommandée dans GSD Patrimoine de 3 ans) après prise en compte de ces couvertures.

- **L'exposition sur les pays périphériques de la zone euro est faible.** Nous ne sommes pas exposés à l'Espagne ni à la Grèce. Nous avons une position de 1 % sur une société portugaise (production d'électricité).

Notre exposition sur l'Italie est de 5,4 % dont 1,2 % sur des obligations Unicredit que la banque a décidé de rembourser par anticipation le 30 juillet prochain.

Nous n'avons **pas d'exposition sur les pays émergents.**

- GSD Patrimoine est exposé à hauteur de 34 % au segment des obligations financières, dont 6 % sur des banques. Compte tenu des évolutions réglementaires, du renforcement des fonds propres (15 % contre 7 % en 2008), de l'amélioration des bilans et des titres sélectionnés, le risque de faillite nous semble extrêmement faible à court/moyen terme.

Une **grande part de ces titres présente un profil particulier** dans la mesure où il s'agit d'obligations dont la pondération en capital est graduellement retirée à l'instrument. Il est de moins en moins intéressant pour l'émetteur de garder ces obligations et des remboursements anticipés sont de plus en plus probables.

Les financières en portefeuille sont très majoritairement des sociétés des pays cœur de la zone euro (France, Pays-Bas, Belgique, Allemagne, Autriche), leaders sur leurs marchés.

La notation des émetteurs financiers en portefeuille est comprise entre **AA et BBB+** et les obligations subordonnées sous-jacentes sont toutes notées Investment Grade.

Contrairement à de nombreux autres segments obligataires, le **surplus de rendement offert nous semble compenser favorablement les risques.**

Ces obligations ont fortement baissé depuis le début d'année, -4% à -5%, sans dégradation de la qualité des émetteurs. Ces titres devraient nettement surperformer dans les prochains mois, au fur et à mesure de l'apaisement des craintes vis-à-vis de l'Italie.

En conclusion, compte tenu du positionnement actuel du portefeuille, **seule une récession** touchant l'économie européenne pourrait impacter durablement la valorisation de GSD Patrimoine. La probabilité d'un tel scénario nous semble extrêmement faible dans les prochains trimestres. L'économie de la zone euro connaît un léger ralentissement mais croît néanmoins à un rythme annuel d'environ 2 %.

Dans ce contexte nous sommes confiants quant à une remontée de la valorisation de GSD Patrimoine dans les prochains mois. L'environnement actuel nous permet de procéder à des arbitrages qui **augmentent le rendement** futur du portefeuille, comme début 2016.

Rappelons que l'évolution des actifs obligataires n'est pas linéaire, même si la période récente (printemps 2016 – fin 2017) pouvait laisser penser le contraire. Si la volatilité peut être stressante pour nos clients comme pour nous-mêmes elle est, à moyen terme, nécessaire pour générer de la performance.

Evolution de GSD Patrimoine depuis début 2013

