

## Obligations: priorité à la périphérie et aux émergents

Un cycle de resserrements moins long et moins dur que celui prévu initialement devrait contribuer à stabiliser les rendements à long terme.



GUGLIELMO MORINI

Responsable de l'équipe Fixed Income Asset Management, GFG

▶▶▶

private equity diversifié est probablement l'option la plus sûre. Les investisseurs dans ce cas ne sont bien entendu pas dispensés de leur devoir de due diligence et doivent s'assurer que le fonds qui leur est proposé aligne la liquidité de son passif sur celle de ses actifs, au risque de revivre certaines mésaventures de 2008.

Du côté des investisseurs, deux approches se distinguent nettement. Les institutionnels, type fonds de pension, travaillent dans un environnement où la distribution des paiements des rentes futures est connue en avance, ce qui leur permet de déployer du capital à long terme sans craindre de demande de remboursement de la part de leurs clients. Ils ont donc la durée adéquate, la surface financière nécessaire, mais aussi les capacités internes pour participer à certains deals en direct, ou du moins investir dans des fonds de private equity. Certains family offices, principalement ceux de taille conséquente, participent également à ce genre d'investissements. Le panel reste toutefois restreint car il manque bien souvent à ces structures les capacités internes d'analyse et de structuration nécessaires à ce type de transaction. Pour les investisseurs avec un besoin de liquidité élevé (justifié ou non), peu d'alternatives sont disponibles car la liquidité offerte par ces fonds ne sera pas suffisante.

Au-delà de l'immobilier, les opportunités d'investissement en private equity sont multiples. Les exemples de transactions récentes au Portugal et en Espagne tendent à démontrer que la crise a participé à créer un environnement favorable pour les investisseurs de long terme. Ce type d'investissement offre non seulement un rendement attractif pour les investisseurs dans un environnement de taux bas, mais il participe également à la relance de l'économie réelle. Il représente en effet une importante source de capital lorsque les acteurs économiques traditionnels ont plutôt tendance à se retirer. ///

**L'**année 2015 restera dans les mémoires comme la dernière année d'assouplissement collectif par l'ensemble des banques centrales mondiales. En 2016, nous verrons certaines d'entre elles entamer des cycles de resserrement pour commencer à limiter l'effet de levier qui a amorti jusqu'ici la chute des économies suite à la crise. Le marché des obligations ne pourra que subir initialement ces mouvements et certains secteurs contribueront à les amortir, comme les obligations liées à l'inflation, les obligations européennes, surtout périphériques et italiennes et, dans une moindre mesure, les obligations émergentes.

La faiblesse des matières premières continuera pourtant à peser sur ces dernières qui retrouveront progressivement de la vigueur parallèlement à l'économie mondiale dont on attend avec impatience, après de trop nombreuses années, les premières révisions à la hausse des estimations de croissance. La faiblesse de la Chine et les forces déflationnistes structurelles encore à l'œuvre rendront ce résultat difficile à atteindre, et se traduiront par un cycle de resserrements moins long et moins dur que celui prévu initialement, stabilisant les rendements attendus à long terme et préservant l'attractivité de l'investissement sur les marchés des obligations.

**Rythme.** Piégée à plusieurs reprises dans des déclarations d'intention de hausse sur lesquelles elle a dû ensuite revenir, la Fed a cependant trouvé la voie à suivre pour mettre fin à la plus longue période de taux zéro de son histoire récente. Elle a fait confiance à la reprise du marché du travail et à la croissance des salaires, et considéré comme temporaire la baisse prolongée de l'inflation: après la première hausse de décembre, d'autres suivront à un rythme ralenti et nous pensons que l'objectif final de cette série de resserre-

ments sera inférieur à celui déclaré par les membres de la Fed dans leurs prévisions à l'horizon 2017 - 2018, les fameux «dot plots» ou graphiques à points.

La Fed sera la Banque centrale qui dictera de nouveau les rythmes du marché des obligations pour l'année 2016; les flux du marché obligataire, actuellement sortants, resteront graduels pour ensuite redevenir entrants lorsque l'on s'apercevra que la série de hausses sera moins sévère que prévue.

**Assouplissement.** La BCE restera l'unique banque centrale parmi les plus importantes à prôner le maintien de faibles taux d'intérêt pour l'année et peut-être même au-delà, et à augmenter l'assouplissement quantitatif. Ce qui aura pour conséquence de favoriser les titres euro-

La convergence des taux périphériques vers les taux centraux se poursuivra. Favorisée par la dissipation des craintes vis-à-vis du risque systémique.

péens, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations. Outre le découplage continu entre les taux américains et européens, l'élargissement des swap spreads se poursuivra, aidé par les achats des banques centrales nationales qui favoriseront surtout les pays affichant le meilleur profil émissions nettes-achats QE, tels que l'Allemagne et l'Italie, lesquels verront environ 260 milliards d'émissions retirées du marché. De ce fait, et malgré des rendements en progression, la convergence des taux périphériques vers les taux centraux se poursuivra, favorisée également par la dissipation des craintes des investisseurs vis-à-vis du risque systémique.

**Volatilité.** La hausse du taux américain contribuera progressivement à recalibrer les attentes du marché et à diminuer de ce

## La Fed sera la Banque centrale qui dictera de nouveau les rythmes du marché des obligations pour l'année 2016.

▶▶▶

fait la volatilité. Mais ce sont les Chinois qui doivent faire face à la problématique la plus brûlante: l'économie risque un atterrissage brutal et le Yuan des dévaluations ultérieures dont on craint l'effet explosif survenu en août: la préoccupation dont font preuve les banques centrales face à ces développements et les intenses discussions intervenues entre les autorités suite aux événements de cet été font pencher pour un contrôle accru des événements futurs.

**Stabilisation.** La faiblesse de ce secteur ne semble pas terminée mais la tendance positive des marchés des actions,

aidée justement par le coût inférieur des matières premières, devrait permettre une reprise graduelle des cotations. Cela aura pour effet de renforcer les chiffres de l'in-

Le marché est en train de vivre un redimensionnement historique de la perception qu'ont les investisseurs des risques liés à ce type d'investissements.

flation surtout à partir du début de l'année prochaine pour l'effet de base, et justifier le cycle de resserrements prévus par les membres de la Fed; la reprise des marchés

émergents sera cependant lente et soutiendra davantage les mesures d'assouplissement des autres banques centrales.

Le marché est peut-être en train de vivre un redimensionnement historique de la perception qu'ont les investisseurs des risques associés à ce type d'investissements. Et, à la lumière des résultats de cette année en termes de performance et de volatilité, il se pourrait qu'ils se rapprochent toujours plus de ceux du marché des obligations. L'attention se portera vers les indices plutôt que vers les titres individuels, parmi lesquels des différences d'évaluation parfois très disproportionnées existent. ///

**J. SAFRA SARASIN**  
Sustainable Swiss Private Banking since 1841

Nos valeurs :  
Patrimoine & tradition

Développer votre patrimoine familial est notre priorité. Préserver vos biens et les faire fructifier à travers les générations sont au cœur de nos valeurs depuis 1841.

▶▶▶