

LYXOR ALTERNATIVE UCITS

CAPTER LE BÊTA ET L'ALPHA DE LA DETTE ÉMERGENTE



Alors que la dette des marchés émergents s'avère florissante dans un contexte de transformation des fondamentaux économiques et de diversité accrue du marché sous-jacent, Marathon Asset Management a conçu et implémente une approche spécifique de gestion au sein de cette classe d'actifs.

En 2019, l'intérêt des investisseurs pour la dette émergente se confirme, celle-ci affichant un rendement attractif dans un contexte mondial de taux bas et attirant d'importants flux de capitaux.

Après une année 2018 éprouvante, la classe d'actifs a été mise sous pression dans un contexte de relèvement des taux d'intérêt américains, d'appréciation du dollar et de resserrement de la liquidité financière.

L'effondrement des devises argentine et turque s'est soldé par l'intervention du FMI en Argentine et par un programme économique d'urgence en Turquie. Contrairement aux précédentes crises économiques des marchés émergents, la contagion a cependant été limitée.

En effet, la crise de 2018 diffère des crises des années 1990 et du "taper tantrum" de 2013, lorsque la simple idée de voir la Réserve Fédérale Américaine ralentir le rythme de son programme de rachats d'actifs, avait entraîné une forte correction généralisée des marchés émergents. Loin d'être une année problématique pour la dette émergente, 2018 a en fait révélé à quel point la classe d'actifs était mature. Une gestion financière prudente et une croissance économique soutenue ont rendu les économies émergentes plus robustes et leurs marchés financiers plus diversifiés.

Pour l'équipe de gestion de dette émergente de Marathon Asset Management, L.P. (Marathon), une société de gestion internationale spécialisée dans le crédit, il s'agit d'un changement de paradigme idéal : les améliorations macroéconomiques se traduisent par une réévaluation



Gabriel Szpigel

Partenaire et Directeur du département Marchés Émergents Marathon Asset Management, L.P.



Andrew Szmulewicz

Directeur Général, gérant de portefeuille et stratéliste Marathon Asset Management, L.P.

EN BREF :

- En 2019, la dette émergente démontre son attractivité pour les investisseurs.
- Au fil des ans, l'amélioration de la gestion financière opérée par les gouvernements a grandement transformé la dette émergente.
- La croissance de la dette émergente, tant en termes de volume que de diversité de marchés, offre un environnement très favorable à la génération d'alpha.
- Marathon a développé une approche d'investissement originale sur ces marchés, visant à la fois à répliquer le bêta de l'indice de référence et à générer de l'alpha au-delà de ce positionnement.
- Alors que les périodes de volatilité et de calme se succèdent sur les marchés internationaux, les thèmes séculaires qui sous-tendent les portefeuilles de Marathon demeurent inchangés.



Jean-Baptiste Berthon
Stratégiste
Lyxor Asset Management

Un environnement différenciant pour les pays émergents

Toute trêve dans la guerre commerciale sino-américaine serait fragile, sans avancée sur la plupart des volets stratégiques de la négociation. L'incertitude et les tarifs douaniers existants continueraient à peser sur la croissance mondiale, partiellement amortis par la relance chinoise.

Les pays les plus exposés aux exportations et à l'investissement risqueraient alors de sous-performer. À plus long-terme, les économies émergentes devront s'adapter à un possible pic de la mondialisation et à un ralentissement structurel de la croissance chinoise. La convergence économique entre pays émergents et développés devrait donc se poursuivre. Toutefois, la capacité à mener à bien des réformes, à monter en gamme produits, à s'intégrer régionalement, et à stimuler la demande intérieure seront des facteurs de différenciation déterminants.

Des conditions propices pour la dette émergente en dollar, qui pourrait encore bénéficier de conditions de liquidité favorables. La récente hausse des émissions de dette continue de rencontrer une demande finale. Un cycle vieillissant, les guerres commerciales et le ralentissement de la croissance chinoise sont les principaux risques pour cette classe d'actif. Toutefois, une inflation modérée permettrait à la plupart des banques centrales des pays émergents de réduire leurs taux.

Les spreads sont restés stables dans l'ensemble, sans signe d'exubérance. Nos modèles, basés sur les différentiels économiques et de marché, suggèrent encore un léger potentiel de resserrement des spreads de dette émergente en plus du portage.

Les améliorations fondamentales constatées pour une majorité d'émetteurs, la plupart se comparant désormais favorablement avec des économies développées de taille moyenne, devraient se traduire par de faibles taux de défaut.

La classe d'actifs offre environ 5% de portage, contre 3,4% pour les entreprises américaines. En outre, les maillons faibles de ce segment ouvrent des opportunités de valeur à forte décote et de market timing.

Amélioration de l'alpha pour les gérants de dette émergente.

Un environnement économique plus discriminant et des développements spécifiques offrent des opportunités de valeur relative. En Asie, des marges de manœuvre monétaires et une sensibilité à la guerre commerciale et aux relances chinoises inégales sont des facteurs clés de différenciation. En Amérique latine, les réformes économiques et les négociations commerciales occupent le devant de la scène. Les sanctions contre la Russie et la dynamique macro européenne sont des catalyseurs déterminants pour les PECO. Certains marchés frontières offrent également des rendements décroissant. Ces disparités se manifestent par baisse des corrélations et une dispersion croissante entre pays, notations et, dans une certaine mesure, entre durations de la dette émergente en dollar.

pluri-annuelle des marchés obligataires, tandis que le nombre accru des émissions crée des opportunités de génération d'alpha.

Marathon est convaincu que son approche unique de l'investissement en obligations souveraines, quasi souveraines et d'entreprise en devises fortes est idéale pour ces marchés. Elle vise à reproduire le bêta de l'indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified*, tout en déployant une stratégie opportuniste de sélection de crédit permettant la génération d'alpha.

Cette approche se distingue nettement de celle de certains ETF spécialisés sur cette classe d'actifs. Après une rapide croissance des encours, bon nombre d'ETF ont atteint de telles tailles d'actifs sous gestion, qu'elles en ont limité leur capacité de réplique d'indice, certains des 73 pays de l'indice JPM EMBI GD n'offrant pas la liquidité dont ils ont besoin.

«Quelques considérations notables nous distinguent de nos pairs», explique Gaby Szpigel, associé et responsable de l'équipe de gestion dette émergente. «Lorsque nous construisons notre portefeuille, nous partons de l'indice pour répliquer son bêta mais nous appliquons notre processus d'investissement et de sélection de titres à l'ensemble du marché. Si nous cherchons à capter le bêta de la classe d'actifs, nous utilisons également notre expertise en matière de sélection de crédit pour générer de la sur-performance.

Nous gérons des actifs sur les marchés de dette émergente depuis plus de vingt ans et nous avons développé une réelle franchise stratégique en matière de relations, entre autres avec la communauté financière, les dirigeants d'entreprises, les agences de notation et les services gouvernementaux de gestion de la dette. Cet ancrage solide nous aide grandement à développer notre vision du marché et du crédit.»

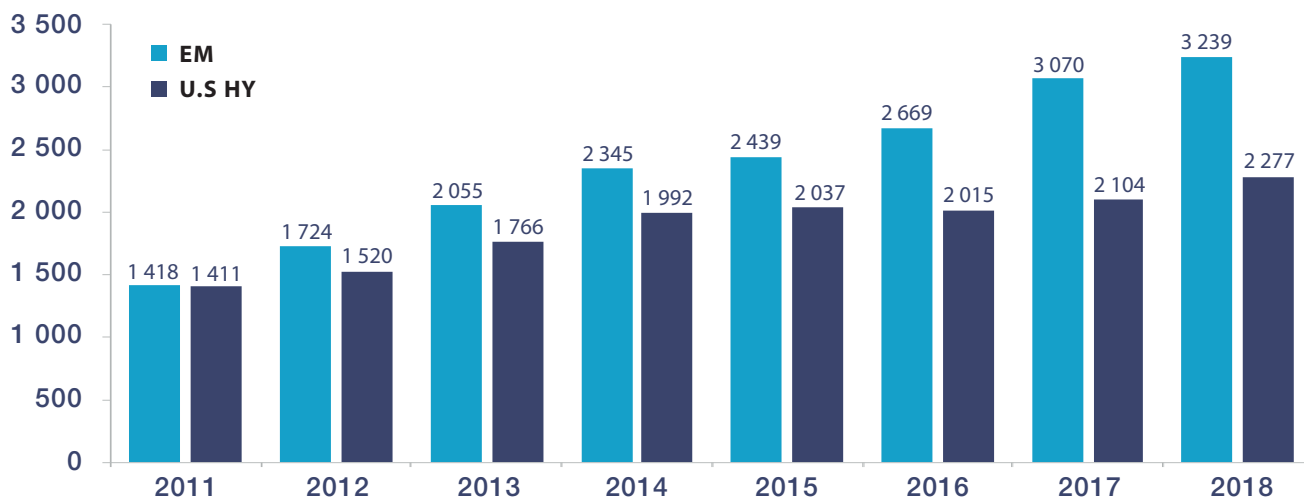
UNE CLASSE D'ACTIFS MATURE

Société de gestion fondée à New York en 1998 et spécialisée dans le crédit, Marathon est présente sur la dette émergente depuis deux décennies. Durant cette période, le marché de la dette émergente est passé de moins de 5% à plus d'un quart du marché mondial des obligations. Avec une taille de 3 200 milliards de dollars fin 2018, le marché de la dette émergente externe (libellée en devise forte) est désormais plus important que celui des obligations américaines à haut rendement, qui représente 2 300 milliards de dollars (Cf. Graphique 1). Par conséquent, l'équipe de gestion de Marathon possède une connaissance approfondie de la classe d'actifs, de la dynamique de l'indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified, ainsi qu'une expertise en matière d'identification d'opportunités et d'exécution sur l'ensemble du marché de la dette émergente externe.

En outre, au cours de cette période, les gouvernements des pays émergents ont nettement stabilisé leurs finances publiques. Ils ont introduit des taux de change flexibles, ont constitué des réserves de change et, à l'exception notable de la Chine, ont considérablement réduit leur ratio dette publique/PIB. Alors que les économies émergentes ont connu une croissance plus rapide que les pays développés, les organes économiques spécialisés tels que le FMI** estiment que cette tendance devrait se poursuivre.

*La stratégie de Dette émergente de Marathon est comparée à l'indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index qui est utilisé avec la permission de J.P. Morgan Chase & Co. ; Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tous droits réservés.

Graphique 1: Croissance du stock d'obligations des Pays Emergents libellées en Dollar versus Haut Rendement américaines (en milliards de Dollars)



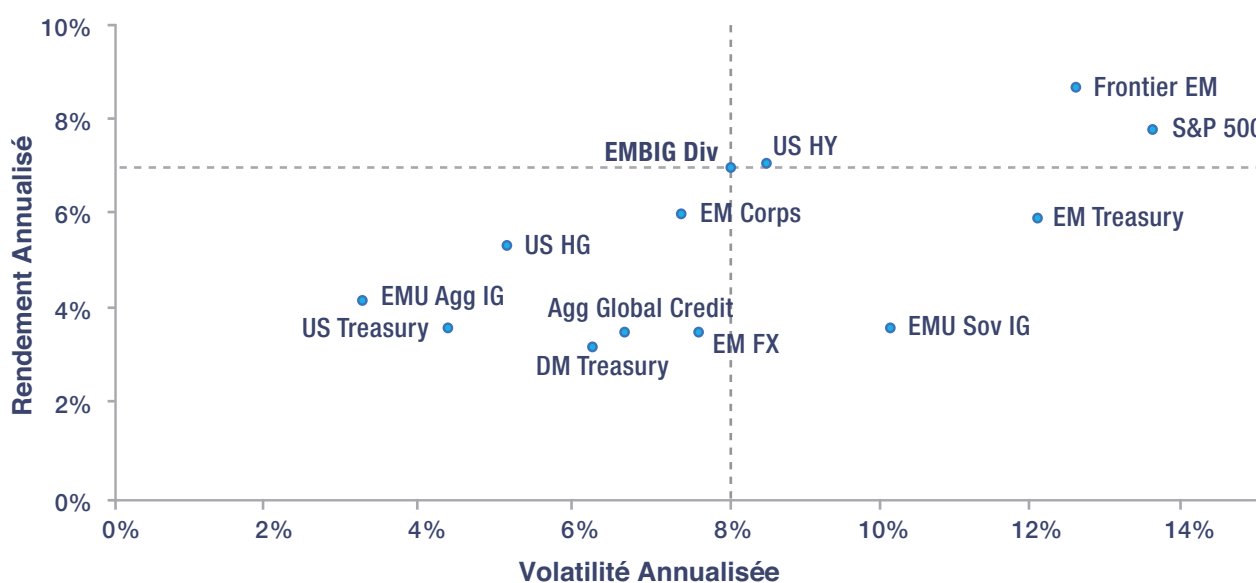
La dette émergente externe a dépassé le stock d'obligations à haut rendement américaines

Source: JP Morgan, Bank of America, à fin décembre 2018

Cela a permis aux pays émergents de générer de robustes performances ajustées du risque – l'indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified ayant affiché un rendement annualisé de 7% pour une volatilité annualisée de 8% sur cinq ans, de 2013 à la fin de 2018 (Cf. Graphique 2). Mais également, de par sa faible corrélation avec les autres classes d'actifs,

la dette émergente externe permet aux investisseurs de diversifier leurs risques. Par exemple, la corrélation avec les bons du Trésor américain n'a guère dépassé 0,28 sur la période, tandis que celle avec l'indice J.P. Morgan High Yield s'est établie à 0,73.

Graphique 2 : 2006-2018 Rendement et Volatilité historique des produits de Taux et du S&P 500 entre 2006 et 2018



Source: JP Morgan, données de janvier 2006 à décembre 2018.

**Perspectives de l'économie mondiale (avril 2019), FMI

Toutefois Marathon estime que l'amélioration des fondamentaux de la classe d'actifs n'a pas encore été pleinement prise en compte. Pour illustrer ce point, Gaby Szpigel souligne que même si plus de 50% des obligations de l'indice J.P. Morgan EMBI Global Diversified sont notées « investment grade », la classe d'actifs reste sous-représentée dans les portefeuilles des investisseurs.

CAPTURER LE BÊTA DU MARCHÉ ET GÉNÉRER DE L'ALPHA

L'équipe de gestion de dette émergente de Marathon, dont certains membres ont auparavant participé à la conception des indices J.P. Morgan, cherche tout d'abord à reproduire la performance – le bêta – de son indice de référence J.P.Morgan EMBI Global Diversified*. En utilisant une méthodologie d'échantillonnage en fonction de la valeur relative des titres, Marathon vise à obtenir un bêta proche de un. Par ailleurs, tout en minimisant la « tracking error » du fonds par rapport à l'indice, les gérants vont prendre des positions actives de manière opportuniste en vue de surperformer l'indice.

Les positions cœur de portefeuille permettent d'aligner les caractéristiques clés et le bêta de du portefeuille global avec celles de l'indice. Tandis que la gestion active du crédit, mise en place au travers de déviations limitées par rapport à l'indice, vise à générer de l'alpha.

Alors que le nombre d'émissions obligataires émergentes de l'univers de J.P. Morgan*** a dépassé 670 pour plus de 150 émetteurs, la diversité de cet univers et le potentiel de génération d'alpha ont également augmenté. Marathon utilise quatre techniques principales pour générer de l'alpha : la sélection de crédit, l'analyse de valeur relative entre les titres, l'arbitrage d'indice et enfin l'accès au marché primaire pour acheter les titres à moindre coût.

En fonction des conditions de marché, le renforcement ou la réduction de la contribution à la performance de la stratégie de ces quatre différentes sources d'alpha, permet à Marathon d'être en permanence en mesure de trouver des opportunités d'investissement. « En période de marchés dynamiques, nous cherchons à tirer profit d'un ensemble

d'opportunités », explique Andrew Szmulewicz, directeur exécutif au sein de l'équipe marchés émergents de Marathon. « Quelles que soient les conditions de marché, nous avons constaté que nous pouvions générer de la surperformance à partir de ces facteurs. Lorsque la géopolitique passe au premier plan, nous aurons tendance à recourir davantage aux stratégies de valeur relative et de sélection de crédit. Dans des environnements de marché plus porteurs, ce sont plutôt l'arbitrage d'indice et l'accès au marché primaire qui offriront de plus grandes opportunités d'alpha. »

UNE APPROCHE DE GESTION ORIGINALE ADAPTÉE À L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ DE LA DETTE ÉMERGENTE

Au cours des 4.5 dernières années, l'approche distinctive de gestion de Marathon lancée en janvier 2015, reposant sur le principe de réplique de bêta de marché et de génération d'alpha, a traversé des marchés tantôt volatils tantôt plus favorables. Malgré la transformation en cours des économies émergentes et le nombre élevé d'obligations émergentes notées « investment grade », la classe d'actifs continue à se traiter avec un niveau de décote considérable par rapport aux obligations à haut rendement américaines, dont les notations sont pourtant moins solides.

Pour le style unique de gestion qu'est celui de Marathon, cette évolution est idéale. Grâce à la combinaison d'une réplique optimale de bêta et d'une génération d'alpha ciblée, cette approche vise à exploiter les opportunités négligées de cet univers riche et florissant de la dette des marchés émergents, afin de générer des performances ajustées du risque de premier ordre.

***Défini par l'indice J.P.Morgan EMBI Global Diversified

AVERTISSEMENT

Ce document et son contenu ne peuvent être reproduits ou transmis à des tiers sans l'autorisation écrite de Lyxor Asset Management (" Lyxor AM "). Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne saurait être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle en vue d'acheter ou de vendre des actions ou parts de fonds Lyxor, ou tout autre titre ou instrument financier, ou de participer directement ou indirectement à une quelconque stratégie d'investissement. Il s'adresse exclusivement aux bénéficiaires directement désignés par Lyxor AM. Ces derniers ne seront pas considérés comme des clients de Lyxor AM en raison du fait qu'ils se sont vu remettre le présent document. Ce document reflète les vues et opinions des auteurs à la date qui y est indiquée et ne traduit en aucun cas la position et les conseils officiels des auteurs ou de Lyxor AM. Par conséquent, il n'engage nullement la responsabilité de Lyxor AM ou de l'un quelconque de ses dirigeants ou employés. Les marques et services cités dans les présentes sont la propriété exclusive de SG et ses affiliés, selon le cas. Les marques et services cités dans les présentes sont la propriété exclusive de Lyxor AM et ses affiliés, selon le cas.

LYXOR
Asset Management

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE GROUP

Lyxor Asset Management - Tours Société Générale
17 Cours Valmy - 92987 Paris La Défense Cedex - France
www.lyxor.com - solutions@lyxor.com