

## La dette des entreprises n'est pas la dette souveraine

En ce début d'année, il est de bon ton de nous annoncer une mauvaise performance des obligations en 2011 et les arguments ne manquent pas.

Que ce soit la hausse des matières premières, les pressions inflationnistes en Chine, en Inde et au Brésil, les problèmes de la dette souveraine périphérique européenne ou plus généralement un raffermissement de la croissance mondiale devant entraîner un changement de cap des politiques accommodantes des banques centrales, tout concourt en effet, du moins à première vue, à une hausse des taux.

Si le raisonnement est en grande partie juste pour ce qui est des risques souverains, il mérite cependant d'être tempéré par trois facteurs :

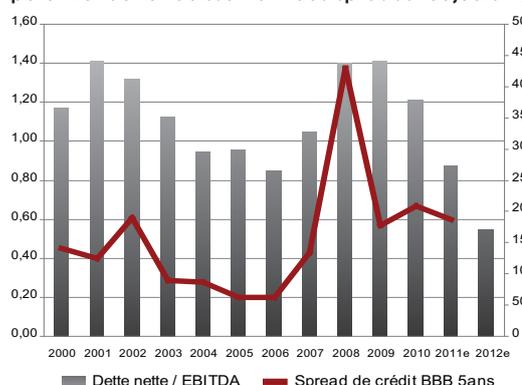
- En faisant abstraction de la hausse des taux souverains périphériques qui a déjà eu lieu et pour laquelle un renversement de tendance semble même se dessiner, pour peu que les dirigeants de l'Union Européenne veuillent bien se montrer inventifs, le gros de la hausse des rendements "Bunds" n'est-il pas, lui non plus, derrière nous ? Depuis le plus bas de 2010, ces rendements ont progressé de plus de 100 pb aussi bien sur les échéances à cinq ans que sur celles à dix ans. Un réajustement des rendements réels en fonction des derniers chiffres de hausse de prix laisse encore un potentiel de progression d'une cinquantaine de points de base, à moins que les phénomènes conjoncturels de hausse de prix auxquels nous assistons ne constituent les prémices d'une véritable inflation structurelle, ce que nous ne croyons pas à ce stade. L'historique des taux réels montre en outre que la variable inflation est prépondérante par rapport à la variable taux. En d'autres termes, les rendements réels pourraient augmenter par une simple baisse de l'indice des prix et pas forcément par une hausse supplémentaire des rendements.

- La situation plus spécifique des obligations d'entreprises, dont la présence est majoritaire dans le fonds METROPOLE Corporate Bonds, est d'autre part très différente, tant il est vrai que la détérioration des finances publiques des principaux états de l'OCDE est allée de pair avec une amélioration fondamentale de la situation bilantielle des

entreprises. Ces dernières ont en effet profité de la crise pour procéder à des restructurations et gains de productivité sans précédent dans le passé. Elles abordent aujourd'hui l'avenir dans des conditions idéales pour profiter pleinement de la reprise qui se dessine. Le dégonflement considérable des « spreads » de crédit a déjà entériné cette situation puisque ces marges sont passées de 450 pb à 200 pb en deux ans. Cependant, un simple coup d'œil historique permet de mesurer le chemin qui reste encore à parcourir, ces marges ayant atteint un plus bas historique de 55 pb en 2006, qui plus est, à une époque durant laquelle la situation des entreprises n'était pas aussi saine. Sans retourner aux plus bas enregistrés, ces marges conservent un potentiel de resserrement non négligeable.

- La rigueur de notre méthode de sélection de titres « actions » décotés trouve aussi son expression dans le marché des obligations. Le recours à une analyse bilantielle dynamique destinée à une vérification systématique des notes de crédit permet de repérer les obligations décotées. Il s'agit ainsi de réaliser un authentique « bond picking ». Le graphique ci-dessous montre l'influence prépondérante des ratios de dette dans l'évolution des écarts entre les rendements d'entreprise et les rendements souverains sans risque.

Un potentiel de rétrécissement des spreads toujours intact



Source : Cheuvreux - Bloomberg

Dans un environnement obligataire souverain incertain, le recours à la dette d'entreprise permet ainsi l'accès à des véhicules de performance beaucoup moins aléatoires.

Les fonds et leurs performances\*

	OPCVM	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	1 an	3 ans	5 ans	Depuis la création	Volatilité Vol. indice VL	
<b>EUROPE</b>	<b>METROPOLE SELECTION*</b>															
	FR 0007078811	1,95%	17,02%	35,24%	-40,44%	-4,99%	12,90%	27,42%	14,93%	43,17%	21,89%	8,05%	-1,54%	116,44%	20,97%	
	STOXX Large	1,78%	6,17%	25,12%	-45,03%	1,39%	15,34%	22,53%	7,55%	11,62%	11,69%	-15,83%	-15,77%	15,51%	20,72%	
	Ecart de performances	0,17	10,85	10,12	4,59	-6,38	-2,44	4,89	7,38	31,55	10,20	23,88	14,23	100,93	VL : 432,87	
	Ecart de performances (divid. réinvesti)	0,07	7,80	5,64	2,66	-9,10	-5,52	1,57	4,61	28,44	6,94	15,19	0,48	70,40		
	<b>METROPOLE FRONTIERE EUROPE*</b>															
	FR 0007085808	2,92%	3,10%	34,65%	-50,21%	8,93%	31,35%	30,34%	35,44%	2,63%	7,55%	-19,22%	-1,95%	84,41%	22,31%	
	STOXX Large	1,78%	6,17%	25,12%	-45,03%	1,39%	15,34%	22,53%	7,55%	9,92%	11,69%	-15,83%	-15,77%	25,89%	20,72%	
	Ecart de performances	1,14	-3,07	9,53	-5,18	7,54	16,01	7,81	27,89	-7,29	-4,14	-3,39	13,82	58,52	VL : 368,82	
	Ecart de performances (divid. réinvesti)	1,04	-6,12	5,05	-7,11	4,82	12,93	4,49	25,12	-7,96	-7,40	-12,08	0,07	29,07		
<b>METROPOLE SMALLCAP*</b>																
FR 0007078829	-0,63%	38,22%	38,47%	-38,72%	-9,16%	18,49%	31,23%	6,79%	25,79%	34,25%	32,36%	18,14%	121,40%	17,42%		
STOXX Small	0,04%	21,98%	49,54%	-50,67%	-5,68%	31,23%	27,30%	19,55%	27,96%	21,34%	1,72%	5,20%	99,96%	23,21%		
Ecart de performances	-0,67	16,24	-11,07	11,95	-3,48	-12,74	3,93	-12,76	-2,17	12,91	30,64	12,94	21,44	VL : 442,80		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-0,75	13,66	-15,06	10,48	-5,23	-15,24	1,37	-15,16	-4,86	10,33	22,54	0,25	-17,33			
<b>METROPOLE FRANCE*</b>																
FR 0007078837	2,52%	18,06%	37,28%	-32,95%	-3,30%	13,24%	25,31%	11,00%	17,10%	23,09%	27,09%	16,65%	98,98%	21,41%		
SBF 120	4,61%	0,06%	23,73%	-43,08%	0,34%	19,05%	25,18%	8,16%	18,12%	9,27%	-15,02%	-16,36%	27,32%	23,46%		
Ecart de performances	-2,09	18,00	13,55	10,13	-3,64	-5,81	0,13	2,84	-1,02	13,82	42,11	33,01	71,66	VL : 397,96		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-2,10	15,16	8,40	7,91	-6,30	-9,03	-3,02	0,28	-2,25	10,73	32,53	18,52	38,32			
<b>METROPOLE EURO*</b>																
FR 0007078753	3,39%	11,43%	31,44%	-41,57%	-2,05%	16,16%	24,96%	12,99%	29,92%	20,41%	0,97%	-3,87%	84,94%	21,19%		
Euro STOXX Large	4,87%	-2,05%	21,20%	-46,25%	6,54%	17,95%	21,88%	7,43%	16,01%	8,57%	-22,80%	-18,88%	13,98%	23,66%		
Ecart de performances	-1,48	13,48	10,24	4,68	-8,59	-1,79	3,08	5,56	13,91	11,84	23,77	15,01	70,96	VL : 369,88		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-1,64	10,60	5,81	2,92	-11,17	-4,64	0,13	3,15	14,25	8,53	15,86	2,30	43,00			
<b>METROPOLE MIDCAP EURO*</b>																
FR 0007078746	-0,16%	26,79%	30,99%	-40,11%	-9,99%	16,49%	30,10%	15,31%	36,55%	25,30%	14,59%	-1,78%	113,61%	18,75%		
Euro STOXX Mid	2,75%	7,48%	30,26%	-46,24%	-1,09%	29,49%	27,48%	22,37%	27,10%	12,27%	-11,43%	-6,37%	80,28%	21,23%		
Ecart de performances	-2,91	19,31	0,73	6,13	-8,90	-13,00	2,62	-7,06	9,45	13,03	26,02	4,59	33,33	VL : 427,21		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-2,98	16,92	-2,87	4,78	-10,63	-15,28	0,33	-9,19	6,52	10,56	19,24	-6,16	1,67			
<b>METROPOLE VALUE SRI*</b>																
FR 0010632364	3,14%	12,22%	32,35%	-24,36%	-	-	-	-	-	-	20,91%	-	-	15,88%	22,50%	
Euro STOXX Large	4,87%	-2,05%	21,20%	-28,76%	-	-	-	-	-	-	8,57%	-	-	-11,31%	23,66%	
Ecart de performances	-1,73	14,27	11,15	4,40	-	-	-	-	-	-	12,34	-	-	27,19	VL : 231,75	
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-1,89	11,39	6,72	3,91	-	-	-	-	-	-	9,03	-	-	20,45		
<b>METROPOLE JAPON*</b>																
FR 0010092171	-2,42%	25,28%	4,58%	-25,36%	-21,17%	-15,90%	50,48%	-9,73%	-	15,40%	4,33%	-37,54%	-14,07%	17,74%		
Topix €	-2,20%	21,37%	0,06%	-23,87%	-16,48%	-9,81%	44,28%	-7,32%	-	13,26%	-5,10%	-32,77%	-8,92%	19,00%		
Ecart de performances	-0,22	3,91	4,52	-1,49	-4,69	-6,09	6,20	-2,41	-	2,14	9,43	-4,77	-5,15	VI : 171,86		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-0,22	1,54	2,63	-3,00	-5,75	-7,09	4,47	-2,91	-	-0,07	3,79	-10,46	-14,59			
<b>METROPOLE JAPANESE SMALLCAP*</b>																
FR 0010410639	-1,69%	26,32%	4,19%	-12,67%	-22,84%	-	-	-	-	17,15%	18,27%	-	-	-12,83%	17,91%	
Topix €	-2,20%	21,37%	0,06%	-23,87%	-17,53%	-	-	-	-	-	13,26%	-5,10%	-	-25,43%	19,00%	
Ecart de performances	0,51	4,95	4,13	11,20	-5,31	-	-	-	-	-	3,89	23,37	-	12,60	VL : 174,35	
Ecart de performances (divid. réinvesti)	0,51	2,58	2,24	9,69	-6,35	-	-	-	-	-	1,68	17,73	-	7,17		
<b>EURO</b>	<b>METROPOLE FRANCE*</b>															
	FR 0007078837	2,52%	18,06%	37,28%	-32,95%	-3,30%	13,24%	25,31%	11,00%	17,10%	23,09%	27,09%	16,65%	98,98%	21,41%	
	SBF 120	4,61%	0,06%	23,73%	-43,08%	0,34%	19,05%	25,18%	8,16%	18,12%	9,27%	-15,02%	-16,36%	27,32%	23,46%	
	Ecart de performances	-2,09	18,00	13,55	10,13	-3,64	-5,81	0,13	2,84	-1,02	13,82	42,11	33,01	71,66	VL : 397,96	
	Ecart de performances (divid. réinvesti)	-2,10	15,16	8,40	7,91	-6,30	-9,03	-3,02	0,28	-2,25	10,73	32,53	18,52	38,32		
	<b>METROPOLE EURO*</b>															
	FR 0007078753	3,39%	11,43%	31,44%	-41,57%	-2,05%	16,16%	24,96%	12,99%	29,92%	20,41%	0,97%	-3,87%	84,94%	21,19%	
	Euro STOXX Large	4,87%	-2,05%	21,20%	-46,25%	6,54%	17,95%	21,88%	7,43%	16,01%	8,57%	-22,80%	-18,88%	13,98%	23,66%	
	Ecart de performances	-1,48	13,48	10,24	4,68	-8,59	-1,79	3,08	5,56	13,91	11,84	23,77	15,01	70,96	VL : 369,88	
	Ecart de performances (divid. réinvesti)	-1,64	10,60	5,81	2,92	-11,17	-4,64	0,13	3,15	14,25	8,53	15,86	2,30	43,00		
<b>METROPOLE MIDCAP EURO*</b>																
FR 0007078746	-0,16%	26,79%	30,99%	-40,11%	-9,99%	16,49%	30,10%	15,31%	36,55%	25,30%	14,59%	-1,78%	113,61%	18,75%		
Euro STOXX Mid	2,75%	7,48%	30,26%	-46,24%	-1,09%	29,49%	27,48%	22,37%	27,10%	12,27%	-11,43%	-6,37%	80,28%	21,23%		
Ecart de performances	-2,91	19,31	0,73	6,13	-8,90	-13,00	2,62	-7,06	9,45	13,03	26,02	4,59	33,33	VL : 427,21		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-2,98	16,92	-2,87	4,78	-10,63	-15,28	0,33	-9,19	6,52	10,56	19,24	-6,16	1,67			
<b>METROPOLE VALUE SRI*</b>																
FR 0010632364	3,14%	12,22%	32,35%	-24,36%	-	-	-	-	-	-	20,91%	-	-	15,88%	22,50%	
Euro STOXX Large	4,87%	-2,05%	21,20%	-28,76%	-	-	-	-	-	-	8,57%	-	-	-11,31%	23,66%	
Ecart de performances	-1,73	14,27	11,15	4,40	-	-	-	-	-	-	12,34	-	-	27,19	VL : 231,75	
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-1,89	11,39	6,72	3,91	-	-	-	-	-	-	9,03	-	-	20,45		
<b>METROPOLE JAPON*</b>																
FR 0010092171	-2,42%	25,28%	4,58%	-25,36%	-21,17%	-15,90%	50,48%	-9,73%	-	15,40%	4,33%	-37,54%	-14,07%	17,74%		
Topix €	-2,20%	21,37%	0,06%	-23,87%	-16,48%	-9,81%	44,28%	-7,32%	-	13,26%	-5,10%	-32,77%	-8,92%	19,00%		
Ecart de performances	-0,22	3,91	4,52	-1,49	-4,69	-6,09	6,20	-2,41	-	2,14	9,43	-4,77	-5,15	VI : 171,86		
Ecart de performances (divid. réinvesti)	-0,22	1,54	2,63	-3,00	-5,75	-7,09	4,47	-2,91	-	-0,07	3,79	-10,46	-14,59			
<b>METROPOLE JAPANESE SMALLCAP*</b>																
FR 0010410639	-1,69%	26,32%	4,19%	-12,67%	-22,84%	-	-	-	-	17,15%	18,27%	-	-	-12,83%	17,91%	
Topix €	-2,20%	21,37%	0,06%	-23,87%	-17,53%	-	-	-	-	-	13,26%	-5,10%	-	-25,43%	19,00%	
Ecart de performances	0,51	4,95	4,13	11,20	-5,31	-	-	-	-	-	3,89	23,37	-	12,60	VL : 174,35	
Ecart de performances (divid. réinvesti)	0,51	2,58	2,24	9,69	-6,35	-	-	-	-	-	1,68	17,73	-	7,17		
<b>JAPON</b>	<b>METROPOLE CONVERTIBLES*</b>															
	FR 0007083332	1,12%	6,73%	18,75%	-14,00%	0,10%	6,78%	10,29%	2,67%	8,05%	9,58%	14,28%	14,33%	44,14%	9,31%	
	ECI Euro	0,65%	2,27%	21,85%	-21,40%	3,76%	11,19%	10,33%	4,10%	6,26%	4,00%	4,65%	10,01%	38,81%	6,49%	
	Ecart de performances	0,47	4,46	-3,10	7,40	-3,66	-4,41	-0,04	-1,43	1,79	5,58	9,63	4,32	5,33	VL : 288,28	
	<b>METROPOLE CORPORATE BONDS*</b>															
	FR 0010695874	0,01%	4,88%	16,88%	1,52%	-	-	-	-	-	3,54%	-	-	24,45%	2,78%	
	EURO MTS 3-5 ans	-														