

MAM Flexible Bonds

Un fonds aux expertises obligataires multiples

Quel est le profil du fonds MAM Flexible Bonds ?

Il s'agit d'un fonds obligataire libellé en euros qui vise à créer de la valeur quel que soit le contexte de marché. Nous le voulons flexible, réactif et diversifié – le portefeuille compte aujourd'hui 160 lignes. Nous explorons donc tous les segments des marchés obligataires en quête d'opportunités d'investissements qui soient conformes à notre vision du moment.

Comment doit-on appréhender l'univers d'investissement obligataire aujourd'hui ?

Depuis quelques années et particulièrement depuis la crise de 2008, les marchés obligataires se sont complexifiés. Les émetteurs privés, ayant souffert de financements bancaires insuffisants pendant plusieurs années, y sont désormais plus nombreux. Il s'agit à la fois de grandes entreprises ou de valeurs de moindre taille. La cote s'est donc considérablement étoffée et les ratings attribués couvrent tout le spectre de la notation de crédit, des titres les moins sécurisés (catégorie *high yield*) aux plus sécurisés (catégorie *investment grade*). Par ailleurs, l'environnement de taux bas créé par l'interventionnisme des banques centrales fait qu'il est aujourd'hui plus difficile de tirer son épingle du jeu sur ce marché. Il faut aussi mentionner l'émergence de nouveaux types de véhicules d'investissement obligataires qui exigent une expertise plus forte.

Pour les investisseurs, il est donc devenu bien plus difficile de gérer un portefeuille obligataire ?

Tout à fait, nous sommes aujourd'hui loin du temps où les marchés obligataires se résumaient à des emprunts d'état à taux fixe et à des titres de grands émetteurs privés comme France Télécom ou Saint-Gobain. Les émetteurs sont désormais originaires de tous les horizons. Des groupes

américains ou asiatiques viennent lever des fonds en euros sur les marchés du Vieux Continent. Les instruments financiers utilisés sont plus complexes. En résumé, le marché obligataire regorge d'opportunités, mais il faut disposer de l'expertise nécessaire et de la flexibilité pour pouvoir les saisir.

Quels sont les moteurs de performance que vous utilisez ?

La réforme bancaire et assurancielle a permis l'émergence de nouveaux titres obligataires, qui ont été une source de valeur ajoutée considérable. Afin de renforcer leurs fonds propres comme l'exigent les régulateurs, les établissements financiers ont mis sur le marché certains titres qui offrent des rendements attractifs. Nous pensons que le secteur bancaire, qui a suscité beaucoup d'inquiétude par le passé, mérite aujourd'hui de l'attention. C'est pourquoi, nous y avons alloué une part significative du portefeuille – environ 30 % à fin avril. Bien sûr, il faut faire preuve de discernement. Ainsi, nous privilégions les titres des établissements bancaires français ou du Benelux. Nous évitons les titres émis par les banques italiennes de tailles modestes.

Vous détenez également de la dette hybride. De quoi s'agit-il ?

Il s'agit de titres perpétuels émis par les entreprises, généralement notées *investment grade*. Plus précisément, ils délivrent des rendements deux à trois fois plus élevés qu'une même obligation classique émise par la même entreprise. Cela s'explique par le fait que ces titres hybrides offrent davantage de souplesse à l'émetteur qui peut, s'il le souhaite, les rembourser lors d'une première date de rappel généralement fixée cinq à six ans après l'émission. S'il ne le fait pas, l'emprunt est reconduit pour une période similaire jusqu'à la prochaine date de rappel mais à des conditions

Entretien avec Aurélien Buffault et Benoît Vesco, gérants du fonds



moins favorables pour l'émetteur. Dès lors, la plupart des titres sont remboursés à la première échéance. Nous tirons également parti des caractéristiques particulières de ces titres qui permettent d'améliorer la performance du fonds avec un risque parfaitement maîtrisé. Parmi les émetteurs que nous suivons sur ce marché, on peut citer Orange ou encore Telefonica.

Comment analysez-vous la situation actuelle sur les taux d'intérêt ?

La situation économique en Europe et aux Etats-Unis est bonne. Ce qui est très positif pour les investisseurs en obligations d'entreprises puisque les taux de défaut sont extrêmement faibles. Dans ces conditions, le taux inflation, qui est un indicateur retardé de la dynamique économique va progresser et les taux d'intérêt seront inévitablement impactés. La hausse des taux a déjà été initiée aux Etats-Unis. Il en résulte d'ailleurs un écart de 2,5 % entre les taux allemands et les taux américains, un niveau que nous n'avions pas vu depuis 1989 ! L'inflation en zone euro étant voisine de 1 % et les taux allemands et français respectivement à 0,6 % et 0,8 %, il n'y a aucun doute que l'écart sera bientôt comblé, au moins partiellement, par une hausse des taux en Europe.

Comment préservez-vous le portefeuille du fonds contre cette hausse des taux annoncée ?

Nous avons dédié 20 % du portefeuille aux instruments obligataires qui nous permettent de faire face à cette tendance. Nous avons ainsi investi dans des obligations indexées à l'inflation mais il faut bien reconnaître qu'elles ne jouent pas pleinement leur rôle de couverture. Nous avons également intégré au portefeuille des obligations à taux variable indexées aux taux long terme. Plus

précisément, il s'agit de titres indexés aux taux à 10 ans dont le coupon est revu, selon les cas, tous les trimestres ou tous les ans. Par ailleurs, nous avons limité la sensibilité du portefeuille à 2, (sur une échelle de 0 à 8). Pour le pilotage de la sensibilité, nous utilisons des produits dérivés, notamment les futures sur les taux allemands qui offrent un bon niveau de liquidité.

Vous mentionnez la bonne santé des entreprises. C'est aussi un thème que vous jouez ?

Effectivement, comme évoqué, nous sommes actifs sur le marché de la dette hybride via des titres de groupes bancaires et d'assurances comme Groupama, Swiss Ré ou la Scor. Nous avons aussi des positions, à hauteur de 30 % de l'actif global, sur le segment du haut rendement. On y trouve désormais des titres à taux variable qui offrent une prime de risque généreuse et qui présentent une volatilité très faible. Ces titres à taux variables constituent aujourd'hui la moitié de nos positions High Yield.

Et le solde du portefeuille ?

Il est composé à hauteur de 5 % d'obligations convertibles de profil mixte grâce auxquelles nous bénéficions, le cas échéant, de la bonne tenue des marchés d'actions. Enfin, nous avons actuellement une poche monétaire importante qui n'a pas vocation à durer puisque, conformément à notre exigence de réactivité, nous comptons réinvestir prochainement ces liquidités dans des titres offrant les meilleures perspectives. ■