

L'équipe obligataire de M&G

Entretien avec Richard Woolnough et James Tomlins

Juillet 2014

Dans cette nouvelle édition mensuelle de l'équipe obligataire, Anthony Doyle, Directeur des investissements (« Investment Director »), s'entretient avec les gérants de fonds Richard Woolnough et James Tomlins. Richard Woolnough possède plus de 28 années d'expérience dans le secteur de la gestion d'actifs et gère les fonds M&G Optimal Income Fund, M&G Strategic Corporate Bond Fund et M&G Corporate Bond Fund. James Tomlins, spécialiste des obligations d'entreprises à haut rendement, a plus de 10 années d'expérience dans le secteur. Il a rejoint M&G en 2011 et a été nommé gérant du fonds M&G European High Yield Corporate Bond Fund. En janvier 2014, il a également été promu co-gérant du fonds M&G High Yield Corporate Bond Fund (dont le nom deviendra M&G Global High Yield Fund à compter du 1^{er} août 2014).

Q : La contraction des spreads de crédit et l'absence de volatilité ont récemment soulevé beaucoup de questions ; les clients s'interrogent sur l'intérêt des obligations à haut rendement et « investment grade ». Or, à l'inverse, vous avez réduit la pondération de la poche actions du fonds M&G Optimal Income Fund. Aussi, comment entrevoyez-vous l'avenir pour le fonds à court terme ?

RW : Nous continuons d'observer une situation marquée par une économie mondiale vigoureuse, une reprise au Royaume-Uni et aux États-Unis à la faveur de la nette amélioration de l'état de santé du marché immobilier résidentiel, ainsi qu'une Europe en bien meilleure santé qu'on pourrait le croire en écoutant les autres intervenants. Selon nous, la raison en est que les politiques d'assouplissement en Europe, mises en place à la fin de l'année 2012, devraient prochainement faire ressentir leurs effets ; dans ces conditions, il est difficile de voir une récession mondiale se profiler à l'horizon. Nous nous attendons à ce que les spreads de crédit retrouvent des niveaux similaires à ceux de 2006 et 2007. C'est notre opinion à l'heure actuelle et une grande partie du risque détenu au sein du portefeuille témoigne de cette opinion. En effet, même si la rémunération du risque de crédit est toujours élevée, nous ne continuerons à prendre un tel risque que si nous le jugeons approprié.

Si les spreads de crédit devaient renouer avec leurs niveaux de 2006 et 2007, il nous faudrait alors choisir entre deux conclusions possibles. Premièrement, l'environnement et la situation sont-ils exactement les mêmes qu'en 2007, impliquant de ce fait que le fonds doivent mettre un terme à tel positionnement ? Ou, deuxièmement, le monde financier n'est-il pas tout simplement devenu plus stable ? Nous pensons que ce dernier scénario est le plus probable et que, si la volatilité est faible, les spreads de crédit pourraient

alors sensiblement se contracter. Nous nous distinguons en cela de la mentalité du marché de ces cinq à six dernières années, une période au cours de laquelle les investisseurs préféraient s'attendre à des mauvaises nouvelles plutôt qu'à des bonnes et estimaient que la volatilité devait augmenter afin de s'aligner sur les spreads de crédit.

Notre point de vue à l'égard de l'économie mondiale pourrait être qualifié de relativement optimiste ; nous pensons que la croissance est solide et qu'il est fort possible que la volatilité demeure peu élevée à l'avenir. La création d'un système financier stable, en lieu et place d'un système évoluant en dents de scie, est ce à quoi s'emploient les banques centrales au travers de leurs politiques monétaires et, compte tenu de la faible probabilité d'une récession au cours des deux à trois prochaines années, la volatilité devrait rester faible pour le moment.

Q : Le fonds M&G Optimal Income Fund a été lancé en décembre 2006 au Royaume-Uni et en avril 2007 en Europe. L'encours du fonds était alors bien inférieur à celui d'aujourd'hui (près de 22 milliards de livres sterling ou 27 milliards d'euros) et les clients qui ont investi dans le fonds après la crise ont bénéficié d'excellentes performances. Que diriez-vous à ces mêmes clients à propos de l'avenir ? Peuvent-ils espérer une telle réussite se poursuivre ?

RW : La performance du fonds M&G Optimal Income Fund a toujours été fonction de l'environnement boursier, raison pour laquelle nous allons continuer d'adopter des positions adaptées concernant le risque de taux et de crédit. Si l'environnement s'avère être en bonne santé, ce à quoi nous nous attendons, nous n'hésiterons alors pas à prendre ce risque s'il nous semble approprié. Si nous nous retrouvons dans une situation où nous sommes de moins en moins rémunérés pour prendre ce risque, il sera alors naturellement plus difficile pour le fonds de bien se

comporter. Il est important de bien préciser que le fonds M&G Optimal Income Fund n'est pas un fonds à performance absolue, qu'il accusera des baisses et que nous adoptons une approche d'investissement réaliste. Nous ne promettons en effet pas des performances non durables. Grâce à la flexibilité de notre mandat, nous pouvons essayer d'éviter les marchés inintéressants.

Nous privilégions toujours une durée courte dans l'attente d'une hausse des rendements obligataires, ainsi que les obligations d'entreprises qui ont d'ailleurs récemment aidé la performance du fonds. Notre opinion est souvent extrêmement différente de celle du marché et, parfois, de celle de nos collègues de l'équipe. Par exemple, nous sommes d'avis que la bonne nouvelle liée à la faiblesse des taux d'intérêt dans la zone euro est désormais reflétée dans les cours et que l'économie européenne est en meilleure santé que beaucoup d'autres semblent le penser, y compris la Banque centrale européenne (BCE). C'est pourquoi nous ne sommes aucunement exposés à la durée en Europe au sein du portefeuille. Cette stratégie n'a pas, jusqu'à maintenant, porté ses fruits. À vrai dire, il aurait mieux valu durant les deux dernières années détenir de la durée européenne. Toutefois, le portefeuille est extrêmement diversifié et d'autres investissements parmi les obligations d'entreprises ont grandement aidé à la création d'alpha.

Q : Il semble que vous adoptiez une approche d'investissement quelque peu à contre-courant (« contrariante »). Par exemple, lorsque les obligations à haut rendement sont chères, vous prenez vos bénéfices et en rachetez lorsqu'elles sont bon marché. En quoi une telle approche vous aide-t-elle à gérer le fonds ?

RW : Le M&G Optimal Income Fund est avant tout un fonds « value » et un fonds « value » ne commence à s'inscrire à contre-courant de la tendance que lorsque le marché est excessivement cher ou peu onéreux. Le meilleur exemple de cela remonte à 18 mois et concerne la poche actions du fonds ; les actions étant devenues très bon marché par rapport aux obligations, la poche actions du portefeuille a donc été renforcée de moins de 9 % début 2013 à plus de 12 % à la fin novembre 2013. Cette question est relative à la valeur et, naturellement, gérer un fonds plus important pose de plus grandes difficultés. Générer de l'alpha grâce à la sélection des titres est plus compliqué et nous utilisons de plus en plus de nouvelles ressources (obligations des marchés émergents par exemple) pour y parvenir.

Lorsque nous identifions des opportunités, par exemple sous la forme de titres à haut rendement très peu chers ou très onéreux, nous cherchons alors à exploiter ces extrêmes, même avec un fonds de grande taille, de manière la plus efficace possible. M&G Optimal Income Fund est certes un grand fonds, mais nous estimons que la meilleure chose à faire est de ne pas dévier de nos convictions. En dépit de l'encours important du fonds, nous continuons d'avoir des opinions et sommes toujours à même de les concrétiser.

Q : De quelle façon travaillez-vous avec l'équipe pour trouver là où investir les flux de capitaux reçus par le fonds ?

RW : Les membres de l'équipe, chacun avec sa propre méthode d'investissement, ont tous des portefeuilles très performants également et nous communiquent de nouvelles idées d'investissement. Par exemple, la plupart des transactions parmi les titres à haut rendement interviennent sur le marché primaire. Ainsi, Stefan Isaacs et James Tomlins travaillent en collaboration avec les analystes afin de s'entretenir des nouvelles émissions et juger de leur pertinence.

JT : Au cours des deux derniers jours, le marché à haut rendement européen a été le témoin de huit nouvelles émissions. Il est extrêmement actif en ce moment, mais très intéressant sur le plan de la sélection des titres. Dans ce contexte, nous sommes à même de ne retenir que les émissions qui nous semblent être les plus attractives. Stefan Isaacs et moi-même travaillons en étroite collaboration avec les analystes, ainsi qu'avec certains membres de l'équipe institutionnelle qui ont une considérable expérience du haut rendement, afin de filtrer les émissions et sélectionner celles auxquelles nous souhaitons prendre part. Si la transaction est modeste (jusqu'à 15 millions de livres sterling), Richard Woolnough nous laisse généralement passer à l'action dans la mesure où elle n'aura pas d'impact substantiel sur le portefeuille. Mais, si la transaction est plus importante, par exemple d'un montant de 100 millions de livres sterling), nous en discutons alors toujours avec lui afin d'obtenir son accord. Quatre fois sur cinq, si nous investissons dans une émission pour le compte du fonds M&G European High Yield Bond Fund, il consentira aussi à y investir pour le fonds M&G Optimal Income Fund. Lorsqu'il existe des divergences d'opinion, nous en délibérons, mais la décision finale revient toujours à Richard Woolnough.

Q : Richard, quelle est votre opinion à l'égard des actions et comment transparaît-elle dans la

gestion de votre fonds M&G Optimal Income Fund ?

RW : Dans un monde valorisé à la perfection, nous ne détiendrions pas du tout d'actions dans le fonds ; plus généralement, nous ne sommes que des « touristes » dans cette classe d'actifs. Nous détenons des actions lorsqu'elles sont inhabituellement peu chères et essayons d'exploiter des extrêmes sur les marchés. Nous ne gérons pas un fonds diversifié, mais un fonds obligataire qui a la possibilité d'investir jusqu'à 20 % de son encours dans les actions. A l'heure actuelle, les actions sont très chères, raison pour laquelle notre exposition est minime à 3,3 % (au 30 juin 2014).

Q : James, que diriez-vous aux clients à propos des opportunités à haut rendement, en particulier en ce qui concerne le fonds M&G European High Yield Bond Fund ?

JT : J'ai le plaisir d'annoncer que le fonds M&G European High Yield Bond Fund est parvenu à enregistrer des performances le classant dans le 1^{er} quartile de sa catégorie, et ce, sur toutes les périodes de référence allant d'un mois à cinq ans. Cet excellent cru a été accompli dans une classe d'actifs où les afflux de capitaux depuis le début de l'année se sont élevés à près de 18 milliards de livres sterling, ce qui, selon moi, devrait aider à plaider en faveur du fonds et des opportunités à haut rendement auprès des clients à l'avenir.

Un élément clé à l'origine de notre performance a été notre positionnement relativement neutre en termes de duration, lequel s'est révélé extrêmement bénéfique cette année suite à la baisse des taux dans l'ensemble de l'Europe. Je ne me décrirais pas comme un gérant de la duration ; n'ayant pas d'opinion tranchée sur la duration, je suis donc resté neutre en la matière et me suis plutôt concentré sur les spreads et la sélection des titres qui ont offert de remarquables opportunités en 2013. Le marché apparaît toujours notablement différencié ; c'est pourquoi le fonds est surexposé aux titres notés BBB qui offrent selon nous un supplément de rendements très intéressant.

Au niveau sectoriel, la pondération la plus importante revient aux financières qui comptent pour près d'un tiers dans le portefeuille total et auxquelles nous sommes surexposés de 8-10 % par rapport à l'indice de référence. Cette surpondération s'avère encore plus prononcée par rapport à la catégorie dans la mesure où de nombreux fonds concurrents ne

détiennent aucune obligation financière. Lorsque l'on s'entretient avec des clients, je crois qu'il est important de leur demander où leurs fonds à haut rendement investissent en Europe.

RW : J'ajouterais que cela témoigne du talent de Stefan Isaacs et James Tomlins. Normalement, un fonds à haut rendement signe une meilleure performance au cours de la phase baissière du marché. Mais, à présent, et grâce à l'expérience de James et Stefan, nous voyons ces fonds également obtenir des bons résultats lorsque le marché du crédit est orienté à la hausse.

Q : Enfin, Richard, que dites-vous aux clients inquiets de la taille du fonds M&G Optimal Income Fund et quelle est votre principale source de préoccupation à l'égard des marchés ?

RW : Il est évidemment de notre devoir et de celui des clients d'examiner les avantages et les inconvénients d'un investissement via un fonds de petite ou de grande taille. Certains clients ne veulent pas placer leur argent dans un fonds dont l'encours augmente au-delà d'un certain seuil de leur choix. Nous tentons d'atténuer les effets négatifs liés à la gestion d'un grand fonds en employant des collaborateurs compétents et en tirant avantage de la taille du fonds. Cela peut signifier être le premier « port d'escale » pour des vendeurs en difficulté, la grande taille du fonds nous permettant en effet de détenir ces actifs moins liquides dans la mesure où ils constituent une moindre menace que pour un fonds de plus petite taille.

En ce qui concerne le marché, ma principale source de préoccupation est le prix du pétrole. Avant chaque récession aux États-Unis, nous avons observé une hausse du prix du pétrole qui, par la suite, s'est faite ressentir dans les autres classes d'actifs. Un prix élevé du pétrole conduit à une accélération de l'inflation et à un ralentissement de la croissance du PIB ; dans un tel scénario, nous envisagerions alors de nous tourner vers les titres indexés sur l'inflation. Le prix du pétrole a traditionnellement été une vive source de préoccupation ; toutefois, les gens semblent l'avoir oublié ces dernières années, et ce, alors qu'il demeure pourtant un facteur important pour l'économie mondiale.

M&G
Juillet 2014

La valeur des investissements en bourse peut fluctuer et ainsi faire baisser ou augmenter la valeur liquidative des fonds. Vous pouvez donc ne pas récupérer votre placement d'origine. **Ce document est destiné à l'usage des professionnels uniquement, sa distribution est interdite à toute autre personne ou entité, qui ne devrait pas s'appuyer sur les informations qu'il contient.** Ces informations ne constituent ni une offre ni une demande d'achat de parts de l'un des Fonds mentionnés dans le présent document. Les achats de parts d'un Fonds doivent s'appuyer sur le Prospectus en vigueur. Les Statuts, le Prospectus, le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI), les Rapports Annuels et Intérimaires et les Etats Financiers des Fonds peuvent être obtenus gratuitement auprès du Gérant : M&G Securities Limited, Laurence Pountney Hill, London, EC4R 0HH, R.-U., ou de la succursale française, M&G International Investments Limited, ou auprès de l'agent de centralisation français du Fonds : RBC Dexia Investors Services Bank France. Avant toute souscription, vous devez lire le Prospectus, qui contient les risques d'investissement associés à ces fonds. Ce document financier promotionnel est publié par M&G International Investments Ltd. Siège social: Laurence Pountney Hill, London EC4R 0HH, autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. Enregistré en Angleterre sous le matricule n° 4134655. La Société a également une succursale en France, au 6 rue Lamennais, 75008 Paris, immatriculée au RCS de Paris sous le n° 499 832 400.S8523.