



Le grand débat

Plusieurs facteurs expliquent la contre-performance des actifs obligataires en 2018 : les valorisations trop élevées, les erreurs d'anticipation des investisseurs professionnels ou encore les risques politiques et géopolitiques. Mais l'année 2019 s'annonce sous de meilleurs auspices. Si les investisseurs institutionnels déplorent l'absence de perspectives de hausse des taux d'intérêt, les gérants constatent des valorisations plus attractives sur le marché du crédit en particulier pour les titres notés en catégorie high yield et pour les obligations émergentes. Les performances ont ainsi été au rendez-vous au mois de janvier. Elles ressortent à 4,5 % aux Etats-Unis et à 2,5 % en Europe sur le high yield et sont comprises entre 3 et 5 % en ce qui concerne la dette émergente corrigée du risque de change. Malgré ce rebond qui se cumule à un changement de ton des banques centrales, des risques sont toujours présents sur la classe d'actifs, comme par exemple une hausse possible du taux de défaut, notamment en cas de dégradation de la conjoncture.

# Gestion obligataire

## Un début d'année prometteur sur les segments de niche

**L'**année 2018 a été décevante sur les marchés obligataires, la classe d'actifs a délivré des rendements négatifs, comment expliquez-vous cette contre-performance ?

**David Poulet, associé gérant chez Amiral Gestion :** La performance de la classe d'actifs a été négative en particulier en ce qui concerne le crédit car les valorisations étaient trop chères aussi bien d'un point de vue taux d'intérêt que d'un point de vue spreads (marge de crédit). Les marchés obligataires avaient en effet atteint des sommets en 2017 sous l'effet du quantitative easing mené par les banques centrales. La principale difficulté pour un gérant fondamental depuis deux ans est de trouver suffisamment de dossiers convenables dans lesquels investir. Chez Amiral Gestion, nous avons une approche de «picking» qui consiste à sélectionner chaque dossier en fonction de trois critères : sa rémunération, son risque de taux et son risque de crédit. Peu de dossiers permettaient l'an dernier de combiner ces critères de façon adéquate. Notre grande sélectivité combinée

à notre approche flexible qui nous autorise à «ne pas investir» en gardant de la trésorerie nous a permis d'éviter les principaux accidents de l'année et de dégager une performance positive.

**Camille Barbier, président de Salamandre Asset Management :** Pour expliquer les évolutions des marchés obligataires en 2018, il faut bien distinguer la partie taux et la partie crédit. Fin 2017, début 2018, la principale préoccupation en matière de taux était le retour de l'inflation dans un contexte où la croissance européenne avait atteint un niveau record. Les investisseurs professionnels s'attendaient donc à une résurgence de l'inflation et par conséquent à une hausse des taux longs. Un an après, le constat est radicalement différent, les seuls titres obligataires qui ont délivré de la performance sont les emprunts d'Etat allemand et en particulier la partie longue de la courbe. Le BUND à 10 ans (emprunt d'Etat Allemand) a généré une performance de 2,7 % en 2018. Cette évolution a constitué une surprise pour tout le monde. Au fur et à mesure de l'évolution de l'année



**IVO CAPITAL PARTNERS**  
Michael Israel, associé fondateur

**MUZINICH & CO**  
Erick Müller, directeur des produits et de la stratégie d'investissement

**MACSF**  
Eric Dubos, directeur financier et membre du comex

**CAISSE DES DÉPÔTS**  
Joël Prohin, directeur du pôle de gestion des portefeuilles au sein de la direction des gestions d'actifs

**SALAMANDRE ASSET MANAGEMENT**  
Camille Barbier, président

**AMIRAL GESTION**  
David Poulet, associé gérant

**SWISS LIFE ASSET MANAGERS FRANCE**  
Gilles Frisch, responsable de la gestion high yield

2018, nous avons vu les principaux indicateurs de la zone euro, et en particulier les PMI qui permettent de prévoir l'activité économique, se dégrader. Le consensus sur le crédit est devenu mitigé. Les titres étaient relativement chers alors que la dégradation des indicateurs laissait augurer d'une détérioration de la qualité de crédit des émetteurs. Pour autant, la performance des marchés crédits est restée relativement correcte jusqu'en octobre. Elle a surtout corrigé sur les trois derniers mois de l'année lorsque les marchés se sont rendu compte que la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine pouvait affecter la croissance américaine et mondiale. Le crédit high yield en zone euro a fini l'année avec une baisse de 3,4 %, ce qui reste relativement contenu. Nous pouvons considérer que la classe d'actifs a résisté.

**Gilles Frisch, responsable de la gestion high yield chez Swiss Life Asset Managers France :** Nous avons en effet assisté à une correction en fin d'année sur les obligations notées en catégorie high yield à la fois sur les marchés américains et sur les marchés européens. Nous nous attendions à cette correction car le rebond de la classe d'actifs avait été très fort en 2016, les performances se sont élevées à 21 % sur le high yield américain et à 14 % sur le high yield euro cette année-là. Il y a eu ensuite plusieurs alertes, au total six légères corrections ont été enregistrées, mais à chaque fois, elles ont été effacées. Un autre élément doit être souligné : la correction de fin d'année a intégré un effet bêta, c'est-à-dire qu'elle s'est accompagnée d'un repricing du risque. La distribution statistique des rendements est devenue plus saine, elle était très





« Les sorties de capitaux ont été massives sur le crédit en 2018. Elles correspondent à une situation de crise et expliquent la forte dépréciation du marché en fin d'année. »



**Erick Müller** a rejoint Muzinich & Co. en août 2015 ; il apporte une vision stratégique et macroéconomique aux équipes de gestion et contribue activement à l'élaboration des solutions d'investissement pour la clientèle institutionnelle et de distribution. Avant de rejoindre Muzinich & Co., Erick était en charge du suivi des portefeuilles des institutions publiques et parapubliques chez JP Morgan Asset Management. Précédemment, Erick a été chef de produit fixed income au sein du département product management de Fidelity Worldwide Investors. Erick a commencé sa carrière en 1987 et a travaillé précédemment à la S.G. Warburg, HSBC, UBS et Crédit Agricole Investment Bank. Au total, Erick affiche 25 ans d'expérience sur les marchés financiers. Il a étudié l'économie et l'économétrie à l'Université Panthéon-Assas à Paris et a obtenu un MBA à l'école de commerce ESLSA.

MUZINICH & CO

**ERICK MÜLLER, DIRECTEUR DES PRODUITS ET DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT**

resserrée autour de la moyenne, elle est maintenant plus étalée. Cela signifie pour un gérant actif qu'il existe beaucoup d'opportunités qui permettent de faire de la surperformance en se positionnant sur des titres dont les rendements s'éloignent de la moyenne. En ce qui concerne plus particulièrement l'Europe, les spreads se sont bien écartés. Nous pouvons maintenant considérer que le risque est rémunéré en Europe sur les titres high yield. Une dernière tendance constatée en 2018 doit être soulignée : le marché high yield est un marché qui se renouvelle régulièrement, les émissions primaires sont équivalentes à environ 15 à 20 %. Mais, pour la première fois au mois de décembre 2018, il n'y a eu aucune émission sur le marché high yield américain ! Cela n'était pas arrivé depuis 2009. Nous pouvons donc supposer que beaucoup d'émissions sont en attente. Il devrait y en avoir de nombreuses en ce début d'année, ce qui est très positif pour un bond pic-

ker (sélectionneur de titres obligataires). La dynamique en termes d'émissions primaires sur le marché européen est un peu plus faible, mais elle reste positive.

**Michael Israel, associé fondateur d'IVO Capital Partners** : L'année 2018 a apporté un changement majeur sur les marchés en général : les taux d'intérêt réels sur le dollar sont redevenus positifs. Cette situation n'était pas arrivée depuis longtemps et a conduit les investisseurs à modifier radicalement leur comportement. Les investisseurs en dollar sont devenus naturellement plus sélectifs sur leurs investissements, puisqu'ils pouvaient à nouveau placer leurs avoirs sans risque et obtenir un rendement positif en termes réels. Dit autrement, la force que produisait l'environnement de taux réels négatifs ces dernières années et qui forçait les flux à revenir inlassablement sur les marchés n'était plus là en 2018. Les marchés émergents ont été fortement affectés par cette évolution. Les pays avec des déficits jumeaux (budgétaire et extérieur) comme la Turquie et l'Argentine ont beaucoup souffert. Ils ont enregistré des sorties de capitaux massives. Une situation qui a concerné l'ensemble des actifs émergents à différents degrés.

Nous sommes spécialisés dans la gestion obligataire internationale avec un biais émergent. Notre univers d'investissement est en dollar même si nous couvrons ensuite toutes nos positions en euro pour nos investisseurs qui sont majoritairement européens. L'année 2018 s'est déroulée en trois phases. Elle a débuté avec une situation que je qualifierais de suffisamment lisible pour inviter à la prudence, à savoir un consensus autour de la hausse des taux aux Etats-Unis et pourtant des spreads très resserrés. Par conséquent, nous avons conservé une faible duration en portefeuille. Au fur et à mesure que la Fed (Banque centrale américaine) a remonté ses taux, les marchés du crédit ont baissé, des opportunités ont commencé à apparaître eu égard aux niveaux de spreads. Nous nous sommes alors interrogés sur la nécessité de reprendre du risque et nous l'avons fait avec parcimonie. Finalement, les perspectives se sont éclaircies seulement en fin d'année, au moment où les spreads sont clairement revenus à un niveau intéressant. Au final, les différences de performance entre les gérants sur l'année viennent surtout du rythme auquel ils ont pris du risque tout au long de l'année. La différence de duration étant en général le facteur différenciant sur le résultat final de l'année.

**Erick Müller, directeur des produits et de la stratégie d'investissement chez Muzinich & Co** : Il ne faut pas trop s'étonner de la tournure des événements en 2018. L'économie mondiale affichait fin 2017 un niveau de croissance très élevé. Les perspectives étaient positives dans quasiment toutes les zones géographiques, ce qui n'était pas arrivé depuis longtemps. Et puis, les conflits géopolitiques et commerciaux notamment entre les

Etats-Unis et la Chine ont remis en cause la dynamique de croissance elle-même, la synchronisation du cycle et sa nature car ils ont pesé sur les décisions d'investissement des entreprises, maintenant en fort ralentissement. De notre côté, notre processus d'investissement repose sur trois grands types d'analyse : les fondamentaux, les valorisations et les facteurs techniques comme l'offre et la demande de titres par exemple. Les fondamentaux se sont dégradés tout au long de l'année avec une forte augmentation du levier des compagnies investment grade américaines dans un contexte de ralentissement cyclique, nous avons attendu une hausse des valorisations qui est arrivée au second semestre, lorsque les investisseurs ont intégré ce risque cyclique créé par les guerres commerciales. Par ailleurs, les sorties de capitaux ont été massives sur le crédit. Aux Etats-Unis, 60 milliards de dollars sont sortis des fonds high yield dédiés aux particuliers (retail), près de 15 milliards sur l'investment grade américain et près de 30 milliards d'euros sur l'investment grade européen. Ces niveaux correspondent à une situation de crise et expliquent la forte dépréciation du marché en fin d'année. La détention de cash a alors été privilégiée. Aux Etats-Unis, celui-ci est rémunéré à 2,5 %, ce qui est confortable en position d'attente. En Euro, rester en cash ne sera pas possible longtemps. Par ailleurs, il faut noter la liquidité particulièrement médiocre en décembre dernier qui a accentué la dislocation du marché fin 2018.

**En tant qu'investisseur institutionnel avez-vous également subi en 2018 l'évolution défavorable de la classe d'actifs ?**

**Joël Prohin, directeur du pôle de gestion des portefeuilles au sein de la direction des gestions d'actifs de la Caisse des dépôts** : En tant qu'investisseur institutionnel, notre gestion obligataire repose sur une approche dite « buy & hold », c'est-à-dire que nous conservons généralement les titres achetés jusqu'à leur échéance. Le taux de rotation de nos actifs est par conséquent très faible, pour des encours sous gestion de la Caisse des dépôts qui s'élèvent en ce qui concerne le portefeuille obligataire à plus de 110 milliards d'euros. Autre élément important pour comprendre notre gestion obligataire : nous ne comptabilisons pas les titres en portefeuille en prix de marché, l'indicateur important pour nous est ainsi le taux actuariel à l'achat des titres. Par ailleurs, notre sélection de titres doit s'inscrire dans une logique de gestion actif/passif. Nos passifs sont constitués des encours du livret A dont la rémunération a été fixée à 0,75 % et des comptes rémunérés des notaires et nous devons pouvoir servir cette rémunération à laquelle s'ajoutent des frais de fonctionnement. Les rendements à servir sur le passif sont relativement élevés à comparer à ceux servis sur les obligations souveraines qui constituent l'essentiel de nos investissements obligataires. Nous investissons en effet principalement pour des raisons réglementaires dans de

la dette souveraine à travers des obligations indexées sur l'inflation, des obligations à taux fixes et des obligations à taux variables. Pour obtenir des taux variables, nous nous appuyons sur des swaps de taux. Nous possédons aussi une poche de diversification investie sur de la dette notée en catégorie high yield, sur de la dette émergente et sur des fonds de dettes. Nous sommes d'ailleurs à l'origine du lancement de ces fonds sur le marché français. 95 % de notre gestion est réalisée en direct. 2018 n'a pas été pour nous une très bonne année car nous attendions une hausse des taux qui ne s'est pas réalisée. Nous avons donc dû augmenter la maturité de nos investissements afin de trouver du rendement, nous nous sommes notamment positionnés sur le segment 10-15 ans. Nous nous sommes également un peu diversifiés en achetant du quasi-souverain comme des titres émis par la Banque européenne

« L'année 2018 a apporté un changement majeur sur les marchés en général : les taux d'intérêt réels sur le dollar sont redevenus positifs. »

**Michael Israel** a débuté sa carrière en 2000 chez Paribas. Il rejoint ensuite le groupe Rothschild & Cie à Paris en 2001. En 2005, il intègre Merrill Lynch où il dirige une équipe de gestion advisory spécialisée sur le crédit corporate en situation spéciale. Son équipe couvre l'ensemble des instruments de crédit corporate avec un focus spécifique sur les crédits structurés, les marchés high yield internationaux et les emerging markets pour un encours de 500 millions de dollars. De 2009 à 2012, Michael faisait partie de la liste des « World's Top 10 Merrill Lynch Financial Advisors ». Michael a quitté Merrill Lynch en 2012 pour fonder IVO Capital Partners avec Roland Vigne et Sidney Oury, avec qui il travaillait depuis des années. Michael cogère le fonds IVO Fixed Income avec Roland Vigne. Il est également membre du comité d'investissement des fonds de Litigation Finance.



IVO CAPITAL PARTNERS

**MICHAEL ISRAEL, ASSOCIÉ FONDATEUR**





d'investissement (BEI). Nous avons également noté que durant l'année les spreads ont commencé à se reconstituer et ont atteint un niveau davantage conforme à la théorie économique. Nous avons ainsi davantage investi au deuxième semestre dans le crédit.

**Eric Dubos, directeur financier et membre du Comex du groupe MACSF :** La MASCF est une compagnie d'assurance et à ce titre 80 % de notre portefeuille est investi dans les obligations. Nous disposons d'une faible part investie à taux variables et en titres indexés sur l'inflation, l'essentiel étant placé à taux fixes. Nous sommes moins investis que nos homologues assureurs dans les obligations souveraines et davantage dans le crédit. Celui-ci est bien plus intéressant que les obligations souveraines en termes de rendement et de risque, malgré une charge supplémentaire en capital sous Solvency II. Nous pouvons nous le permettre car nous disposons de capitaux propres conséquents. Nous menons une gestion active du crédit afin de trouver du rendement. Dans un souci de prudence, nous nous limitons à des durations plutôt courtes. Cette stratégie nous a permis d'offrir pour l'année 2018 l'un des meilleurs taux de rendement du fonds euro à 2,20 %. Par ailleurs, comme les autres investisseurs institutionnels, nos investissements se font dans une optique de «buy & hold». Nous aimerions également comme tous les institutionnels que les taux remontent afin de nous positionner plus sereinement sur des obligations souveraines.

**Quelles sont les perspectives en ce début d'année ?**

**Joël Prohin :** Les perspectives de début d'année ne laissent pas entrevoir une remontée rapide des taux d'intérêt. Nous avons donc tendance à rester prudents dans nos investissements.

**Camille Barbier :** En matière d'émissions primaires, le marché européen qui a fortement corrigé notamment pour les signatures simple B affiche des spreads élevés qui dissuadent les émetteurs high yield de revenir sur le marché pour le moment. Malgré cela, la performance du crédit sur le secondaire, en janvier, a été positive. Les investisseurs ont en effet pris conscience que le risque de récession avait été surestimé. L'état d'esprit des investisseurs redevient plus positif, compte tenu notamment de l'évolution sémantique de la FED et de la BCE qui laisse présager une période de statu quo monétaire. De plus, même si le taux de défaut est amené à légèrement augmenter en 2019, il restera inférieur à sa moyenne de long terme.

**Erick Müller :** En 2019, les perspectives sont plus favorables qu'en 2018, en premier parce que les valorisations sont plus généreuses et compensent mieux pour le risque de crédit. En deuxième, parce que les portefeuilles globaux

seront moins surexposés aux risques actions et rebalanceront les portefeuilles en faveur des marchés du crédit. En troisième, l'année a démarré avec un message radicalement différent des banques centrales. La Fed a annoncé récemment qu'elle allait faire une pause dans la hausse des taux. La Banque centrale européenne (BCE) a aussi une communication très prudente. Nous pensons que ce sera difficile de remonter les taux en 2019 comme elle l'a annoncé. Enfin, ajoutons que 2019 devrait être une année de relance budgétaire et fiscale. La relance fiscale en Chine devrait prendre effet dans le courant du premier semestre. Les Etats-Unis bénéficient encore des réformes de 2018. Les pays européens confrontés au ralentissement cyclique vont lâcher du lest sur la dépense publique. Cela permettra peut-être d'éviter la récession.

**Michael Israel :** La baisse des marchés permet de retrouver des couples rendements risques à nouveau intéressants. A ce titre, nous voyons des opportunités d'investissements. Le changement de ton de la FED écarte un poids qui pesait sur les obligations. Il éloigne également l'inquiétude d'une hausse du dollar et d'une déstabilisation d'une partie de l'économie mondiale et notamment de certaines économies émergentes. Nous démarrons donc l'année avec de meilleurs couples rendements risques et moins de «nuages» liés aux points précités. Reste le sujet du ralentissement économique, sujet à adresser par une bonne analyse crédit des entreprises. Au surplus, les opportunités ne sont pas généralisées, mais localisées donc la flexibilité géographique devrait être une source de valeur ajoutée cette année.

**Gilles Frisch :** Depuis le début de l'année, la performance du high yield s'est nettement améliorée. Elle ressort à 4,5 % aux Etats-Unis et à 2,5 % en Europe. Les corrections enregistrées entre les mois d'octobre et décembre ont été effacées. Les titres notés BB sont corrélés aux titres souverains, mais les notations inférieures en sont décorréliées voire affichent une corrélation négative. Il peut ainsi être plus intéressant de reprendre du risque sur les obligations corporate que via les actions.

**Eric Dubos :** Nous avons commencé à réinvestir sur le crédit émis par les entreprises car les spreads nous semblent maintenant être redevenus plus attractifs ainsi que sur les financières. Nous pouvons aujourd'hui trouver des titres dans ces catégories avec des rendements actuels supérieurs à 3 %. Cette année, les marchés devraient offrir des opportunités d'investissement.

**David Poulet :** Nous souffrons toujours d'une pénurie d'idée d'investissement. En effet, la baisse des marchés intervenue en fin d'année 2018 s'est concentrée sur les dossiers «à problème», c'est-à-dire dont l'émetteur est déjà en situation «distressed» (c'est-à-dire de quasi-défaut) ou

bien dont les perspectives à plus long terme sont binaires avec une faible perspective de reprise en cas de défaut. Les spreads de crédit sur les dossiers «sains» restent à nos yeux encore insuffisants. Pour investir nos portefeuilles avec un rapport rendement/risque convenable, nous restons pour l'instant cantonnés à des sous-segments de niche du marché (convertibles en dehors de la monnaie, subordonnées financières disqualifiées, situations spéciales de type changement de contrôle, papiers complexes...). Nous détenons par exemple les obligations BNP Paribas Fortis Cashes. Le papier sera entièrement disqualifié d'ici fin 2021 et le coupon offre un taux variable majoré de 200 points de base. Pourtant, le papier traite à moins de 75 % du pair, soit 15 à 20 points en dessous des subordonnées émises à l'époque de Bâle II et offrant un coupon comparable. Le marché semble anticiper une absence de perspective de remboursement à moyen terme, une hypothèse qui n'est à notre avis pas justifiée au regard de la complexité et de l'histoire particulière de cette souche.

**Les investisseurs montrent des signes d'intérêt pour le monde émergent, est-ce le moment de revenir vers ces actifs ?**

**Michael Israel :** La réponse est positive même si le mot «émergent» est utilisé de manière trop générique. De façon générale, les flux obligataires sont principalement dirigés selon deux critères : la notation et la géographie. Dans le monde émergent, nous pouvons trouver de très nombreuses sociétés délaissées alors qu'elles sont de très bonne qualité, parce qu'elles pâtissent de leur code postal. Nous recherchons justement dans notre processus d'investissement des entreprises de très bonne qualité dans des pays où il y a une dégradation sur le souverain. Cette approche peut être qualifiée de «mauvais pays/bonnes sociétés», sachant que la qualification de «mauvais pays» est très changeante au fil des années. Nous utilisons le ricochet de la macroéconomie sur la microéconomie partout où il n'est pas justifié et essayons de dépasser les catégorisations géographiques et de notation afin de profiter des opportunités de crédit partout où elles se trouvent réellement. Nous comparons des entreprises du monde émergent et celles du monde développé, car à la fin ce sont des entreprises qui opèrent souvent sur les mêmes marchés internationaux et nous investissons là où le risque/rendement/duration nous semble le plus logique. Cette méthode est peu pratiquée car les équipes de gestion et/ou de recherche sont souvent catégorisées par zone géographique et par notation dans le monde du crédit.

**Camille Barbier :** La dette émergente est l'une des classes d'actifs à avoir le plus rapidement rebondi en janvier. Sa performance a arrêté de se dégrader vers le mois de septembre dernier avec la stabilisation des devises émergentes quand celle des marchés des pays développés a



*« Pour investir nos portefeuilles avec un rapport rendement/risque convenable, nous restons pour l'instant cantonnés à des sous-segments de niche du marché. »*

Diplômé de l'Ecole normale supérieure de Cachan, **David Poulet** détient un DEA en droit des affaires de l'Université Paris II Panthéon-Assas, a obtenu la certification CIAA de la SFAF et est certifié CFA. Il intègre Amiral Gestion en 2004 en tant qu'associé gérant. Il coordonne avec Jacques Sudre le fonds de sélection d'obligations internationales Sextant Bond Picking depuis sa création en mars 2017, ainsi que la poche obligataire de Sextant Grand Large, le fonds diversifié flexible d'Amiral Gestion.



**AMIRAL GESTION**  
**DAVID POULET, ASSOCIÉ GÉRANT**

commencé à être fortement impactée par la perspective d'un ralentissement de l'économie mondiale.

**Erick Müller :** Les marchés émergents craignent souvent deux phénomènes : la hausse du dollar et la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Et ils ne seront pas présents en 2019, la Fed ayant annoncé une pause dans sa stratégie de hausse des taux. 2019 sera ainsi certainement une meilleure année pour les émergents. Sur la dette émergente, les valorisations sont faibles et les spreads sont restés larges. Avec le retour des investisseurs internationaux que nous voyons depuis le début de l'année, les signaux sont en nette amélioration. Même si on intègre le coût d'une couverture de change, les performances peuvent atteindre les 3 % à 5 %. Les opportunités sont nombreuses sur ces marchés notamment sur les durations courtes. Par ailleurs, plusieurs facteurs changent en 2019. Les gouvernements élus en 2018 au Mexique et au Brésil sont maintenant en place et les premières trajectoires fiscales semblent bien





accueillies par les investisseurs. La relance budgétaire et monétaire chinoise devrait être visible dans le courant du premier semestre et se diffuser sur une grande partie de l'Asie. Les indicateurs de croissance en Inde restent correctement orientés. Le risque de crise de balance des paiements est sensiblement atténué, après les ajustements de 2018. La situation est donc plus saine et plus stable.

**David Poulet :** Nous ne faisons pas de paris macroéconomiques sur les pays émergents. Il s'agit pour nous d'un vivier pour trouver des idées de picking au cas par cas et toujours en devises dures, nous ne nous exposons pas aux monnaies locales. Les difficultés d'analyse liées à l'éloignement sont partiellement compensées par les synergies avec notre équipe action qui y est active depuis plus de 10 ans. A noter, l'essentiel du vivier obligataire high yield émergent se situe en Amérique latine, notamment au Brésil.

« Nous envisageons de revenir sur les obligations indexées sur l'inflation italiennes notamment sur la partie courte de la courbe qui verse des rendements réels positifs. »



**Eric Dubos** a intégré le groupe MACSF en 2002. Auparavant, il était responsable de la gestion obligataire et alternative chez Robeco Group France de 1998 à 2002. Il a aussi été gérant de taux long terme internationaux chez Ofivalmo et assistant de gestion à La Mondiale. Il a débuté sa carrière chez BNP Paribas à Londres en août 1991. Il est titulaire d'un DESS Finance d'entreprise et marchés internationaux de capitaux obtenu à Sciences Po Paris et d'un MBA Assurances (ENASS).

MACSF

ERIC DUBOS, DIRECTEUR FINANCIER ET MEMBRE DU COMEX

**Eric Dubos :** Pour nous investisseurs institutionnels, les émergents sont une classe intéressante de diversification pour les actions et les taux. Si la Fed revient à une politique monétaire plus accommodante, les marchés émergents devraient réaliser de bonnes performances cette année.

**Y a-t-il des zones que vous préférez en matière de dettes émergentes ?**

**Michael Israel :** Nous préférons l'émergent hors Asie. Nous sommes sous-pondérés sur l'Asie et ne sommes pas du tout positionnés sur la dette chinoise d'entreprise. En effet, une grande partie des émissions high yield chinoises concerne des promoteurs immobiliers, un secteur que nous n'apprécions pas en général, car en cas de problème, les entreprises y deviennent vite vulnérables et les actifs ne valent plus grand-chose. Par ailleurs, nous considérons que l'Asie se situe plutôt en fin de cycle qu'en début de cycle à l'image de la Chine. De plus, les devises asiatiques, ajustées de l'inflation, ont été peu dévaluées ces dernières années. Autrement dit, les entreprises sont en haut de cycle à l'actif et présentent potentiellement un passif sous-évalué. Une situation quasiment inverse dans beaucoup d'autres zones émergentes qui ont déjà corrigé tant à l'actif du fait d'une récession forte qu'au passif du fait d'une dévaluation de la devise locale. Nous étions très présents sur des entreprises brésiliennes pendant toute la période de tourmente où les spreads étaient très élevés, mais comme ils se sont resserrés depuis les dernières élections nous avons réduit notre exposition. Mais nous pourrions y revenir : en effet, il pourrait y avoir à nouveau de la volatilité liée à l'agenda politique et notamment à la réforme de la sécurité sociale qui doit être menée par le nouveau gouvernement. Autre exemple sur 2018, il y a eu des opportunités sur de belles sociétés internationales basées en Turquie lorsque les spreads du pays se sont écartés. C'est le cas également de l'Argentine et de la plupart des pays qui présentent un déficit jumeau. Il est d'ailleurs intéressant de noter la rapidité des rééquilibrages macroéconomiques de ces pays consécutivement à la forte dévaluation de la devise locale et de la récession ou du ralentissement économique qu'ils affrontent. Ces deux facteurs créent un effondrement des importations en raison de la récession économique, mais aussi parce qu'elles deviennent trop chères du fait de la dévaluation de leur devise. Dans le même temps les exportations augmentent du fait d'un regain de compétitivité rapide. Nous sommes à la recherche de ce type de cas de figure, des pays où la notation se dégrade, mais où les entreprises sont solides et où les rééquilibrages se mettent en place. Nous pouvons aussi trouver ce cas de figure au niveau sectoriel comme par exemple dans le secteur de l'énergie qui a subi une forte crise.

**Erick Müller :** Nous sommes moins pessimistes sur la Chine à moyen terme. Le ralentissement chinois est lié

à la politique menée pour réduire les capacités excédentaires et à la contrainte exercée sur le «shadow banking» trop peu contrôlé par le passé (finance de l'ombre qui consiste en l'existence de systèmes de financement parallèles non régulés). A cela s'ajoute la guerre commerciale avec les Etats-Unis. Les autorités chinoises doivent combiner une réforme structurelle des moteurs économiques (moins d'exportations, plus de consommation intérieure), un choc sur la demande externe avec les guerres commerciales et la refonte du secteur financier. Pour assurer un socle de croissance suffisant, les autorités chinoises apportent une réponse massive à travers des allègements d'impôts, notamment de la TVA et de l'impôt sur le revenu, une baisse des réserves obligatoires des banques afin de faciliter le crédit bancaire, en particulier vers les petites et moyennes entreprises et une injection massive de liquidités, etc. La réponse devrait être à la hauteur des enjeux et avoir un impact significatif dès le premier semestre.

**Faut-il délaisser les obligations souveraines, en particulier les titres européens ?**

**Camille Barbier :** La crise de la dette souveraine en Europe en 2011 et 2012 a entraîné un changement culturel chez les investisseurs institutionnels. Ils ont commencé à délaisser les obligations souveraines périphériques au profit de la dette émise par les entreprises. Cette situation devrait perdurer.

**Eric Dubos :** Quand on se réfère aux statistiques de l'AF2I (l'Association française des investisseurs institutionnels), nous pouvons constater en effet que la part des obligations souveraines tend à diminuer dans les portefeuilles institutionnels au profit du crédit et des instruments de diversification. D'un point de vue conjoncturel, nous commençons à nous interroger sur l'Italie notamment sur les obligations indexées sur l'inflation qui délivrent des rendements très attractifs. Nous envisageons de revenir sur ces titres notamment sur la partie courte de la courbe qui verse des rendements réels positifs. Mais il existe un vrai risque politique en Italie.

**Joël Prohin :** Nous investissons de façon structurelle sur le souverain. Pour trouver du rendement, nous augmentons la durée de nos portefeuilles, nous nous positionnons notamment sur le segment 10-15 ans.

**Michael Israel :** Nous investissons dans des obligations d'entreprises et exceptionnellement sur des obligations souveraines. Plus fondamentalement, nous ne trouvons pas attractif d'investir en taux réels négatifs, ce qui est en particulier le cas des obligations souveraines européennes en général. En outre, nous trouvons qu'il existe de meilleurs couples rendement/risque ailleurs. Pour autant et comme toujours, cela dépend des objectifs et des contraintes de gestion des investisseurs. Tous les souve-

« La crise de la dette souveraine en Europe en 2011 et 2012 a entraîné un changement culturel chez les institutionnels. Ils ont commencé à délaisser les obligations souveraines périphériques au profit de la dette émise par les entreprises. »

Agé de 42 ans, **Camille Barbier** a commencé sa carrière professionnelle chez BNP Paribas Francfort avant d'intégrer Ixis Asset Management en tant que gérant obligataire puis la MIF (Mutuelle d'Ivry-La Fraternelle) en tant que directeur financier (en charge notamment des investissements). Il a ensuite occupé la fonction de directeur des gestions de Twenty First Capital dont il a été membre du directoire, puis a rejoint ECOFI Investissements en janvier 2015 comme directeur des gestions et membre du Codir. Camille a cofondé, en décembre 2016, Salamandre AM, et il en est le président.



SALAMANDRE ASSET MANAGEMENT

CAMILLE BARBIER, PRÉSIDENT

rains européens n'offrent ni les mêmes niveaux de rendement, ni les mêmes courbes de taux, donc, selon les objectifs, certains investissements peuvent avoir du sens.

**David Poulet :** Hormis peut-être des situations spéciales comme l'Italie, les obligations souveraines européennes n'offrent pas une rémunération qui correspond aux attentes d'un investisseur privé rationnel et libre de ses choix d'investissement. Le marché est essentiellement corrélé aux décisions de la puissance publique, que ce soit par l'entremise des banques centrales ou par les régulations prudentielles qui imposent aux banques et aux compagnies d'assurance d'acheter de la dette d'Etat.

**Est-ce que l'inflation constitue encore un thème d'investissement ?**

**Joël Prohin :** Nous n'anticipons pas un retour de l'inflation. Il n'y a pas de véritable hausse des salaires en Europe





qui entraînerait une hausse des prix. L'inflation pourrait provenir uniquement d'un choc externe comme une forte hausse du prix du baril du pétrole qui ne nous semble pas probable.

**David Poulet :** Il n'y a plus d'inflation par les prix à la consommation en Europe. La politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) s'est traduite par une inflation du prix des actifs financiers. Un investisseur qui souhaite se prémunir du risque de retour de l'inflation devrait plutôt détenir des actions d'entreprises qui ont du pricing power, c'est-à-dire qui sont en capacité d'imposer leurs prix.

**Camille Barbier :** La croissance potentielle dans nos vieilles économies est réduite. Cela s'explique par plusieurs facteurs structurels comme le vieillissement de la population, et la faiblesse de l'investissement depuis la crise de 2008. L'inflation restera donc faible durablement avec une situation qui peut rappeler celle du Japon. En Chine aussi, l'économie décélère et la population vieillit, ce phénomène devient mondial.

**Michael Israel :** L'investissement sur des obligations indexées sur l'inflation n'est pas notre univers d'investissement. Nous voyons peu de risques d'inflation à court terme. Le pétrole n'est pas très cher et nous sommes plus en fin de cycle qu'en début de cycle sur les deux plus grandes économies du monde.

**Eric Dubos :** La part des obligations indexées inflation chez les institutionnels a tendance à diminuer avec des taux réels négatifs. Néanmoins, nous devons conserver une protection du portefeuille obligataire avec des obligations indexées inflation. Ainsi, tout mouvement haussier des taux peut être utilisé pour revenir sur cette classe d'actifs.

### Quels risques avez-vous identifiés sur le marché obligataire ?

**Joël Prohin :** Nous nous interrogeons sur les taux de recouvrement. Il n'est pas sûr qu'ils se réalisent à la hauteur de ce qui est valorisé par le marché.

**David Poulet :** La baisse des taux de recouvrement est certainement liée à l'évolution de la documentation. Nous sommes parfois effrayés à la lecture de certains documents contractuels – il est vrai davantage dans le high yield que dans les titres investment grade – qui prévoient un allègement des garanties. Cette évolution aura tôt ou tard des conséquences sur les taux de recouvrement.

**Camille Barbier :** Le marché n'a pas encore révisé ses hypothèses de taux de recouvrement en cas de défaut d'un émetteur, notamment dans le secteur financier. Cette

problématique de baisse du taux de recouvrement en cas de défaut est particulièrement vraie en ce qui concerne le secteur des banques. Avec la nouvelle réglementation BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive) entrée en application le 1<sup>er</sup> janvier 2016, si une banque doit être mise en résolution, il n'y aura pas de grandes différences selon le type de titres (CoCo, tier 2) ; dans tous les cas, le recouvrement sera proche de zéro. En matière de crédit corporate, le taux de recouvrement traditionnel est de l'ordre de 40 %, mais il pourrait bien être inférieur notamment parce que nous avons assisté depuis la crise de 2008 à une migration vers le bas du rating moyen des émetteurs.

**David Poulet :** Effectivement, en matière de subordonnée financière, le recouvrement (recovery) est de zéro si le contribuable doit investir de l'argent public. Le seul cas où le recouvrement est positif est celui des «distress liability management» c'est-à-dire lorsque la banque demande en amont à ses créanciers de la recapitaliser pour éviter une mesure de résolution.

**Erick Müller :** Le principe de ces papiers très subordonnés est justement d'absorber les dettes. Il est donc normal qu'ils soient volatils et dangereux et qu'en cas de difficulté ils ne donnent pas lieu à un recouvrement car ils sont faits pour cela.

**Gilles Frisch :** La diminution des taux de recouvrement est également liée à la montée en puissance du marché des loans. Nous avons connu une année 2018 exceptionnelle en ce qui concerne deux marchés connexes : celui du high yield et celui des leverage loans. Traditionnellement, l'essentiel des financements des LBO passe par des leverage loans (soit les deux tiers) et un tiers par le marché high yield, mais l'an dernier cette proportion s'est réduite à seulement 8 % pour le second. Beaucoup d'entreprises ont préféré créer plusieurs tranches de dettes financées par des leverage loans plutôt que de placer du papier high yield. Les risques se situent ainsi de mon point de vue plutôt du côté des loans que du côté du marché high yield, même si on peut s'attendre à une hausse du défaut aussi sur le high yield.

**Eric Dubos :** La demande des investisseurs institutionnels pour des loans est forte et est devenue structurelle. Du côté des assureurs, ces actifs représentent maintenant entre 2 % à 3 % de leur allocation. La directive Solvabilité II pousse en ce sens. Il s'agit souvent d'un actif à taux variable et moins volatil qu'une obligation cotée, il est à ce titre prisé des investisseurs institutionnels et plus particulièrement des compagnies d'assurance. Vous évoquiez tout à l'heure l'absence d'émissions primaires en décembre sur le marché américain du high yield, l'explication vient peut-être d'une demande de plus en plus importante sur les loans.

**Erick Müller :** Il faut distinguer le marché américain des loans et le marché européen qui sont très différents. Aux Etats-Unis, les particuliers investissent dans les loans. A contrario, en Europe, il s'agit d'un marché essentiellement institutionnel. Au quatrième trimestre 2018, aux Etats-Unis, les particuliers sont sortis massivement des loans, cela a conduit à un écartement des spreads. S'agissant de la qualité des loans, le marché américain est plutôt un marché où les titres BB dominent alors que le marché européen est plutôt un marché simple B. Il faut ainsi regarder davantage dans le détail pour déterminer le risque de cette classe d'actifs. De notre côté, nous gérons environ 2,5 milliards de loans et à ce stade la dégradation des «cov-light» peut prendre deux aspects : celle où la structure du capital est vraiment fragilisée et celle (qui correspond à la moitié des cas) où l'information n'est plus distribuée à la même fréquence, mais existe. Les premières situations sont dangereuses si la conjoncture se dégrade. En revanche, lorsqu'il s'agit uniquement d'une communication plus difficile, il n'y a pas forcément de risque. En tant que gérant actif nous avons accès à cette information et nous la retraitions.

**Camille Barbier :** Nous constatons aussi le développement d'opérations avec des niveaux de levier de plus en plus élevés sur certains LBO secondaires avec également la généralisation de «dividend retaps» qui réduisent le potentiel de désendettement. Cette pratique qui consiste pour une entreprise sous LBO à faire remonter du dividende à son sponsor (actionnaire) fragilise d'autant plus l'entreprise que le financement est réalisé par l'emprunt. Malgré tout, les opérations avec des niveaux de levier élevés ne perturbent pas outre mesure le marché qui bénéficie toujours de l'environnement favorable sur les taux d'intérêt sans risque et de montants importants de liquidité à placer. Ainsi, notre inquiétude porte moins sur la réduction des sécurités «cov-light» pour l'investisseur que sur le niveau de levier qui, en cas de dégradation de la conjoncture, pourrait fragiliser les entreprises.

**Erick Müller :** En effet, la situation ne serait plus la même si une récession survenait. Une partie des titres à haut rendement, les moins bien notés, pourrait se retrouver en situation de fragilité. Cette observation peut toutefois être nuancée. Si on considère la qualité de crédit, on constate sur le marché européen du high yield que 72 % des titres sont notés double B. Aux Etats-Unis, la proportion de titres notés CCC est passée de 17 % à 13 % l'an dernier. En tendance, la qualité s'améliore. En revanche, il existe un certain nombre d'entreprises de notation investment grade qui ont dégradé volontairement leur qualité de crédit en s'endettant. Nous devons surveiller l'évolution des proportions entre les «fallen angels» c'est-à-dire les entreprises qui passent du statut d'investment grade à celui de high yield et les rising stars, celles qui voient

« Nous nous interrogeons sur les taux de recouvrement. Il n'est pas sûr qu'ils se réalisent à la hauteur de ce qui est valorisé par le marché. »

**Joël Prohin**, directeur du pôle de gestion des portefeuilles au sein de la direction des gestions d'actifs de la Caisse des Dépôts depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2017. Joël Prohin, 51 ans, est diplômé de l'ENSAE et titulaire d'un DEA Monnaie, finance, banque (Paris I). Il commence sa carrière au Crédit National comme chargé d'études économiques, puis responsable de la gestion actif-passif. En 1996, il rejoint AGF (qui devient Allianz France en 2009) où il est responsable de la gestion actif-passif puis directeur de la politique des investissements. Il entre en 2011 à la Caisse des Dépôts comme responsable de la gestion des actifs du compte propre de la CDC.



CAISSE DES DÉPÔTS

JOËL PROHIN, DIRECTEUR DU PÔLE DE GESTION DES PORTEFEUILLES AU SEIN DE LA DIRECTION DES GESTIONS D'ACTIFS

leur notation s'améliorer. Pour un gérant actif en 2019, il convient de se préoccuper davantage de l'évolution des notations que du risque de défaut qui restera faible tant que nous ne sommes pas en situation de récession. Cette thématique des «fallen angels» serait d'autant plus forte en cas de récession. Les institutionnels ont des contraintes pour investir dans le high yield, et en cas de dégradation de notation d'investment grade à high yield, tous ne pourront pas conserver les titres déclassés et devront vendre. Par ailleurs, les ETF qui représentent un volume de plus en plus important des transactions doivent ajuster très rapidement leur portefeuille à l'évolution des indices et peuvent procéder à des ventes massives. C'est aussi là que la gestion active apporte un plus car nous sommes libres d'allouer uniquement en fonction du bon prix.

**Gilles Frisch :** Le marché du high yield en euro est assez différent du marché américain. Les niveaux de spreads ne sont pas les mêmes. Nous avons créé des indices synthé-



tiques afin de pouvoir comparer le rendement à travers un échantillon d'entreprises de même notation et nous constatons un écart de rendement entre les high yields américain et européen de 100 points de base en faveur de l'Europe qui rémunère bien ces actifs. L'opportunité est-elle sur tout le HY européen ? Il faut préciser qu'aujourd'hui le B Euro offre 3 % de rendement de plus que le BB Euro, ce qui constitue un point haut historique et permet de rémunérer plus que le risque supplémentaire. En outre le B Euro a un spread supérieur de 150 points de base à celui du B américain, ce qui confirme que le B Euro est la niche la plus attractive aujourd'hui. Cette différence constitue une opportunité de gestion. En Europe, nous surveillons l'impact de l'arrêt de la politique de rachat de la Banque centrale européenne (BCE) notamment sur les titres italiens qui pourraient subir une dégradation. Nous avons créé un fonds pour jouer ce thème d'investissement.

**Est-ce que le manque de liquidité constitue aussi un facteur de risque ?**

**Eric Dubos :** Le manque de liquidité devient un problème de plus en plus important. Les banques françaises ont fortement réduit leur activité même en compte propre. Il y a de moins en moins d'acteurs qui interviennent en tant que «market makers». A titre d'exemple, il devient maintenant compliqué de céder un montant de 20 millions de titres notés simple B. Cette situation pourrait devenir catastrophique en cas de crise.

**Camille Barbier :** Nous pensons que les variations de la liquidité sur le marché secondaire obligataire deviendront un réel problème lors de la prochaine récession économique. A ce moment-là, les investisseurs risquent de vouloir céder les mêmes titres au même moment sans avoir d'acheteurs en face. La réduction du bilan octroyé aux activités de market making par les banques d'investissement accentue ce risque. Les solutions ne sont pas simples, mais il semble désormais indispensable de développer les plateformes d'échanges entre investisseurs.

**Gilles Frisch :** Le marché high yield est l'un de ceux où la liquidité est la plus faible. Ces difficultés sont apparues en 2009 et se sont accentuées par la suite. Nous avons dû nous y adapter. Aussi le débat récent sur la liquidité ne fait que refléter une situation à laquelle nous nous sommes adaptés depuis longtemps. Nous utilisons notamment des plateformes de transactions indépendantes qui nous permettent de traiter avec d'autres acteurs du buy-side (gestion d'actifs) ainsi qu'avec des banques régionales américaines non présentes à l'international comme contreparties, ce qui représente aujourd'hui 30 % de notre volume avec une croissance continue. Nous travaillons aussi avec des brokers indépendants.

**Michael Israel :** La liquidité est un sujet clé que nous analysons en stressant chacune de nos positions dans une situation où l'entreprise émettrice n'aurait plus accès à la liquidité en temps normal. A priori, nous ne voyons pas de risque de liquidité à court terme, sauf s'il y a un regain de la croissance et de l'inflation aux Etats-Unis. En ce qui concerne la liquidité sur les marchés, elle constitue toujours un problème dans le monde obligataire et ce n'est pas spécifique aux crédits émergents. La liquidité se réduit de manière générale en période d'aversion au risque.

**David Poulet :** La liquidité est un risque inhérent à la gestion d'actifs, en particulier lorsque l'on gère des fonds ouverts. Néanmoins, nous préférons, toutes choses égales par ailleurs, bénéficier d'une marge de crédit liée à une moindre liquidité du papier plutôt qu'à une moindre solvabilité de notre contrepartie. A date, nous n'avons pas de soucis de liquidité compte tenu de notre importante proportion de trésorerie et de la durée courte de la partie investie des portefeuilles (liquidité naturelle liée aux remboursements par les émetteurs).

**Joël Prohin :** Dans le monde institutionnel, l'essentiel des transactions se fait sur des obligations souveraines ou sur des obligations notées investment grade sur lesquelles il n'y a pas de problème de liquidité.

**Est-ce que le manque de liquidité sur certains actifs vous conduit à utiliser des produits dérivés ?**

**Camille Barbier :** Oui. Le risque de réduction de liquidité conduit à intégrer l'utilisation de produits dérivés, notamment crédit, dans une gestion obligataire qui se définit comme flexible.

**Michael Israel :** Nous n'utilisons pas de produits dérivés. Par contre, nous menons une gestion active de la durée en lien avec l'évolution des spreads. Plus les spreads sont élevés, plus il y a d'opportunités, plus nous augmentons la durée du portefeuille. Début 2018, nous ne trouvions pas beaucoup d'opportunités, par conséquent, la durée en portefeuille était courte, de l'ordre de 1,8. Actuellement notre durée est à 2,7 car des opportunités sont clairement réapparues à la suite de la baisse des marchés. Dans le monde obligataire, sous réserve d'une bonne sélection de titres en termes de risque crédit, une des meilleures protections est une gestion active de la durée.

**David Poulet :** Nous utilisons seulement des instruments dérivés pour couvrir le risque de change des obligations qui ne sont pas libellées en euros, ce qui nous permet d'élargir notre univers d'investissement sans spéculer sur les devises.

**Erick Müller :** Nous possédons des fonds flexibles multi-

crédits gérés en performance absolue sur lesquels nous pouvons avoir des expositions en produits dérivés. C'est bien sûr le cas des produits de long/short crédit, où nous alternons investissements en obligations cash et en produits dérivés. Les produits dérivés sont maintenant très liquides. Ils ne font pas porter de risque spécifique si leur utilisation est focalisée sur des produits simples et transparents.

**Quelle place prend l'ESG dans la gestion obligataire ?**

**Eric Dubos :** Quelle que soit la classe d'actifs, nous ne pouvons plus échapper à l'utilisation d'indicateurs extra-financiers dans la sélection de titre. Avec l'instauration de l'article 173 de la loi sur la transition énergétique, nous devons intégrer ces dimensions à l'ensemble de notre portefeuille. Les grands fonds de pension ont été précurseurs depuis plusieurs années et l'Europe veut encore aller plus loin dans ce sens. L'intégration des critères ESG de façon systématique va profondément modifier la gestion institutionnelle. Du côté des émetteurs aussi, les changements sont importants. En 2019, il devrait y avoir 200 milliards d'émissions de «green bonds» soit 20 % de plus que l'an dernier.

**Joël Prohin :** Nous avons pris des engagements précis en matière de réduction des émissions de carbone de nos investissements ainsi que des objectifs d'exclusion comme sur le tabac par exemple. L'utilisation de critères ESG a pris une grande importance dans nos processus d'investissement, nous pouvons refuser une opportunité d'investissement au motif qu'elle ne respecte pas les critères ESG. Nous allons bien au-delà de la réglementation dans ce domaine.

**Erick Müller :** La demande pour des produits obligataires qui intègrent des critères ESG est en forte croissance sous l'effet de trois facteurs : la demande finale progresse dans les segments d'investisseurs du type particuliers et banques privées, la réglementation accélère la demande institutionnelle et l'offre de produits se renforce avec des processus d'investissement de plus en plus mesurables. Nous avons recruté des spécialistes, modifié nos processus pour prendre en compte ces critères et proposé une offre de produits obligataires utilisant un filtre ESG.

**Camille Barbier :** Nous pensons fermement que l'intégration de critères ESG est incontournable dans toute gestion, obligataire ou autre. D'ailleurs à l'instar de Monsieur Jourdain qui faisait de la prose sans le savoir, nous pensons que la plupart des gérants actuels intègrent des critères ESG dans leur gestion sans pour autant le formaliser de manière explicite. En effet, l'attention de toute la chaîne économique (consommateurs et producteurs) est telle sur ces sujets qu'il est impensable pour un gérant de

« Le marché high yield est l'un de ceux où la liquidité est la plus faible. Ces difficultés sont apparues en 2009 et se sont accentuées par la suite. »

**Gilles Frisch** a rejoint Swiss Life AM (France) en 2010 en tant que responsable du pôle de gestion asset opportunities. Gilles est spécialisé dans la gestion des portefeuilles de crédits high yield, financières subordonnées et obligations convertibles. Avant de rejoindre Swiss Life AM, Gilles a participé à la création et au développement de l'activité de gestion alternative de Dexia Asset management pendant 13 ans où il était directeur de gestion-arbitrage de crédit. Précédemment, Gilles a occupé les fonctions de trader options exotiques chez Transoptions Finance, d'analyste quantitatif chez Paribas Capital Markets et d'analyste quantitatif chez Société Générale. Il est diplômé de Polytechnique et de l'ENSAE, et possède un CFA.



**SWISS LIFE ASSET MANAGERS FRANCE**  
**GILLES FRISCH, RESPONSABLE DE LA GESTION HIGH YIELD**

ne pas privilégier les entreprises adoptant des comportements vertueux.

**Michael Israel :** L'ESG se développe sur toutes les classes d'actifs et sur toutes les zones géographiques. Par conséquent, nous avons recruté un spécialiste qui a intégré l'équipe de gestion et sommes en train de rédiger notre politique dans ce domaine.

**David Poulet :** Les critères ESG font à nos yeux partie intégrante de l'analyse crédit et de notre éthique d'investissement. Nous n'adhérons néanmoins pas aux concepts marketing de type «green bonds» ou «gender equality bonds», qui constituent à nos yeux surtout un moyen pour certains émetteurs de «surfer sur la vague» pour bénéficier de conditions de financement plus favorables. ■

Propos recueillis par Sandra Sebag





## Le grand débat - L'actualité des sociétés



**MACSF**  
Eric Dubos, directeur financier et membre du comex

### La MACSF offre un rendement sur son fonds en euro supérieur à la moyenne du marché

La MACSF a servi un taux de rendement de 2,20 % en 2018 sur son fonds en euro (RES). Il s'agit d'un des taux parmi les plus élevés du marché, qui a pu être proposé tout en dotant la provision pour participation. «Le fonds en euros RES conforte sa position de référence sur le marché, il surperforme la moyenne estimée du marché à 0,60 % sur l'année et de plus de 8 % sur la dernière décennie, indique Eric Dubos, directeur financier et membre du comex du groupe MACSF. Cette performance profite à chacun de nos adhérents, nouveau ou ancien. Elle est le fruit de prises de risque pertinentes et renouvelées dans l'obligataire, l'immobilier, le financement d'entreprises cotées et non cotées et l'infrastructure.» Le groupe propose aussi aux adhérents qui ne souhaitent pas gérer eux-mêmes la diversification de leur épargne différents profils de gestion qui constituent une solution dont la robustesse a été démontrée cette année dans un contexte de marché difficile. Leurs performances sont

bien au-dessus de la moyenne du marché. De même, les performances des supports dédiés aux contrats Madelin sont tout aussi attractives, elles ressortent à 2,3 % sur le fonds en euro du RES fonds de pension. En parallèle, depuis quatre ans, le groupe a entamé un virage numérique important dont le but est de proposer de nouvelles fonctionnalités aux clients-sociétaires. Le site Internet a été revu et une nouvelle application est maintenant disponible. Un chatbot a aussi été créé pour informer les étudiants en santé.

### Salamandre Asset Management, un accompagnement flexible et sur mesure des institutionnels

Créée en décembre 2016 par Camille Barbier et Sébastien Grasset, Salamandre AM est une société de gestion entrepreneuriale spécialisée dans le développement de stratégies de gestion obligataire et diversifiée innovantes. Ses deux expertises principales sont la gestion obligataire avec une approche flexible et l'allocation d'actifs en architecture ouverte (multigestion) avec une capacité à sélectionner des fonds proposant des expositions à des classes d'actifs complémentaires (actions, produits structurés, immobilier, infrastructures, private debt, loans, litigation funds, trade finance...). Salamandre AM accompagne des clients institutionnels, avec transparence et proximité, en matière d'allocation en actifs de rendement (portefeuilles obligataires en direct, produits structurés, sélection de fonds ayant une optique de génération de rendements réguliers et offrant une exposition sur des classes d'actifs diversifiantes, etc.). Salamandre AM gère des fonds dédiés pour des mutuelles et d'autres investisseurs institutionnels, mais également des mandats de gestion, le tout avec une tarification adaptée et en intégrant les contraintes prudentielles et spécifiques des clients (reporting sur mesure, participation à des réunions de suivi des portefeuilles...). Salamandre AM peut également intégrer dans sa sélection d'actifs une dimension ISR par le recours à des fonds spécialisés. Après deux ans d'existence, Salamandre AM affiche près de 550 millions d'euros d'actifs sous gestion. La société de gestion s'apprête à élargir son offre avec un fonds obligataire ayant vocation à distribuer trimestriellement un revenu. Ce fonds, en cours de processus d'agrément par le régulateur, devrait être disponible fin février 2019 (sous réserve de sa validation par le régulateur). Il permettra, selon Salamandre AM, de redonner à la gestion obligataire sa vocation première notamment pour la clientèle des CGP et des family offices : distribuer un rendement régulier pour les porteurs.

**SALAMANDRE ASSET MANAGEMENT**  
Camille Barbier, président



**IVO CAPITAL PARTNERS**  
Michael Israel, associé fondateur

### IVO Capital Partners multiplie les récompenses pour sa gestion obligataire

IVO Capital Partners est une société de gestion spécialisée sur les marchés obligataires cotés et non cotés. Présente à Paris, Mexico et São Paulo, elle compte 18 collaborateurs et gère 530 millions d'euros. Côté gestion obligataire, l'approche vise à saisir les opportunités crédit partout où elles se trouvent en dépassant les concepts de géographie et de rating, et en s'appuyant sur une approche «mauvais pays/bonnes sociétés» qui permet d'optimiser différemment la qualité de crédit et le rendement d'une poche obligataire traditionnelle. Côté dette privée, IVO est spécialisé dans des financements désintermédiés sur des actifs décorrélés des marchés (financement de contentieux, financement de sociétés en croissance). IVO propose une gestion qui est reconnue par les spécialistes. Le fonds IVO Fixed Income s'est hissé au premier rang de sa catégorie sur trois ans et a obtenu la note 5 étoiles sur Morningstar et Quantalys. Les gérants se sont vu délivrer la note AAA sur Citywire et la société a reçu le prix de «société de gestion entrepreneuriale de l'année» aux Trophées de l'Asset Management organisés par Option Finance et Funds Magazine. Un nouveau fonds «short duration» s'appuyant sur la même philosophie de gestion que le fonds flagship IVO Fixed Income EUR UCITS sera lancé au premier trimestre 2019.



**MUZINICH & CO**  
Erick Müller, directeur des produits et de la stratégie d'investissement

### Muzinich & Co. un acteur historique dans le crédit et la dette privée

Muzinich & Co. est une société de gestion indépendante fondée à New York en

1988 par George Muzinich. Elle compte aujourd'hui parmi les acteurs les plus reconnus sur le marché de la dette d'entreprise, opérant à travers ses bureaux de New York, Londres, Manchester, Dublin, Francfort, Paris, Madrid, Milan, Zurich et Singapour. Avec un historique de près de 30 ans sur les marchés du crédit, Muzinich a pu démontrer sa capacité à délivrer des rendements ajustés du risque, attractifs, dans des conditions de marché variées, grâce à l'importance accordée à la recherche et l'analyse fondamentale, ainsi qu'au contrôle du risque crédit. Muzinich & Co. déploie ses expertises sur l'ensemble de l'univers du crédit d'entreprise des marchés développés et émergents en proposant des stratégies d'investissement high yield, investment grade, cross-over, absolute return, syndicated loans, ainsi que la dette privée dédiée aux PME-ETI en Europe, et prochainement aux Etats-Unis. La société emploie 185 personnes dans le monde, dont 91 professionnels de l'investissement et des risques, et gère 30,8 milliards de dollars US au 31 décembre 2018.

### La Caisse des Dépôts investit 70 % de ses actifs financiers en taux

**CAISSE DES DÉPÔTS**  
Joël Prohin, directeur du pôle de gestion des portefeuilles au sein de la direction des gestions d'actifs

La Caisse des Dépôts est un investisseur institutionnel important sur les instruments de taux, avec un encours supérieur à 110 milliards d'euros à fin 2018. En cohérence avec ses passifs (essentiellement le livret A, centralisé à 60 % à la CDC, et les dépôts juridiques), la Caisse des Dépôts investit : 1) en obligations souveraines (71 %) : à taux fixe (25 %), à taux variable (13 %) et indexées inflation (33 %) ; 2) en obligations crédit (24 %), très majoritairement à taux variable après swap ; 3) en diversification : souverains émergents, monétaire et fonds de dette (la Caisse des Dépôts ayant contribué au lancement de cette nouvelle classe d'actifs avec la FFA grâce aux fonds Novo). Plus de la moitié de ces obligations sont comptabilisées en portefeuille d'investissement et sont donc détenues jusqu'à leur échéance. La rotation du reste du portefeuille reste faible, conformément à la position d'investisseur à long terme de la Caisse des Dépôts. Toutes les lignes sont en euro ou ramenées en euro et la part des émetteurs français et européens est prépondérante, en cohérence avec le statut d'établissement public français de la Caisse des Dépôts. La gestion est effectuée pour l'essentiel en interne, par des gérants dédiés, qui prennent en compte dans leurs décisions d'investissement à la fois les paramètres financiers et les paramètres extra-financiers.



**SWISS LIFE ASSET MANAGERS FRANCE**  
Gilles Frisch, responsable de la gestion high yield

### Swiss Life Asset Managers lance un fonds à échéance high yield

Swiss Life Asset Managers a lancé en juillet, SLF (F) Opportunité High Yield 2023, un FCP de droit français investi en titres obligataires internationaux «high yield» (obligations d'entreprises de catégorie spéculative), hors marchés émergents, qui arrivera à échéance en juin 2023. Cette solution de long terme, qui s'adresse à une clientèle privée et institutionnelle, propose ainsi d'investir sur un horizon prédéterminé avec l'objectif de bénéficier des conditions de marché à la date d'entrée dans le fonds. La maturité effective des titres est proche de l'horizon de placement à savoir juin 2023. Le processus d'investissement est centré sur une analyse crédit «bottom-up», titre par titre, dont l'objectif est une évaluation rigoureuse du risque de défaut de chaque émetteur et une estimation de la valeur de recouvrement. La sélection des titres est motivée par l'évaluation des primes de risques. La construction du portefeuille repose également sur une recherche de diversification, sectorielle et géographique, qui contribue à diluer le risque de défaut. Le fonds sera ainsi exposé à au moins 10 secteurs et constitué d'un socle de 40 à 60 lignes d'investissement qui sera par la suite élargi.

### Amiral Gestion met sa gestion flexible au service de l'obligataire

**AMIRAL GESTION**  
David Poulet, associé gérant

Créée en 2003, Amiral Gestion est une société de gestion indépendante détenue par ses salariés. Amiral Gestion s'appuie sur une philosophie de gestion active de conviction pour offrir les meilleures performances sur un horizon de placement long à une clientèle composée d'investisseurs institutionnels, d'investisseurs professionnels (CGPI, family offices et banquiers privés) et de particuliers. Amiral Gestion gère à ce jour les six fonds Sextant ainsi que plusieurs mandats institutionnels, dont le mandat de place Nova II investi dans les petites et moyennes capitalisations, une des expertises historiques d'Amiral Gestion. A travers son fonds diversifié flexible Sextant Grand Large et sa gestion privée, Amiral Gestion a développé une expertise en sélection d'obligations internationales qu'elle a également déployée dans le fonds Sextant Bond Picking créé en mars 2017. Le fonds applique lui aussi le principe de gestion en sous-portefeuilles, spécificité d'Amiral Gestion. Il offre une approche flexible des marchés obligataires basée sur une analyse fondamentale inhérente à la société de gestion. Amiral Gestion compte 45 collaborateurs. Son encours s'élève à 3,6 milliards d'euros au 31 décembre 2018.

