

Pluvalca Multibonds

Le fonds **Pluvalca Multibonds** a été lancé en décembre 2015. **C'est un fonds obligataire d'allocation crédit, centré sur l'Europe.** L'analyse crédit est le moteur principal de performance du fonds, c'est l'ADN même de Financière Arbevel. A la différence d'autres fonds d'allocation obligataire, il est très peu exposé aux dettes souveraines, aux pays émergents et aux devises hors euro. De même, la sensibilité du portefeuille aux variations de taux d'intérêt est plutôt une résultante des investissements sur le crédit qu'un marqueur puissant de gestion.

Le fonds Pluvalca Multibonds intervient sur l'ensemble des classes d'actif crédit. Il peut investir sur toute la palette de dettes émises par les entreprises sur le marché : la dette obligataire classique, les dettes perpétuelles, plus communément appelées dettes hybrides, qui sont subordonnées et assimilées à des fonds propres et les obligations convertibles ; qu'elles soient à taux variable ou à taux fixe ; sans limitation de maturité, de notation, de taille d'entreprise ou de taille d'émissions. Les établissements financiers (banques, assurances, immobilier) font également partie intégrante de la stratégie du fonds, à l'exception des produits complexes comme les dettes ultra subordonnées pouvant être automatiquement converties en fonds propres sous certaines conditions.

Enfin, le fonds reste un fonds d'allocation d'actifs pur, qui utilise très peu de produits dérivés, sauf pour couvrir certains risques comme le risque de taux. L'utilisation des instruments de couverture, là encore, n'est pas systématique mais gérée de manière dynamique en fonction de nos anticipations macro-économiques.

Pourquoi un fonds d'allocation crédit plutôt qu'un fonds pur haut rendement ou un fonds daté ?

➤ ***Une gestion non benchmarkée :***

Le fonds Pluvalca Multibonds intervient sur un univers d'investissement plus large qu'un fonds axé sur une stratégie donnée, ce qui lui permet de mieux piloter la performance en fonction des cycles. Un fonds à haut rendement pourra sous-pondérer son exposition à un secteur donné mais

rarement en être totalement absent, surtout lorsqu'il représente plus de 10% de son indice de référence (ce qui est par exemple le cas pour le secteur automobile).

Dans le cadre de Pluvalca Multibonds, nous pouvons exclure complètement un secteur du portefeuille en fonction de notre analyse des facteurs de risque. Nous ne sommes d'ailleurs exposés à aucun constructeur auto et seulement à 1,5% aux équipementiers (Faurecia au 3/4). Cette liberté de choix nous permet de nous concentrer sur des primo accédants obligataires, le plus souvent des émetteurs de plus petite taille, moins connus et donc moins « travaillés » par les contreparties et les équipes de gestion. Pourtant, ils sont souvent leaders sur leur marché de niche. La prime revient une fois encore à l'analyse crédit.

➤ ***Un rendement que l'on veut réaliste :***

Les fonds datés ont eu leur heure de gloire : concentrer ses investissements sur une maturité fixe (courte de préférence) avec un rendement élevé permettait, dans un contexte de taux « normalisés », de générer de la performance rapidement. Le risque spécifique était géré en démultipliant les investissements. Ainsi peu de risque de concentration.

Aujourd'hui les émetteurs qui proposent les rendements les plus élevés appartiennent le plus souvent aux mêmes secteurs : automobile, transport (maritime et aérien) et retail. Des secteurs qui sont rentrés fragilisés dans la crise et qui ne sortiront pas indemnes. Le risque de défaut y est, selon nous, élevé et a déjà commencé à se matérialiser.

Un rendement trop élevé, s'il n'est pas toujours suspect, doit interpeller. Il peut être source d'opportunité dans un marché stressé tel que nous le vivons ces dernières semaines, mais il doit pouvoir passer les filtres de l'analyse crédit. A la différence de la crise financière de 2008, une entreprise fera faillite non pas simplement parce qu'elle se trouve à court de trésorerie mais parce que son modèle économique n'est plus viable. Si les liquidités sont et vont rester abondantes, on parlera alors de défaut stratégique : faire table rase du passé pour se réinventer. Mais c'est le créancier qui paiera cette transformation...

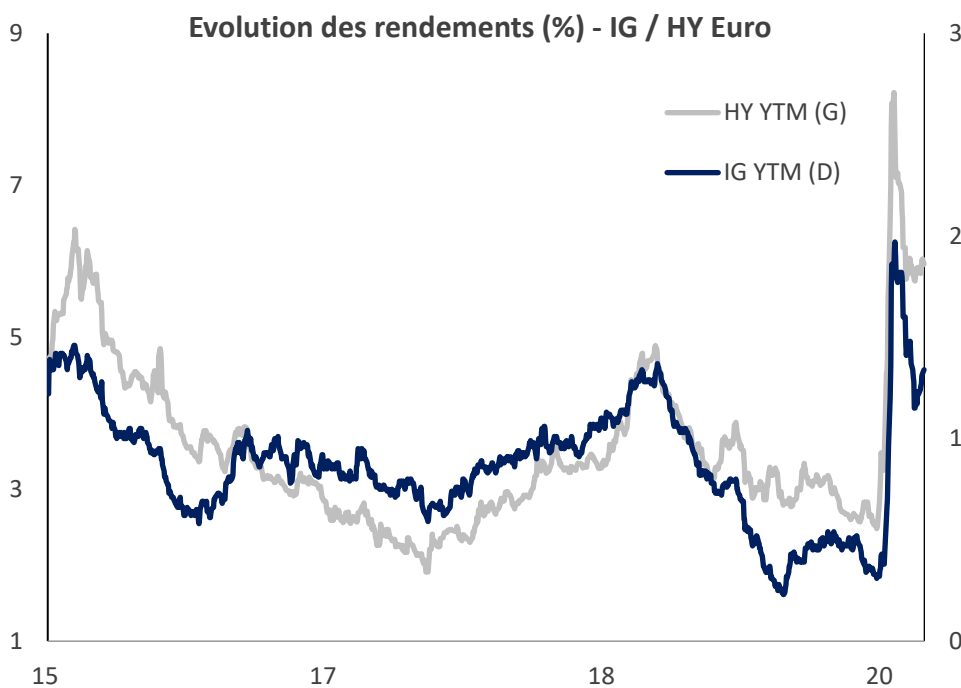
Enfin, les dettes d'état sont largement sous représentées dans notre gestion. La période actuelle ne fait que renforcer ce point de vue.

Pluvalca Multibonds est donc un fonds d'allocation crédit flexible. Comment s'est traduite cette flexibilité depuis le début de l'année ?

Sans parler de bulle, la valorisation du marché obligataire fin 2019 paraissait avoir atteint ses limites, et le risque sur certains segments ne semblait pas suffisamment rémunéré. Dans ce contexte, nous avons progressivement relevé la notation moyenne du portefeuille en arbitrants certains émetteurs Haut Rendement devenus trop chers contre de la dette hybride d'émetteurs de qualité de crédit supérieure. Nous avons également reconstitué un matelas de sécurité de 30% en augmentant les

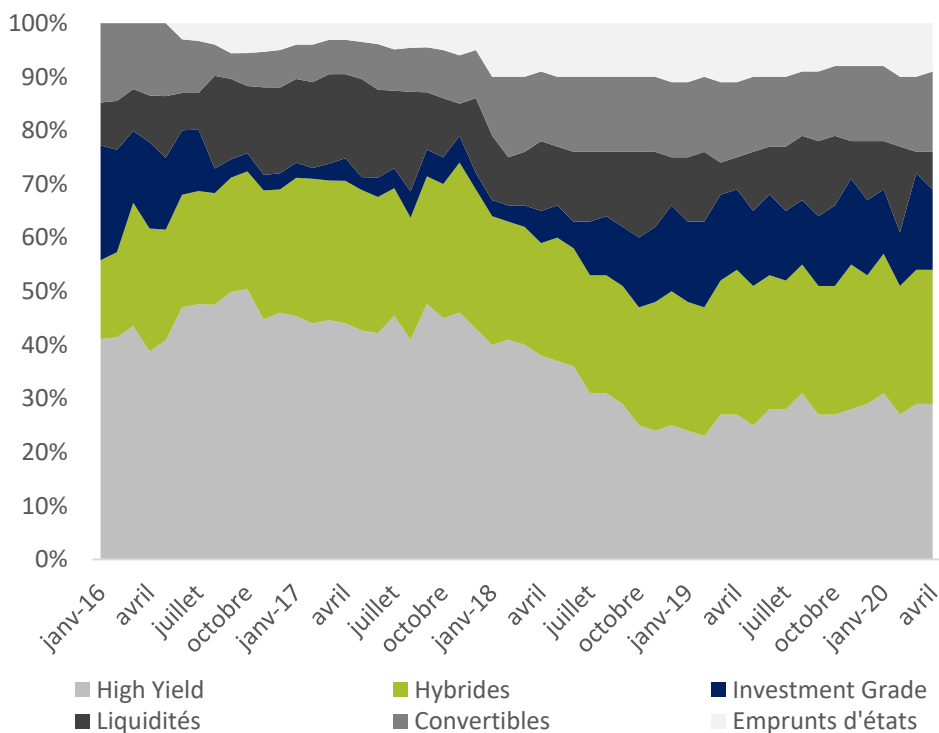
liquidités (15% à la mi-mars), complétée par une poche Investment Grade courte de 5% et des obligations d’Etat français indexées sur l’inflation (OATi) pour 11%.

Le choc constitué par la crise sanitaire du Covid-19 a été violent, touchant de manière indifférenciée tous les acteurs, petits ou grands, et ce quel que soit le secteur. Le phénomène s’est amplifié avec la mise en confinement des principales contreparties du marché, avec pour conséquence une forte dégradation de la liquidité des actifs et des fourchettes de négociation. Dans ce contexte, Pluvalca Multibonds n’a pas été épargné, accusant une perte de près de 12% au pic de la crise fin mars 2020.



Des mouvements parfois violents ont généré des opportunités d’investissements sur des émetteurs à la solidité financière prouvée. A la faveur des Banques Centrales, qui se sont montrées à la hauteur aussi bien dans le timing que dans la portée des mesures annoncées, le marché primaire a ainsi pu se rouvrir rapidement pour les entreprises les plus solides.

En l’espace de quelques jours, nous avons pu réinvestir 15% du portefeuille, en ciblant en priorité les actifs sous protectorat de la BCE (Investment Grade) et ses antichambres : les dettes hybrides de ces mêmes émetteurs ainsi que les dettes de Haut Rendement les mieux notées.



Evolution de l'allocation obligataire de Pluvalca Multibonds depuis sa création

Quel est le positionnement du fonds dans un tel environnement ?

Les marchés restent volatiles, sensibles aux effets d'annonces et à l'actualité autour du Covid-19 (confinement, déconfinement, évolution des statistiques dans les différents pays etc...) avec un degré de visibilité sur les perspectives macro et micro-économiques limitées.

Toutefois, la BCE restera active pour caper toute velléité de correction obligataire et les entreprises ont rapidement réagi : les dividendes ont été réduits ou annulés, les projets d'investissements revus pour ne conserver que l'indispensable et les lignes de crédit tirées. Autant de mesures qui viendront renforcer les bilans financiers et diminuer la pression sur les cash flows.

Le crédit européen a donc toute sa place dans un portefeuille diversifié, ce d'autant plus que les entreprises européennes contrairement à leurs comparables américaines ont su conserver sur la dernière décennie une gestion financière prudente. Leur levier financier était dans l'ensemble modéré avant la crise sanitaire.

Dans ce contexte, nous veillons à conserver notre flexibilité pour pouvoir saisir les opportunités sur le marché primaire et arbitrer entre les différentes classes d'actif. Au 18 mai 2020, le positionnement du fonds se veut assez équilibré entre les différentes poches d'investissement avec :

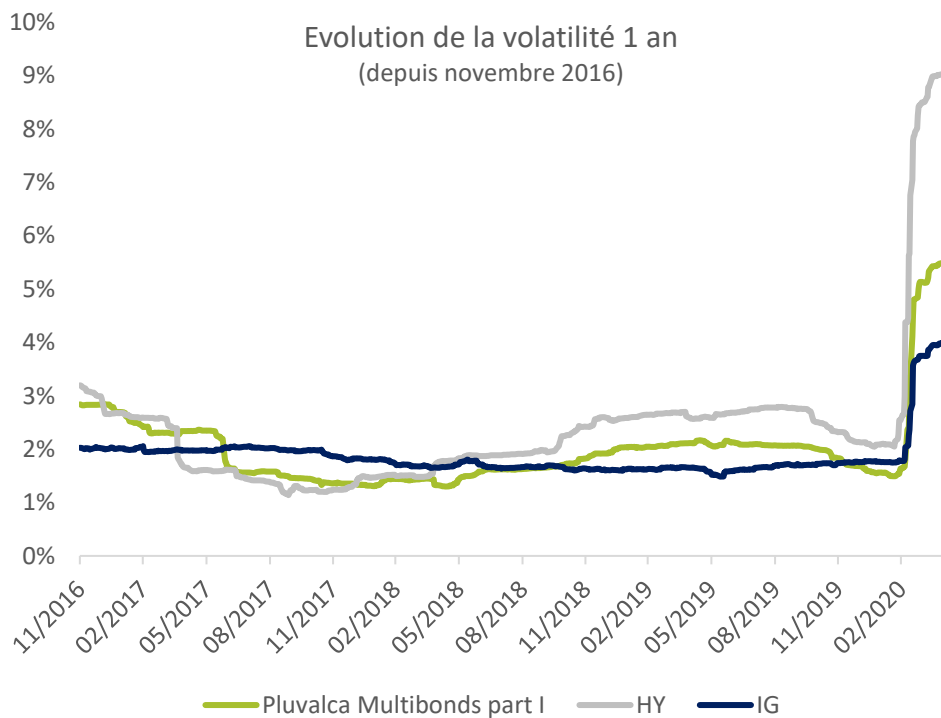
1. Un socle « défensif », constitué de liquidités autour des 10% et de dettes souveraines indexées sur l'inflation pour 7%. L'impact de la crise sur les prix est déjà

visible et ce, avant même de parler de rapatriement de capacité de production. Aujourd'hui les anticipations d'inflation ne reflètent pas cette réalité

2. Une poche d'émetteurs de qualité Investment Grade de l'ordre 15% : c'est un positionnement principalement opportuniste, qui vise à capitaliser sur la reconstitution des primes de risque sur les émetteurs de bonne qualité. La fenêtre d'intervention semble néanmoins vite se refermer dans un contexte de forte demande et avec le risque de voir basculer certains émetteurs dans la catégorie inférieure, pas encore protégée par les achats de la BCE. Nous n'avons d'ailleurs pas hésité à réduire cette poche de plus de 5% depuis les points hauts d'avril
3. Une poche de dettes hybrides d'entreprises de l'ordre de 25% et que nous pouvons porter à 30%. Cette dette est assimilée à des fonds propres du fait de sa nature subordonnée et perpétuelle. Elle est cependant assortie de clauses de remboursement anticipé et permet de capter un niveau de rendement 2 à 3 points supérieurs à celui d'une dette senior. Nos investissements restent centrés sur la dette d'émetteurs de qualité Investment Grade pour compenser le caractère subordonné de la dette
4. Une poche Haut Rendement de l'ordre de 30% et que nous pouvons porter à 35%. Notre approche ne change pas : nous continuons de privilégier des sociétés de taille moyenne, des émetteurs occasionnels, non notés ou primo accédants. Nous évitons les gros poids des indices, les émetteurs trop fréquents et qui ont des besoins de refinancements importants. Le niveau de valorisation est encore loin du niveau d'avant crise, le marché primaire redémarre timidement mais la visibilité sur durée de la crise et le calendrier de reprise restent deux éléments clé de retour de l'appétit pour le risque
5. Une poche de diversification sur les obligations convertibles de maximum 15%. Cette classe d'actifs nous semble la plus adaptée pour s'exposer à des secteurs en croissance structurelle (transition numérique et démographie par exemple) ou à des valeurs opérables tout en conservant un plancher obligataire. Les synergies entre les équipes d'analyse crédit et action constituent un atout essentiel pour cibler les opportunités d'investissement sur ce segment de marché

Pourquoi souscrire dans Pluvalca Multibonds ?

Pluvalca Multibonds présente un rendement à maturité de près de 4% pour une maturité d'un peu plus de 4 ans et un rating moyen BBB-. Un rendement réaliste qui ne tient pas compte d'éventuelles opportunités d'arbitrage que nous continuons de mener. Si le choc de volatilité a été violent, nous avons su l'amortir en usant de toute la souplesse disponible. Le comportement de volatilité du fonds se rapproche de celui de l'IG tout en proposant un rendement proche du HY. C'est le résultat d'une diversification menée tant sur les classes d'actifs obligataires que sur les choix de valeurs.



Le plan de relance européen qui a été annoncé il y a quelques jours est pour nous la première vraie action mutuelle de dépenses publiques à l'échelle européenne. Un premier pas vers plus de fédéralisme et qui devraient permettre aux actifs européens de retrouver les faveurs des investisseurs internationaux. Pluvalca Multibonds est positionné pour en bénéficier.

Ratios de risque

| | |
|---|------|
| Rendement portefeuille à maturité | 3,9% |
| Sensibilité taux | 3,6 |
| Sensibilité portefeuille après couverture | 3,1 |
| Maturité moyenne (au call) | 4,2 |

| | |
|--------------------|------|
| Notation moyenne | BBB- |
| Echelle de risque | 3 |
| Nombre d'émetteurs | 98 |
| Nombre d'émissions | 109 |

Rédigé par l'équipe de Financière ARBEVEL, le 25 mai 2020.

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Financière Arbevel. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Il appartient à toute personne de mesurer de façon indépendante les risques attachés au placement dans Pluvalca Multibonds, avant

tout investissement. Pour ce faire, chaque personne est tenue de consulter le prospectus du fonds visé par l'Autorité des Marchés Financiers disponible sur le site internet de Financière Arbevel ou sur simple demande.

