

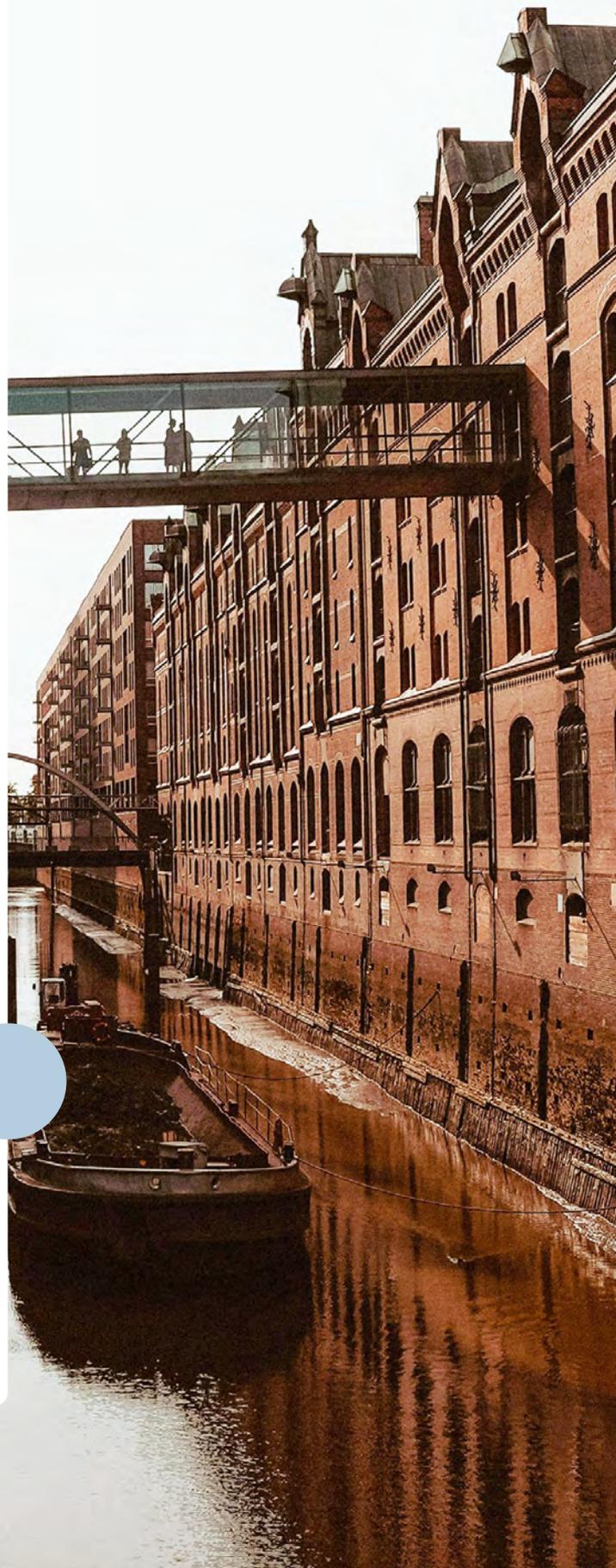
Une contraction sans précédent

Obligations à haut
rendement



AVRIL 2024

Communication publicitaire



À propos de l'auteur.

Nicolas Jullien, CFA

Head of High Yield & Credit Arbitrage



Nicolas Jullien est Head of High Yield & Credit Arbitrage depuis 2020. Il a rejoint Candriam en tant que Junior Portfolio Manager en 2007, juste avant le début de la grande crise financière. En 2011, il a été nommé Portfolio Manager de la stratégie Euro High Yield de Candriam et co-gérant d'autres stratégies de rendement absolu. En 2017, il a été nommé Deputy Head of High Yield & Credit Arbitrage. En 2021, Nicolas a introduit une stratégie alternative innovante, Credit Alpha, avec l'objectif ambitieux de délivrer des rendements attractifs dans toutes les conditions de marché.

Nicolas est titulaire d'un master en sciences actuarielles et financières de l'Université Claude Bernard à Lyon (2007). Il est diplômé de l'Institut des Sciences Financières et d'Assurances (ISFA) et titulaire du CFA depuis 2010.

Table des matières.

Les marchés des obligations à haut rendement se contractent	04
Comment les investisseurs peuvent-ils s'orienter dans cet environnement complexe ?	10
Risques	11



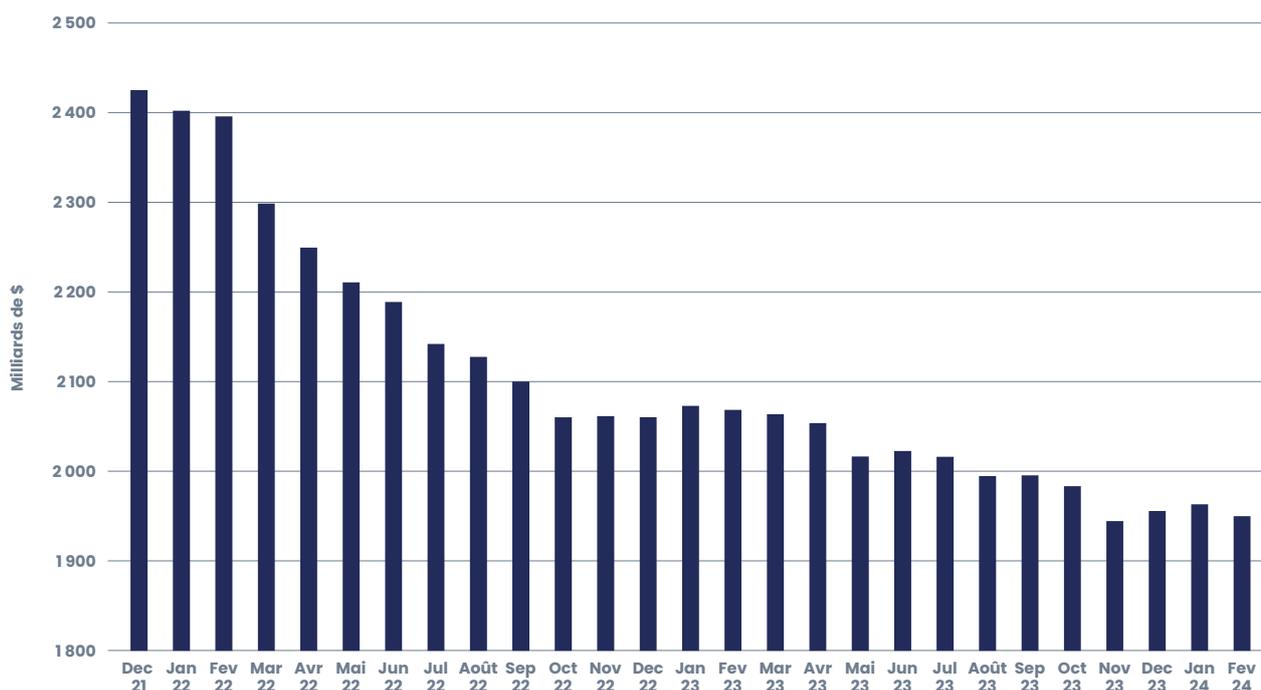
Depuis la fin de l'année 2021 et en raison de changements structurels de l'économie, allant de la décarbonation à la relocalisation des chaînes d'approvisionnement et à l'augmentation des risques géopolitiques, les taux d'intérêt sont entrés dans un nouveau régime. Après deux années de taux beaucoup plus élevés que ceux de la décennie précédente, quelles sont les implications pour les marchés à haut rendement ?

Les marchés des obligations à haut rendement se contractent.

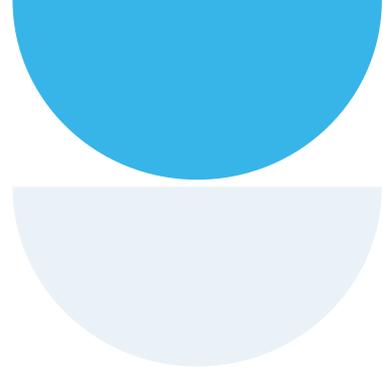
Au cours des deux dernières années, le marché des obligations à haut rendement a connu une contraction d'une rapidité sans précédent.

Illustration 1:

ICE BofA BB-B Global High Yield Index - Taille de marché (valeur nominale)



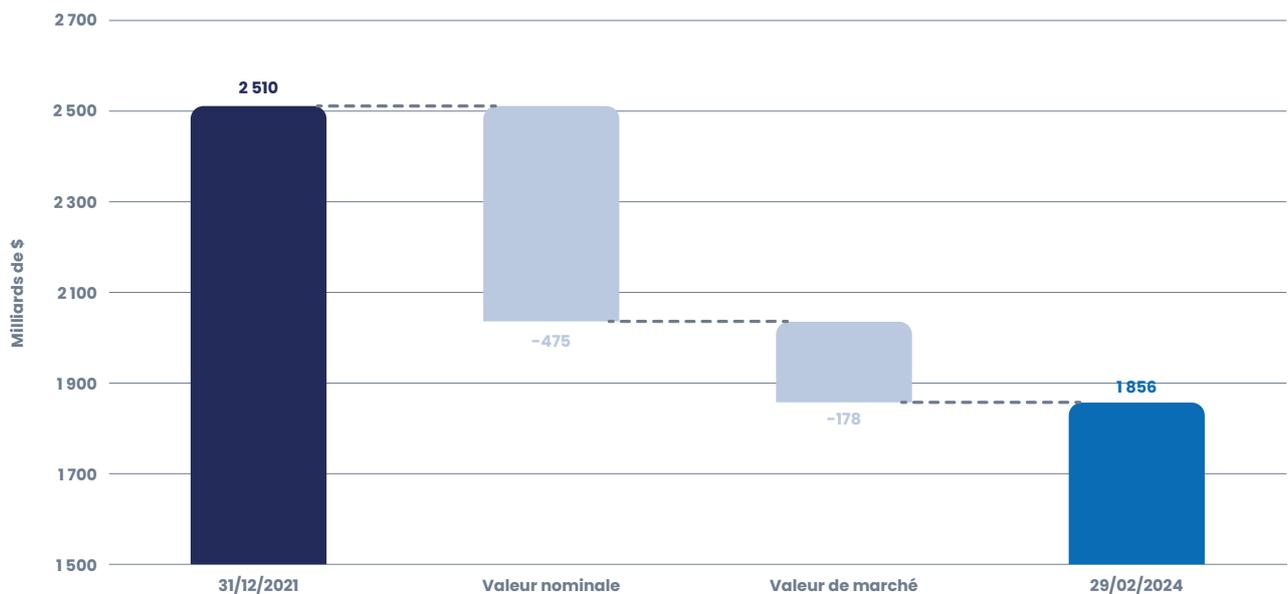
Source : ICE, février 2024



Si l'on tient compte des valeurs de marché, cette contraction est encore plus impressionnante, car la plupart des obligations se négocient actuellement avec une décote. Depuis la fin de l'année 2021, l'indice ICE BofA BB-B Global High Yield a perdu 654 milliards de dollars, soit plus d'un quart de sa valeur. La taille du marché est passée de 2510 milliards de dollars à 1856 milliards de dollars¹.

Illustration 2 :

ICE BofA BB-B Global High Yield Index - Taille de marché



Source : ICE, février 2024

¹ - Source : Bloomberg®, ICEBofA BB-B Global High Yield Index (HW40) en dollars américains. Données comparées entre fin 2021 et février 2024.

Nous pensons que cette contraction s'explique par trois principaux facteurs.

- **Le comportement des entreprises**

En raison de la hausse des taux d'intérêt et donc du coût de la dette, de nombreuses entreprises ont modifié leurs priorités en termes d'allocation de capital, et préféré réduire leur dette plutôt que de lancer des opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions. Par conséquent, certaines obligations arrivant à échéance ne sont pas refinancées par de nouvelles émissions, mais remboursées par les flux de trésorerie disponibles générés par les émetteurs, ce qui se traduit par une offre négative sur le marché.

Illustration 3 :

Une offre nette à son plus faible niveau des deux dernières années

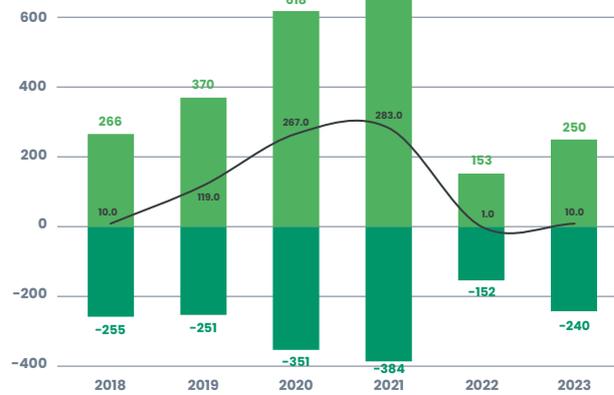
■ Offre brute en € ■ Rachats en € — Offre nette en €
 ■ Offre brute en \$ ■ Rachats en \$ — Offre nette en \$

Offre nette - Haut rendement Euro
(milliards €)



Source : JP Morgan

Offre nette - Haut rendement US
(milliards \$)



Source : JP Morgan



- **Plus d'étoiles montantes que d'anges déchus**

Au cours des deux dernières années, le nombre de *rising stars* (ou « étoiles montantes ») a significativement dépassé celui des *fallen angels* (ou « anges déchus »)², comme le montrent les deux graphiques ci-dessous pour les émetteurs en euros et en dollars. Si de nombreuses entreprises ont décidé de réorienter leurs priorités vers la réduction de la dette, la plupart des grandes entreprises de catégorie BB, les mieux notées sur les marchés à haut rendement, sont allées un cran plus loin et se sont même engagées à passer dans la catégorie *Investment Grade* afin de bénéficier à l'avenir d'un coût de la dette moins élevé.

Illustration 4 :

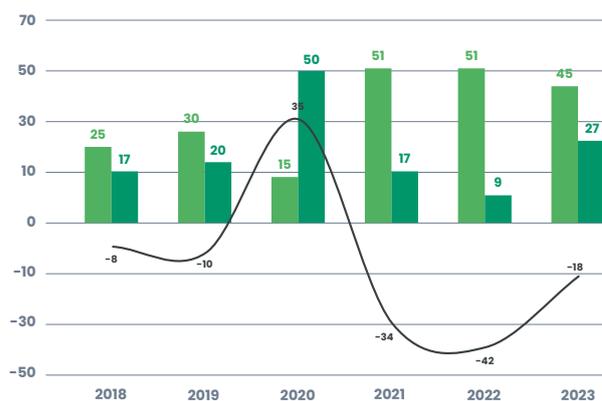
Le plus grand nombre d'« étoiles montantes » jamais enregistré au cours des deux dernières années

■ Étoiles montantes en € ■ Anges déchus en € ● Montant net en €
 ■ Étoiles montantes en \$ ■ Anges déchus en \$ ● Montant net en \$

Étoiles montantes/Anges déchus en €
(Nombre d'émetteurs)



Étoiles montantes/Anges déchus en \$
(Nombre d'émetteurs)



Source : Moody's Investors Service

Source : Moody's Investors Service

- **Des taux de défaut plus élevés**

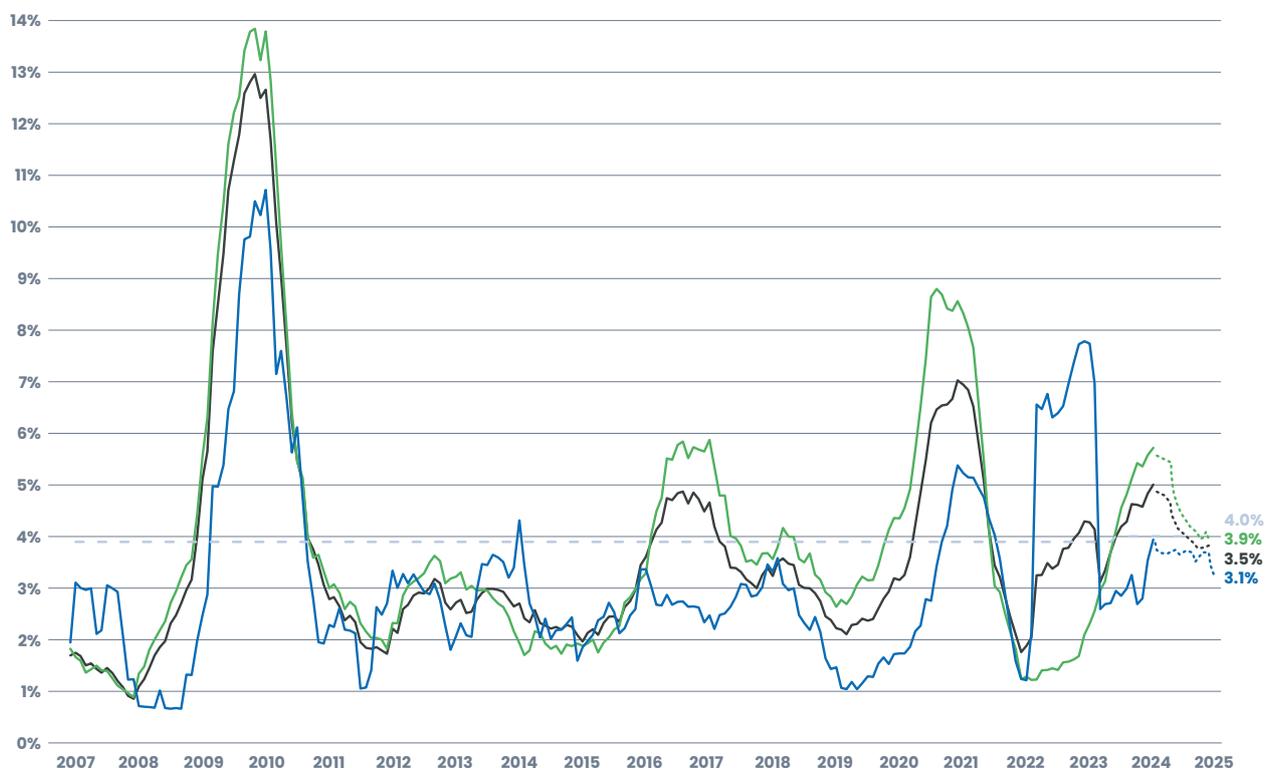
Les hausses de taux d'intérêt ont également eu pour conséquence une augmentation des taux de défaut. Après une décennie d'argent gratuit, certaines structures de capital ont accumulé trop de dettes et ne sont plus viables dans l'environnement actuel. En conséquence, les taux de défaut et les créances sinistrées ont sensiblement augmenté à partir de niveaux très bas.

2 - Dans le domaine du haut rendement, les « étoiles montantes » sont des obligations qui étaient considérées comme spéculatives au moment de leur émission, mais qui ont depuis amélioré leur situation financière, réduisant ainsi le risque de défaut. Les obligations qualifiées d'« anges déchus » sont celles qui, à un moment donné dans le passé, étaient considérées comme des obligations de première qualité et qui sont maintenant classées comme des obligations spéculatives en raison d'une réduction de la notation crédit de l'émetteur.

Illustration 5 :

Les taux de défaut se sont normalisés vers des niveaux sains
Taux de défaut (12 mois glissants)

— Monde ••• Prévisions pour le monde
— Europe ••• Prévisions pour l'Europe
— États-Unis ••• Prévisions pour les États-Unis
••• Moyenne depuis 2009



Source : Moody's Investors Service

À l'avenir, nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive, bien qu'à un rythme plus lent.

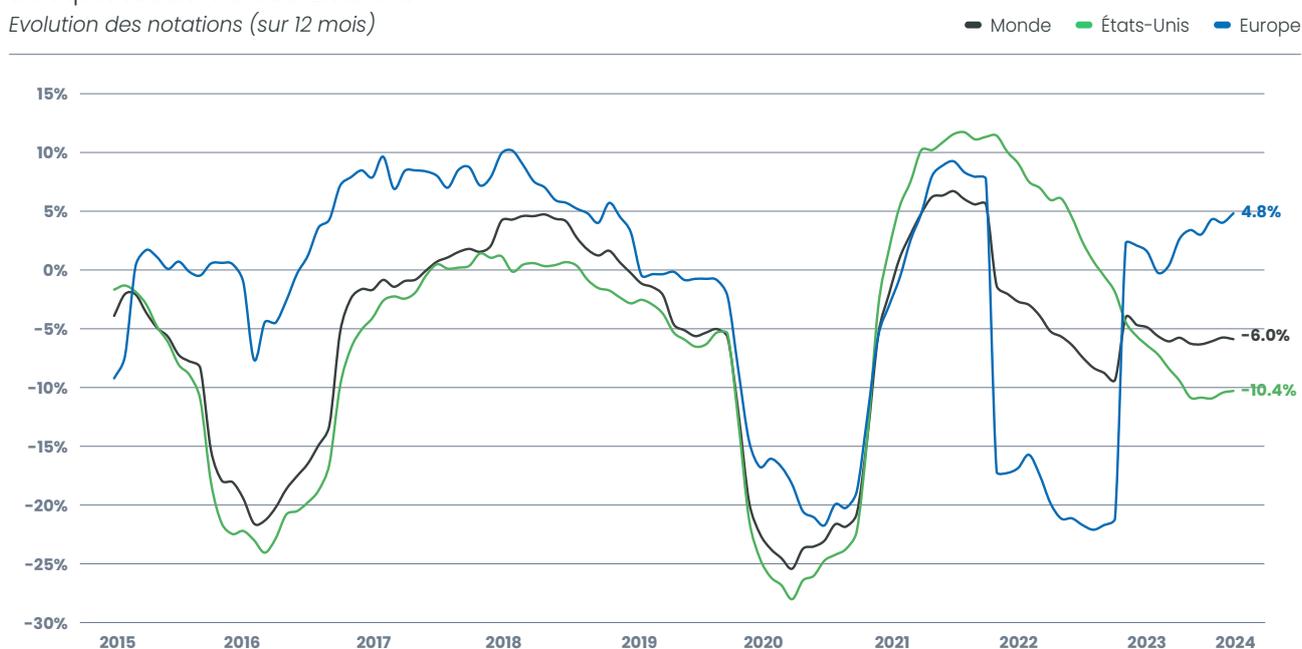
- **Les entreprises sont moins favorables au crédit** – Après la forte hausse des spreads de crédit vers leurs niveaux les plus resserrés depuis plusieurs décennies aux États-Unis, nous commençons à percevoir des changements dans les comportements des entreprises (fusions-acquisitions, rachats d'actions et opérations sur les dividendes pour les crédits détenus par le capital-investissement). Cela devrait se traduire par une offre de crédit nette positive.
- **La dette privée apparaît comme une nouvelle alternative au haut rendement** – avec des taux plus élevés, la dette privée a attiré des volumes de capitaux importants de la part des investisseurs et peut être considérée comme une alternative au marché du haut rendement pour les émetteurs, ce qui peut accentuer le phénomène d'offre nette négative.
- **Il reste de grandes « étoiles montantes » potentielles en Europe, mais pas aux États-Unis** – Nous pensons que les *rising stars* continueront à soutenir le marché de façon importante en Europe alors que leur effet devrait être plus neutre aux États-Unis, une situation contrastée qui appelle à la sélectivité.



Illustration 5 :

Les fondamentaux continuent de s'améliorer en Europe alors qu'ils se détériorent aux États-Unis

Evolution des notations (sur 12 mois)



Source : Moody's Investors Service

- Les taux de défaut resteront plus élevés qu'au cours de la décennie précédente** – Nous pensons que le cycle de défaut sera lent mais plus long, car les entreprises les plus endettées devront progressivement supporter des coûts d'endettement plus élevés lorsqu'elles essaieront de refinancer leurs échéances dans les années à venir. Certaines structures de capital dans les catégories B et CCC ne sont plus viables dans le nouvel environnement et devront être modifiées au cours des prochaines années.

Comment les investisseurs peuvent-ils s'orienter dans cet environnement ?

Ces éléments ont créé une conjonction de facteurs techniques très solide sur le haut rendement, qui a été exacerbée par le pivot des banques centrales à la fin de l'année dernière et la forte demande des investisseurs en obligations crédit et haut rendement qui en a résulté.

1. Ne pas lutter contre les facteurs techniques

Bien qu'en toile de fond de solides données techniques soutiennent le marché, il est important de surveiller de près les fondamentaux, en prévision du moment où la marée se retirera. Bien que la demande de crédit soit très forte, comme en témoignent les flux enregistrés depuis la fin du mois d'octobre 2023, l'environnement macroéconomique reste incertain et les facteurs techniques pourraient s'inverser au cours des prochains mois. Bien que la dispersion reste temporairement faible sur le crédit, nous pensons qu'il est très important de rester concentré sur les fondamentaux, et nous nous préparons au retour d'un régime de dispersion plus élevé.

2. Du bêta à l'alpha

Les spreads de crédit ayant atteint des niveaux de resserrement inédits depuis plusieurs décennies, nous pensons qu'il est temps de passer du bêta à l'alpha, c'est-à-dire de la gestion passive à la gestion active.

3. Privilégier une approche globale

Dans un marché en contraction, il est essentiel pour les investisseurs d'élargir leur univers d'investissement et de privilégier une approche globale pour tirer parti d'une plus grande diversification, d'opportunités supplémentaires de valeur relative et d'une allocation tactique entre les différentes régions.

Élargissez votre éventail d'opportunités avec des experts du haut rendement !

Dans l'environnement actuel, nous restons concentrés sur la recherche d'opportunités prometteuses, nous appuyant pour cela sur une recherche fondamentale rigoureuse qui intègre les facteurs ESG. La collaboration harmonieuse entre nos gérants de portefeuilles, analystes ESG et analystes crédit est un facteur clé de notre succès dans la gestion de stratégies d'obligations à haut rendement, depuis plus de vingt ans.

Risques.

Tous les investissements comportent des risques, y compris le risque de perte de capital.

Les principaux risques des stratégies d'obligations à haut rendement sont les suivants :

- **Risque de perte en capital**
- **Risque de taux d'intérêt**
- **Risque de crédit**
- **Risque lié aux titres à haut rendement**
- **Risque de contrepartie**
- **Risque lié à l'investissement ESG**

Cette liste n'est pas exhaustive et de plus amples détails sur les risques associés à l'investissement dans les stratégies d'obligations à haut rendement sont disponibles dans les documents réglementaires des stratégies concernées.



145 Mds €

d'actifs sous gestion
Décembre 2023*



+600

experts
à votre service



+25 ans

Leader dans
l'investissement responsable

Ce document commercial est fourni à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, une recommandation d'investissement ou une confirmation de transaction, sauf indication contraire. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources utilisées, des erreurs ou des omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenu responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

Avertissement : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. La performance brute peut être influencée par des commissions, des frais et d'autres charges. Les performances exprimées dans une devise autre que celle du pays de résidence de l'investisseur sont soumises aux fluctuations des taux de change, avec un impact négatif ou positif sur les gains.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter le document d'information clé pour l'investisseur, le prospectus et toute autre information pertinente, y compris la valeur nette d'inventaire des fonds, sur son site web www.candriam.com avant d'investir dans l'un de ses fonds. Les droits des investisseurs et les procédures de réclamation sont disponibles sur les pages réglementaires du site web de Candriam www.candriam.com/en/professional/legal-information/regulatory-information/. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans la langue locale de chaque pays où le fonds est autorisé à la vente. Conformément aux lois et réglementations applicables, Candriam peut décider de mettre fin à tout moment aux accords de commercialisation des fonds concernés.

* À compter du 31/12/2022, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de [conseil en gestion], les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont déclarés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTIR POUR DEMAIN.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY