

Une stratégie long/short crédit avec un biais long

60 seconds with the
portfolio manager*

* 60 secondes avec le gérant



JANVIER 2025

Cette communication publicitaire est destinée
aux investisseurs non-professionnels.





Patrick Zeenni

CFA, Head of Investment Grade
& Credit Arbitrage



Nicolas Jullien

CFA, Global Head of Fixed Income,
Member of the Executive Committee

Nous continuons à découvrir des opportunités intéressantes dans l'univers des obligations d'entreprise. Philippe Noyard, Global Head of Fixed Income chez Candriam, Patrick Zeenni et Nicolas Jullien expliquent comment leur approche vise à optimiser le potentiel du marché du crédit dans le but de générer des rendements.

Pourquoi investir dans une stratégie long/short crédit ?

Cette stratégie vise à permettre aux investisseurs de profiter d'opportunités potentielles sur les marchés du crédit corporate investment grade⁽¹⁾ et high yield⁽²⁾ (HY) en Europe et en Amérique du Nord. La stratégie adopte une approche long/short⁽³⁾ avec un biais long, utilisant une gestion active et flexible basée sur des convictions fortes et une gestion disciplinée des risques.

Cette approche vise à répondre aux besoins des investisseurs recherchant une performance stable et une volatilité maîtrisée à moyen et long terme. Pour saisir les meilleures opportunités sur les marchés du crédit, en particulier sur le crédit aux entreprises HY, la stratégie peut investir dans une variété d'instruments (obligations fixes et variables, hybrides corporates, TRS⁽⁴⁾, CDS⁽⁵⁾, et options). Elle s'appuie également sur deux moteurs de performance complémentaires : une poche conservatrice "Low duration⁽⁶⁾", utilisant une philosophie à faible bêta⁽⁷⁾, et une poche opportuniste "long/short" sans contrainte de duration, conçue pour capturer l'alpha⁽⁸⁾. Les risques inhérents à l'univers (systémique, souverain, volatilité, liquidité, taux d'intérêt et crédit) sont gérés de manière dynamique à l'aide de produits dérivés. L'optimisation de ces deux stratégies complémentaires, qui devraient en moyenne contribuer de manière égale à la performance de la stratégie, en fait une véritable alternative aux stratégies traditionnelles de duration courte, offrant un profil de risque similaire mais, selon nous, un potentiel de rendement accru.

Quelles opportunités actuelles voyez-vous pour une stratégie long/short sur le crédit ?

Bien que les marchés du crédit soient généralement correctement évalués sur la base des taux de défaut attendus, ils se caractérisent par des spreads⁽⁹⁾ qui peuvent varier considérablement d'une émission à l'autre, en particulier dans le segment du haut rendement. Cette dispersion peut être le résultat de conditions économiques disparates telles que l'inflation et la croissance. Les profils des entreprises diffèrent en fonction de leur capacité à profiter ou à subir des éléments tels que l'inflation, la croissance et les percées

60 SECONDS WITH THE FUND MANAGER

(1) Obligations émises par des emprunteurs notés AAA à BBB- par les agences de notation, selon l'échelle de Standard & Poor's.

(2) Les obligations à haut rendement ou spéculatives font référence à une notation de crédit de moindre qualité lorsqu'il s'agit d'évaluer la probabilité de défaillance d'un émetteur. La désignation "haut rendement" est accordée par une agence de notation.

(3) La gestion traditionnelle consiste simplement à acheter des produits financiers, en pariant sur la hausse des marchés (Long Only), alors que l'approche alternative prend des positions à la fois longues et courtes (Long/Short).

(4) Swap de rendement total : un accord de swap dans lequel la partie A paie des frais à la partie B en échange du revenu ou du rendement généré par un actif détenu par la partie B.

(5) Swap de défaut de contrat : un produit dérivé qui sert de forme d'assurance contre la défaillance d'un emprunteur ou d'un instrument de dette sous-jacent.

(6) La duration mesure la sensibilité du prix (valeur du principal) d'un investissement obligataire à une variation des taux d'intérêt.

(7) Le bêta est une mesure du risque de marché du portefeuille, où le marché est représenté par des indices financiers (comme le MSCI World) conformes aux directives du portefeuille. Il mesure la sensibilité du portefeuille à la performance du marché. Par exemple, un bêta de 1,5 signifie que le portefeuille évoluera généralement de 1,5 % pour chaque variation de 1 % du marché. En termes mathématiques, le bêta mesure la corrélation entre le portefeuille et le marché, multipliée par leur ratio de volatilité.

(8) L'alpha est un indicateur utilisé pour mesurer la valeur ajoutée d'un gestionnaire de portefeuille actif par rapport à une exposition passive à un indice de référence. Un alpha positif reflète une surperformance, tandis qu'un alpha négatif indique une sous-performance.

(9) Le spread d'une obligation représente l'écart de rendement entre une obligation et le rendement d'une obligation sans risque pour la même durée.



technologiques.

En outre, les attentes du marché quant à la vitesse à laquelle les taux directeurs évolueront peuvent être remises en question par les banques centrales.

L'impact sur la performance attendue des fonds benchmarkés pourrait être significatif, compte tenu de la forte inversion des courbes de rendement en Europe et aux États-Unis.

Avec de telles incertitudes agissant comme source de dispersion, la performance reflète avant tout l'alpha du titre. Cela tend à générer de nombreuses opportunités d'arbitrage. La stratégie vise à les utiliser pour construire une configuration optimale pour notre stratégie long/short sur le crédit.

Pouvez-vous expliquer comment une approche flexible peut contribuer à générer une surperformance ?

Le processus de gestion de notre stratégie est basé sur une approche bottom-up, complétée par un filtre macroéconomique.

La sélection des titres repose sur trois piliers : une analyse ESG⁽¹⁰⁾ intégrée des activités économiques des émetteurs, une analyse de leur profil financier et analyse des clauses juridiques de chaque émission.

Cette triple analyse nous permet de déterminer l'instrument de crédit le plus intéressant pour un émetteur donné (par exemple, obligation au comptant vs. CDS, émission en USD vs. en EUR, ou position dans la structure du capital).

Elle nous permet également d'essayer d'anticiper les risques potentiels (technologiques, opérationnels, fiscaux, etc.) et ainsi de pouvoir adapter rapidement les positions si nécessaire. Cette analyse fondamentale est complétée par une analyse quantitative. S'appuyant sur des outils exclusifs d'évaluation du risque de crédit et donc du risque de spread, notre approche quantitative est utilisée pour soutenir et optimiser la décision d'investissement.

Dans notre stratégie, nous sélectionnons généralement uniquement entre 40 et 60 noms. Ces décisions s'articulent autour des deux poches, avec entre 50 % et 100 % de l'actif net positionné dans la poche "faible durée", et de 0 % à 50 % dans la "poche opportuniste" ; c'est-à-dire les émissions incluses pour leur potentiel de contribution plus dynamique.

Notre exposition au bêta du marché reflète nos vues macroéconomiques.

Ces prévisions économiques définissent notre exposition nette au crédit et notre exposition aux taux d'intérêt dans le cadre des contraintes de gestion du portefeuille. La stratégie fait l'objet d'un suivi quotidien des risques par une équipe indépendante spécialisée dans ce domaine. Elle est gérée activement, intégrant une discipline de vente stricte basée sur les prévisions et les changements macroéconomiques et fondamentaux. Ce suivi constant vise à garantir que toutes nos positions continuent d'offrir un potentiel de rendement attractif.

Quels sont vos principaux atouts pour mettre en œuvre votre stratégie ?

L'évaluation des principaux moteurs de performance, associée à une gestion précise des risques, est essentielle avec un contrôle des risques approfondi, en particulier en période d'incertitude. Bien qu'une stratégie disciplinée et de solides compétences techniques soient des préalables, il n'y a pas de substitut à l'expérience.

Candriam est un pionnier de la gestion européenne à haut rendement, avec près de 25 ans d'innovation remontant à la création de l'euro. Notre équipe s'articule autour d'une combinaison complémentaire d'expériences et de compétences, allant du trading pour compte propre au financement à effet de levier, en passant par le long /short sur actions.

Notre expertise sur les marchés de crédit repose sur une recherche rigoureuse fondamentale bottom-up, qui nous permet d'avoir une compréhension approfondie des risques liés à un émetteur et d'évaluer pleinement la solvabilité d'une entreprise. Nous cherchons à évaluer l'entité sous tous ses aspects, y compris le cadre juridique (contrats d'obligations et documentation) ainsi que le profil de durabilité. Ce n'est qu'après cette étude disciplinée des différents émetteurs que nous décidons d'investir dans ces derniers. Nous pensons que cet examen minutieux des

(10) Environnement, social et gouvernance.

Les principaux risques de la stratégie sont :

• Risque de perte en capital :

L'investisseur ne bénéficie d'aucune garantie sur le capital investi dans la stratégie concernée; il est possible que le capital investi ne soit pas intégralement restitué.

• Risque de taux d'intérêt :

Une variation des taux (qui peut notamment découler de l'inflation) peut entraîner des risques de pertes et faire baisser la performance de la stratégie (en particulier lors de hausse des taux si la stratégie a une sensibilité aux taux positive et lors de baisse des taux si la stratégie a une sensibilité aux taux négative). Les obligations à long terme (et les produits dérivés y relatifs) sont plus sensibles aux variations des taux d'intérêts. Une variation de l'inflation, c'est-à-dire une augmentation ou une diminution générale du coût de la vie, est un des facteurs pouvant impacter les taux et donc la valeur nette d'inventaire.

• Risque de crédit :

Risque de défaillance d'un émetteur ou d'une contrepartie. Ce risque inclut le risque d'évolution des spreads de crédit et le risque de défaut. Certaines stratégies peuvent être exposés au marché du crédit et/ou à certains émetteurs en particulier dont les cours vont évoluer en fonction de l'attente que le marché se fait de leurs capacités de remboursement de leur dette. Ces stratégies peuvent également être exposées au risque de défaut d'un émetteur sélectionné, soit son impossibilité à honorer le remboursement de sa dette, sous forme de coupons et/ou du principal. Selon que la stratégie est positionnée positivement ou négativement sur le marché du crédit et/ou certains émetteurs en particulier, un mouvement respectivement à la hausse ou à la baisse des spreads de crédit, voire un défaut, peut impacter négativement la performance. Lors de l'évaluation du risque de crédit d'un instrument financier, la Société de Gestion ne se fierait, en aucun cas, uniquement aux notations externes.

• Risque lié aux instruments financiers dérivés :

Les instruments financiers dérivés sont des instruments dont la valeur dépend (ou est dérivée) d'un ou plusieurs actifs financiers sous-jacents (actions, taux d'intérêt, obligations, devises,...). L'utilisation de dérivés comporte donc le risque lié aux sous-jacents. Ils peuvent être utilisés en vue de s'exposer ou de se couvrir sur les actifs sous-jacents. En fonction des stratégies déployées, le recours aux instruments financiers dérivés peut comporter également des risques de levier (amplification des mouvements de baisse). En cas de stratégie de couverture, les instruments financiers dérivés peuvent, dans certaines conditions de marché, ne pas être parfaitement corrélés par rapport aux actifs à couvrir. Pour les options, à cause de fluctuation défavorable de prix des actifs sous-jacents, la stratégie pourrait perdre l'intégralité des primes payées. Les instruments financiers dérivés de gré à gré induisent en outre un risque de contrepartie

(qui peut être cependant atténué par des actifs reçus en collatéral) et peuvent comporter un risque de valorisation, voire de liquidité (difficulté de vente ou de clôture de positions ouvertes).

• Risque de durabilité :

Le risque de durabilité fait référence à tout événement ou situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui pourrait affecter la performance et/ou la réputation des émetteurs dans lesquels l'investissement est réalisé.

Les risques de durabilité peuvent être subdivisés en 3 catégories :

- Environnemental : des événements environnementaux peuvent créer des risques physiques pour les entreprises dans lesquelles on investit.
- Social : renvoie aux facteurs de risque liés au capital humain, à la chaîne d'approvisionnement et à la façon dont les entreprises gèrent leur impact sur la société.
- De gouvernance : Ces aspects sont liés aux structures de gouvernance

Le risque de durabilité peut être spécifique à l'émetteur, en fonction de ses activités et ses pratiques, mais il peut aussi être dû à des facteurs externes. Si un événement imprévu survient chez un émetteur spécifique tel qu'une grève du personnel, ou plus généralement une catastrophe environnementale, cet événement peut avoir un impact négatif sur la performance. Par ailleurs, les émetteurs adaptant leurs activités et/ou politiques peuvent être moins exposés au risque de durabilité.

• Risque d'arbitrage :

L'arbitrage est une technique consistant à profiter d'écarts de cours constatés (ou anticipés) entre marchés et/ou secteurs et/ou titres et/ou devises et/ou instruments. En cas d'évolution défavorable de ces arbitrages (hausse des opérations vendeuses et/ou baisse des opérations acheteuses), la performance pourra baisser.

Les risques énumérés ne sont pas exhaustifs et de plus amples détails sur les risques sont disponibles dans les documents réglementaires.



Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable. Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.