



ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT

Obligations Euro High Yield

UNE CLASSE D'ACTIFS CLÉ
DANS VOTRE ALLOCATION

DOCUMENT RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS

OCTOBRE 2022

SOMMAIRE

01 PRÉSENTATION DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS EURO HIGH YIELD **5**

Comment le marché a-t-il évolué récemment ? **6**

02 ARGUMENTS EN FAVEUR DES OBLIGATIONS EURO HIGH YIELD **9**

Un profil risque-rendement attractif **10**

Un regain d'intérêt pour la classe d'actifs **11**

Une durée plus faible que celle d'autres segments obligataires **11**

Une corrélation faible avec les autres classes d'actifs **11**

03 VALORISATION DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS EURO HIGH YIELD **13**

Le niveau des spreads dépend de l'environnement macroéconomique **14**

Conseils pour identifier le bon point d'entrée sur le marché des obligations Euro High Yield **15**

CONCLUSION **17**

MENTIONS LÉGALES **18**



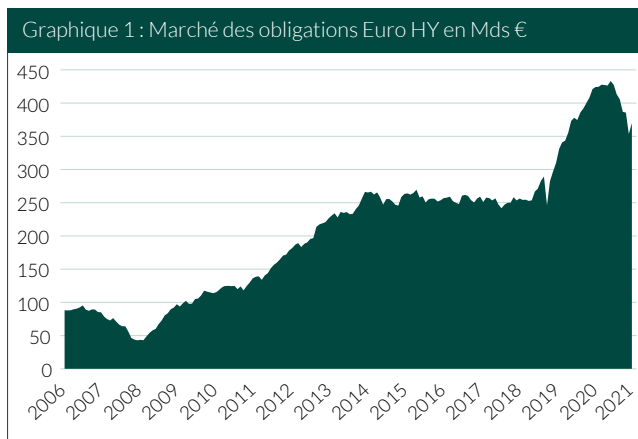
01

PRÉSENTATION DU
Marché des Obligations
Euro High Yield

PRÉSENTATION DU MARCHÉ DES *Obligations Euro High Yield*

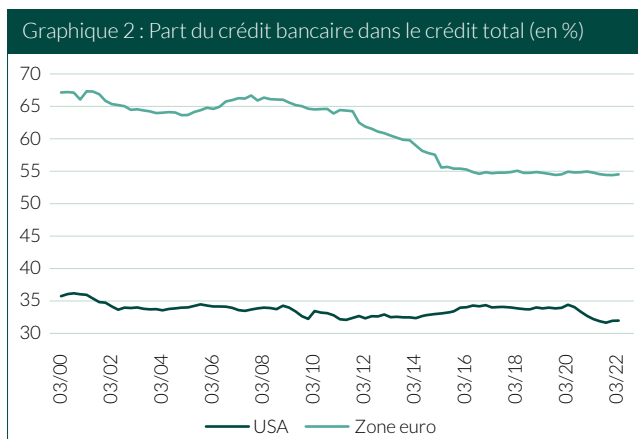
COMMENT LE MARCHÉ A-T-IL ÉVOLUÉ RÉCEMMENT ?

Le marché des obligations spéculatives à haut rendement en euro (Euro High Yield) connaît une forte expansion et pèse aujourd'hui 350 milliards d'euros (graphique 1).



Source : ICE BofAML, juillet 2022

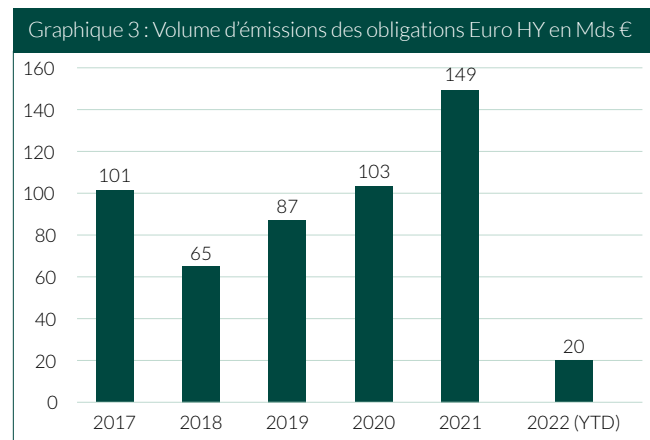
Même si la part du financement par crédit bancaire est plus élevée en Europe qu'aux États-Unis (graphique 2), la désintermédiation bancaire se poursuit en Europe. Les entreprises se tournent de plus en plus vers les marchés pour trouver des solutions de financement à des conditions avantageuses, une tendance également encouragée par les banques contraintes de maîtriser la taille de leur bilan.



Source : BRI (<https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>), 31 mars 2022



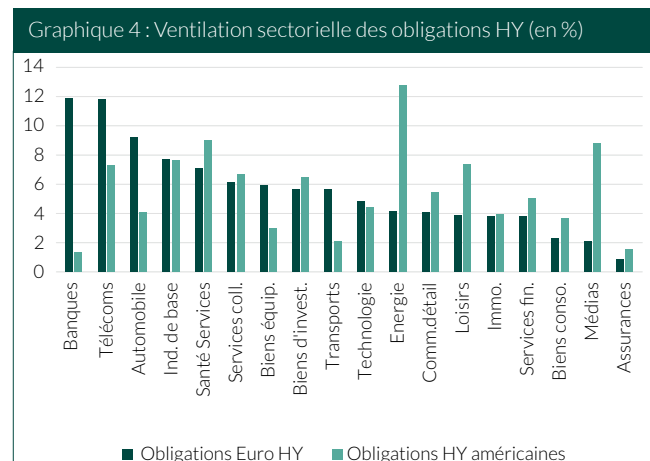
Cette évolution (graphique 3) se reflète dans un marché primaire actif avec, en moyenne sur les cinq dernières années, plus de 100 milliards d'euros de nouvelles émissions par an. En 2022, dans le contexte du changement de cap des politiques monétaires et de l'invasion de l'Ukraine, les entreprises du segment du haut rendement se sont exceptionnellement tenues à l'écart du marché obligataire.



Source : JP Morgan, fin août 2022

Ces dernières années, la plupart des entreprises ont tiré parti des conditions de marché favorables pour se refinancer et allonger la maturité de leur dette. Grâce à cette gestion saine de leur bilan, les entreprises ne sont pas contraintes de se refinancer alors que les primes de risque ont fortement augmenté. En effet, les obligations Euro High Yield devant être refinancées en 2023 représentent moins de 10 milliards d'euros.

Le marché est bien diversifié (graphique 4). La principale différence de part et d'autre de l'Atlantique se situe au niveau de la ventilation par secteur (hors banques) avec un poids plus important de l'automobile et des télécommunications en Europe et une part plus élevée des médias et de l'énergie aux États-Unis.



Source : ICE BofAML, août 2022

Le marché des obligations Euro High Yield se compose de plus de 350 émetteurs et 700 émissions différentes. Les 10 principaux émetteurs (graphique 5) sont majoritairement notés BB, la catégorie la plus élevée du haut rendement. La plupart sont de grandes capitalisations actives dans divers secteurs : les télécommunications (Telecom Italia, Telefonica, Cellnex, Altice, etc.), l'automobile (Renault), l'énergie ou les services aux collectivités (Pemex, EDF) et la santé (Teva).

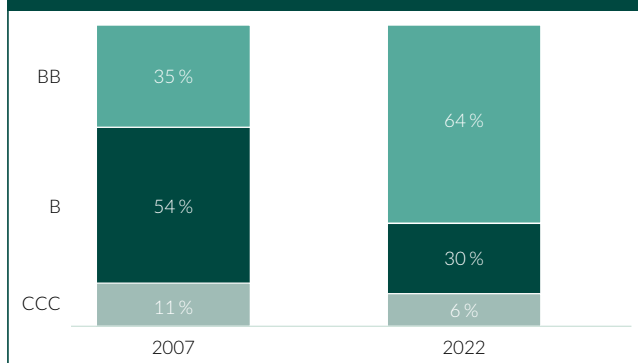
Graphique 5 : 10 principaux émetteurs (en %) du marché des obligations Euro HY

Code ticker	Nom	Pondération
TITIM	Telecom Italia	2,6
CLNXSM	Cellnex	2,3
PEMEX	Pemex	2,1
ATOSTR	Autostrade	1,9
EDF	EDF	1,8
TELEFO	Telefonica	1,7
TEVA	TEVA	1,7
RENAUL	Renault	1,6
SFRFP	Altice France	1,6
LHAGR	Lufthansa	1,6
Top 10 = 18,8%		

Indice HEAE : ICE Bank of America Merrill Lynch Euro Non-Financial Fixed & Floating Rate High Yield Constrained ; source : ICE BofAML, juillet 2022

Le marché des obligations Euro High Yield a beaucoup changé depuis le début des années 2000, notamment en termes de qualité, comme le reflète la ventilation des notations qui montre que les obligations les mieux notées (BB) représentent désormais près de 2/3 du marché, contre seulement 35 % en 2007 (graphique 6).

Graphique 6 : Ventilation des notations du marché des obligations Euro HY

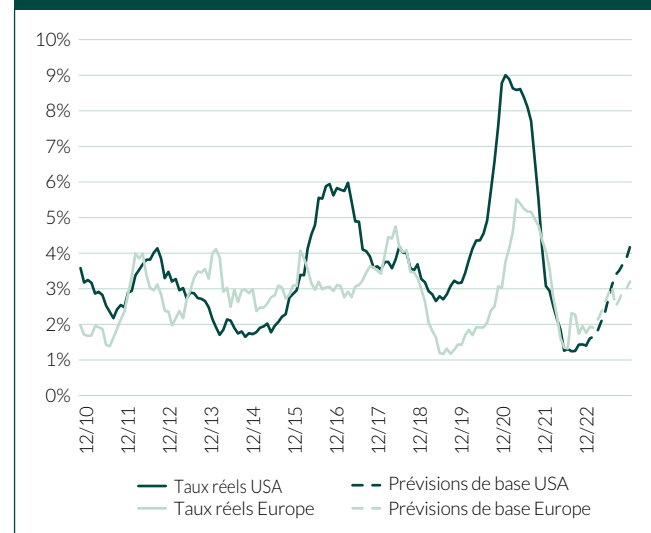


Source: ICE BofAML, août 2022

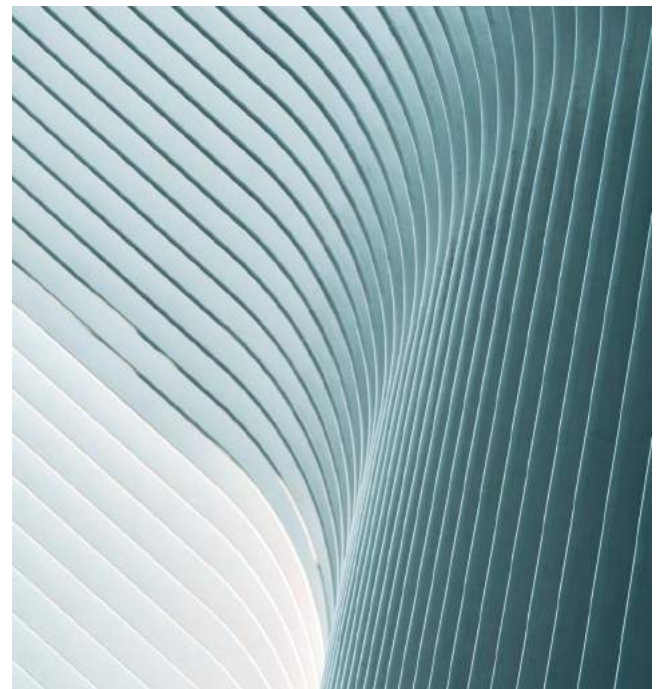
Le marché américain présente un profil légèrement plus risqué : moins d'entreprises BB (54 % contre 64 % en Europe), mais plus d'émetteurs notés B (35% contre 30 %) et plus de CCC (11 % contre 6 %).

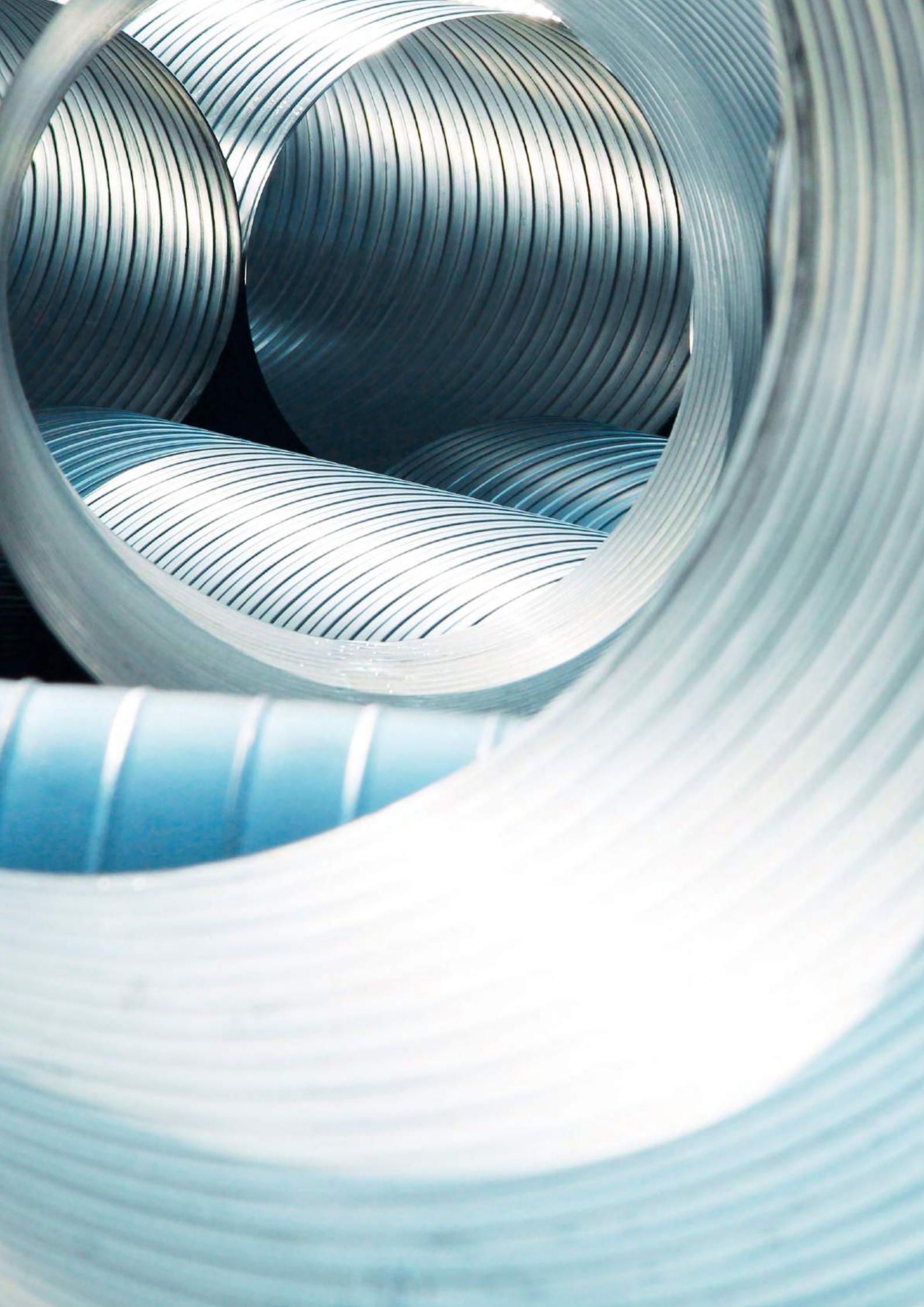
Cette structure de notation explique notamment pourquoi, durant la crise sanitaire, le taux de défaut a atteint 9 % aux États-Unis, contre seulement 6 % en Europe. Qui plus est, l'agence Moody's estime que les entreprises américaines devraient connaître davantage de faillites que leurs homologues européennes dans les 12 mois à venir (graphique 7).

Graphique 7 : Taux de défaut du HY – réels et estimés



Source : Moody's Investors Service, fin juin 2022





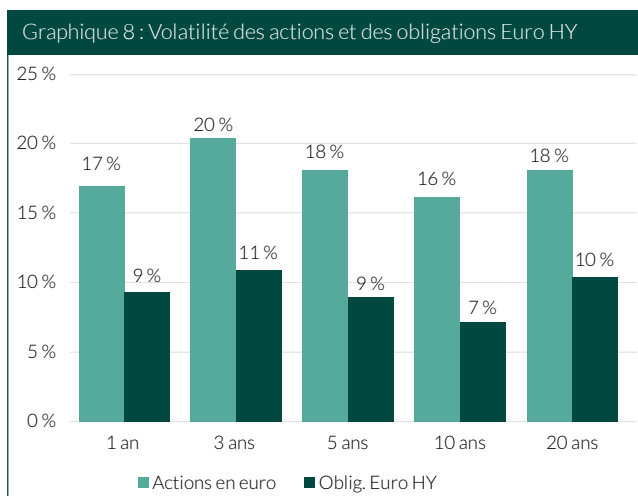
02

ARGUMENTS EN FAVEUR
DES *obligations Euro*
High Yield

ARGUMENTS EN FAVEUR DES *obligations Euro High Yield*

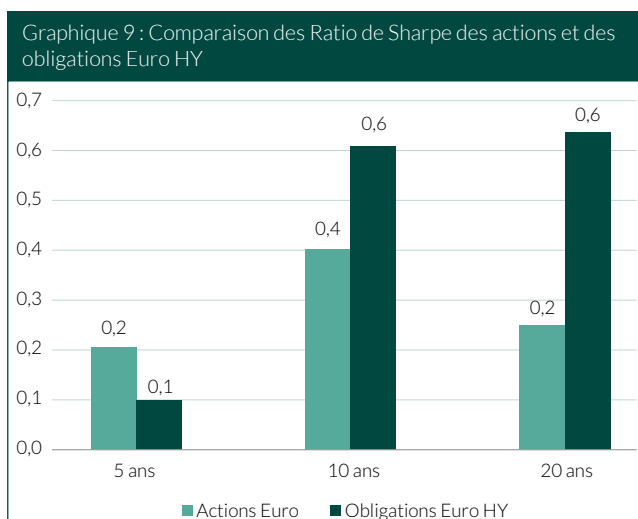
UN PROFIL RISQUE-RENDEMENT ATTRACTIF

Le risque d'une classe d'actifs peut se mesurer en termes de volatilité. Sur le moyen et le long terme, la volatilité des obligations High Yield est significativement inférieure à celle des actions (graphique 8).



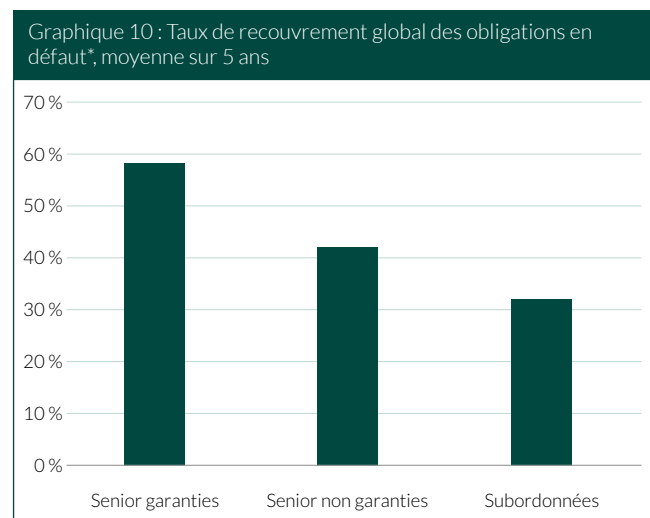
Sources : Bloomberg, BofA Merrill Lynch, STOXX, ODDO BHF AM GmbH, août 2022 | Obligations à haut rendement en euro : BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Index, actions en euro : EuroSTOXX 50 (SX5T)

Si la performance passée d'une classe d'actifs est l'un des principaux critères de sélection pour un investisseur, celle-ci doit également être analysée eu égard au risque encouru. Le ratio de Sharpe permet de comparer différentes classes d'actifs en considérant leur niveau de risque respectif : plus le ratio est élevé, plus le rapport performance/risque est intéressant. Les obligations High Yield affichent un ratio de Sharpe (graphique 9) comparable ou supérieur à celui des actions.



Sources : Bloomberg, BofA Merrill Lynch, STOXX, ODDO BHF AM GmbH, août 2022 | Obligations à haut rendement en euro : BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Index, actions en euro : EuroSTOXX 50 (SX5T)

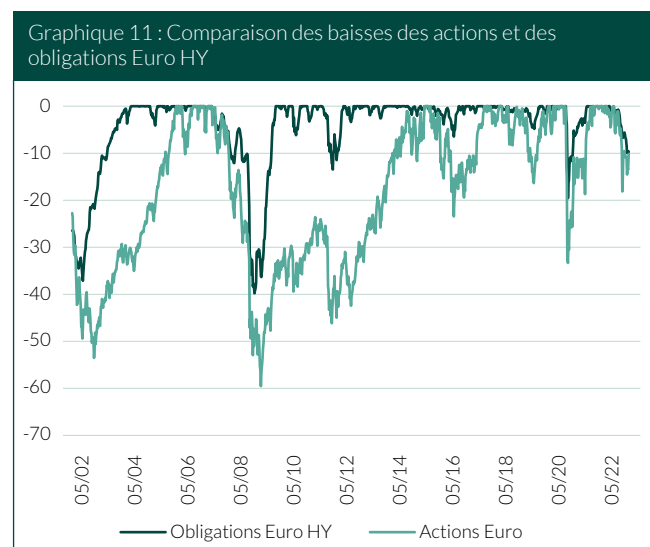
En effet, la dette High Yield d'une entreprise a un rang supérieur aux actions. Autrement dit, en cas de faillite, le détenteur d'une obligation bénéficiera d'un meilleur taux de recouvrement que l'actionnaire. En moyenne sur les cinq dernières années, les taux de recouvrement globaux varient de 58 % (dette senior garantie) à 32 % (dette subordonnée).



* Mesuré par les prix enregistrés immédiatement avant les échanges d'obligations en difficulté ou 30 jours après les défauts sur les échanges d'obligations non dévalorisées.

Source : Moody's Investors Service ; août 2022

Une volatilité plus faible et un rang de séniorité plus élevé expliquent les baisses de marché moins fortes des obligations High Yield et permettent de mieux comprendre pourquoi celles-ci résistent mieux que les actions en période de crise (graphique 11).



Sources : Morningstar, ODDO BHF AM GmbH, ICE BofA Euro High Yield Bond TR EUR vs. EURO STOXX GR EUR au 31 mai 2022

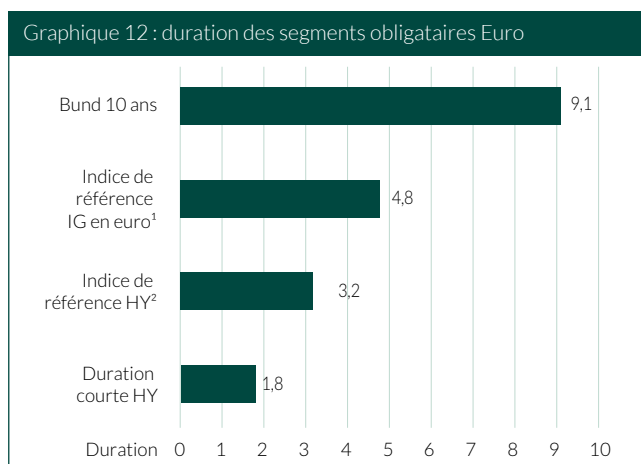
UN REGAIN D'INTÉRÊT POUR LA CLASSE D'ACTIFS

Les classes d'actifs dites risquées telles que les actions et les obligations High Yield ont profité de la baisse prolongée des taux d'intérêt. Cette tendance est aujourd'hui révolue et devrait s'inverser dans les années à venir (hausse des coûts du travail en Chine, financement de la transition énergétique, etc.). Par ailleurs, les obligations High Yield ont également tiré parti de l'afflux massif de nouveaux investisseurs (clients de banques privées, compagnies d'assurance, fonds de pension, etc.).

Les investisseurs institutionnels avaient tendance à se positionner essentiellement sur les obligations « investment grade », mais avec la baisse générale des taux d'intérêt, leurs portefeuilles ne généraient plus suffisamment de rendements dans le cadre de leur gestion actif-passif. Ils ont donc dû se tourner vers le High Yield afin de respecter ces contraintes. C'est moins le cas en 2022. En effet, avec la hausse des taux d'intérêt, ces investisseurs bénéficient désormais de rendements de l'ordre de 3 à 5 % sur les obligations « investment grade », ce qui correspond mieux à leurs besoins. Mais une revalorisation s'est également opérée sur le marché des obligations Euro High Yield qui propose désormais des rendements de l'ordre de 6 % à 9 %, ce qui devient également très pertinent.

UNE DURATION PLUS FAIBLE QUE CELLE D'AUTRES SEGMENTS OBLIGATAIRES

Le marché des obligations Euro High Yield présente généralement une durée plus courte que les emprunts d'État ou les obligations d'entreprises « investment grade ». Cette durée relativement faible est intéressante, notamment dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. (Graphique 12).



Source : ODDO BHF Asset Management : Bloomberg ; ICE BofA ; 31 août 2022

¹ ICE BofA Euro Corporate Index (ER00)

² ICE BofA Euro Non-Financial Fixed & Floating Rate High Yield Constrained (HEAE)

UNE CORRÉLATION FAIBLE AVEC LES AUTRES CLASSES D'ACTIFS

Ajouter une classe d'actifs, en l'occurrence les obligations High Yield, permet-il d'accroître la diversification du portefeuille ?

Pour répondre à cette question, les investisseurs analysent sa corrélation avec d'autres classes d'actifs. À cet égard, le High Yield affiche non seulement une certaine décorrélation avec les actions, mais également une corrélation quasi-nulle avec les emprunts d'État. En effet, le taux d'intérêt d'une obligation High Yield se compose essentiellement de la prime de risque, d'où sa faible sensibilité aux hausses de taux par exemple. (Graphique 13).

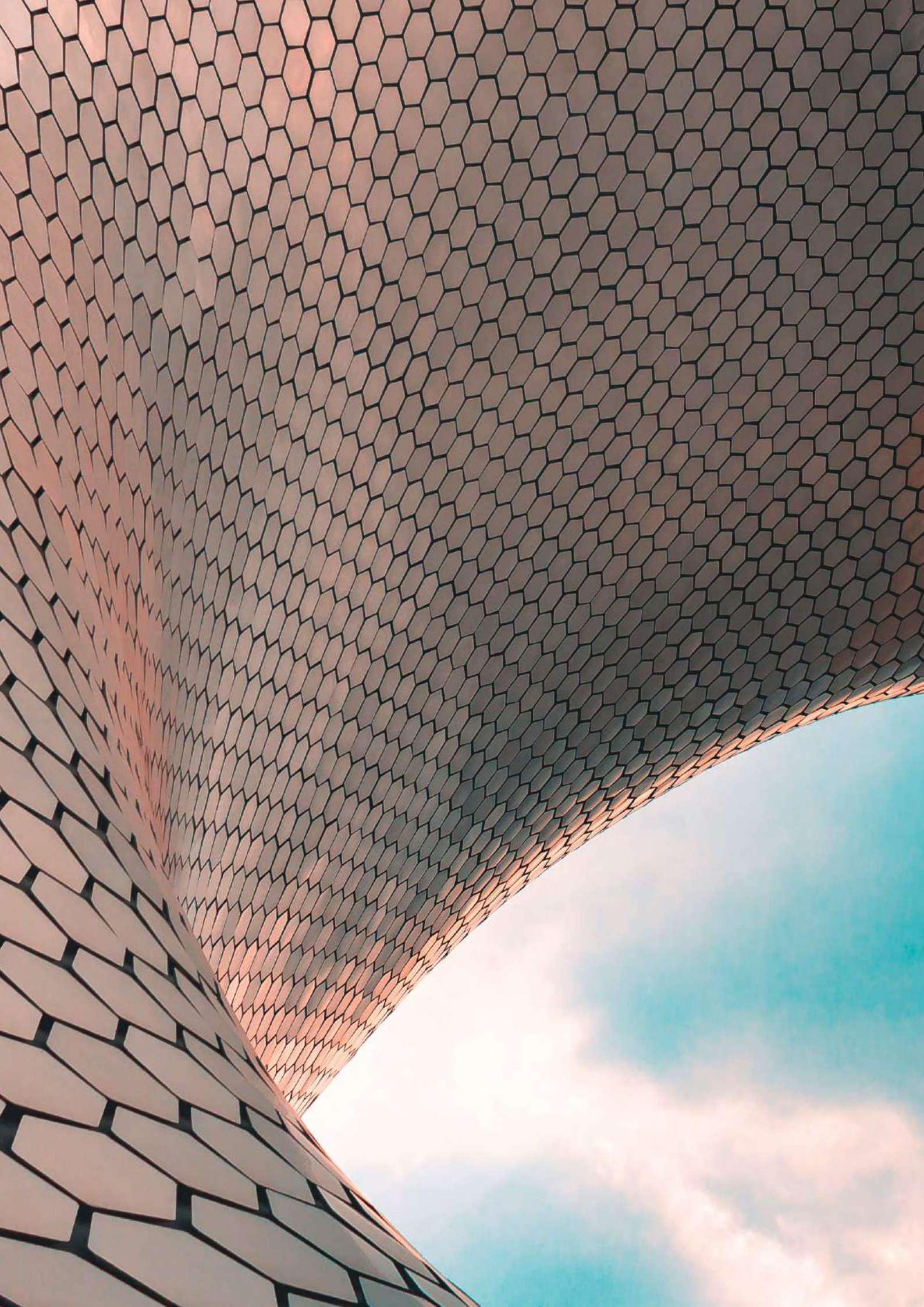
Graphique 13 : Corrélations des classes d'actifs en euro

	Euro High Yield	Dettes souveraine en euro	Obligations d'entreprises en euro	Actions Zone Euro
Euro High Yield	1,00			
Dettes souveraine en euro	0,11	1,00		
Obligations d'entreprises en euro	0,64	0,70	1,00	
Actions Zone Euro	0,64	-0,01	0,34	1,00

Sources : Bloomberg, Markit, DB IQ, STOXX, ODDO BHF AM GmbH, période de calcul : août 2002 - août 2022 | obligations à haut rendement en euro : BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Fixed Floating Rate Constrained Bond Index (HE00), dette souveraine en euro : iBoxx Euro Sovereign (QW6A), obligations d'entreprises en euro : iBoxx Euro Corporate All (QW5A), actions en euro : EuroSTOXX 50 (SX5T)

Ainsi les trois raisons pour lesquelles les obligations High Yield devraient toujours être présentes dans les portefeuilles des investisseurs sont :

- Un profil rendement-risque attractif sur une longue période
- Une volatilité relativement faible et une bonne résilience
- Une diversification des risques





03

VALORISATION DU
marché des obligations
Euro High Yield

VALORISATION DU *marché des obligations Euro High Yield*

LE NIVEAU DES SPREADS DÉPEND DE L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

La prime de risque du marché du High Yield s'ajuste en fonction des trois principales phases de l'environnement macroéconomique: croissance, ralentissement et récession (graphique 14).



* Indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Fixed Rate Constrained ; source : ODDO BHF AM GmbH | Données au 31 août 2022

Lorsque l'économie est en phase d'expansion, les entreprises peuvent augmenter leurs marges. Elles peuvent dégager des flux de trésorerie disponible plus élevés, ce qui facilite le paiement des intérêts et le remboursement des dettes. Les entreprises ont tendance à réduire leur levier financier. Durant cette phase, les investisseurs demandent une prime de risque de 250 à 450 pb, au-delà des taux d'intérêt dits « sans risque ».

Lorsque l'économie ralentit, l'activité des entreprises tend à diminuer. Les plus fragiles d'entre elles commencent à avoir des difficultés à rembourser leurs dettes. Craignant une hausse des faillites, les investisseurs exigent alors une prime de risque qui prend en compte ces incertitudes et peut varier entre 500 et 700 pb.

Enfin, lorsque la récession est là, la santé des entreprises préoccupe les investisseurs, ce qui entraîne des primes de

risque supérieures à 700 pb et proches de 900 à 1000 pb. Les primes de risque ont même culminé à 2000 pb durant la crise financière de 2008.

Selon nous, grâce au renforcement considérable des bilans des banques, nous ne sommes plus dans cette situation aujourd'hui. Historiquement, les primes les plus élevées sont atteintes au premier trimestre de la récession (graphique 15) alors même que le nombre de faillites n'a pas encore augmenté.

En effet, en ces périodes de forte volatilité des marchés, tous les investisseurs tentent de réduire le risque en même temps... alors que les acheteurs se sont retirés! Ceci explique pourquoi, en mars 2020 par exemple, les spreads ont atteint des niveaux anticipant un taux de défaut d'environ 12 % pour les émetteurs européens. La réalité a été beaucoup moins rude, avec un taux observé de seulement 6 %.

Graphique 15 : Analyse des différentes récessions : évolution des spreads et des taux de défaut

	Choc pétrolier 1990 (USA) ¹	Bulle Internet 2001 (USA) ¹	Crise financière 2008 (EUROPE) ²	Crise de la dette souveraine 2011-2012 (EUROPE) ²	Crise sanitaire (EUROPE) ²
Premier trimestre de récession	T4 1990	T1 2001	T4 2008	T1 2012	T1 2020
Pic des spreads	Octobre 1990	Janvier 2001	Décembre 2008	Octobre 2011	Mars 2020
Taux de défaut global initial	09/1990 : 8,9 %	01/2001 : 8 %	12/2008 : 5,4 %	10/2011 : 1,9 %	03/2020 : 3,49 %
Taux de défaut global au bout d'un an	09/1991 : 12,2 %	01/2002 : 11,1 %	12/2009 : 12,1 %	10/2012 : 3,3 %	03/2021 : 6,3 %
Baisse des spreads par rapport au point culminant, au bout d'un an	-330 pb	-140 pb seulement (impact du 11-Septembre)	-1400 pb	-330 pb	-584 pb

¹ US High Yield Index H0A0, ² EUR High Yield Index HEAE, sources : Moody's | Bloomberg ; données au 28 février 2022

CONSEILS POUR IDENTIFIER LE BON POINT D'ENTRÉE SUR LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS EURO HIGH YIELD

Pour profiter de la hausse des primes de risque, l'idéal consisterait à entrer sur le marché du High Yield lorsque les spreads sont à leur plus haut. Malheureusement, il est particulièrement difficile de déterminer le moment idéal. Par ailleurs, la liquidité de marché est extrêmement faible en ces périodes de volatilité élevée.

Les investisseurs avec un horizon d'investissement à moyen/long terme, en mesure d'accepter un certain niveau de volatilité et une période pendant laquelle la valorisation est en territoire négative, peuvent commencer à se repositionner progressivement lorsque les spreads s'élargissent.

Ils peuvent renforcer leurs positions lorsque les spreads ont atteint leur point culminant et commencent à se resserrer. Il s'agit là de la meilleure approche pour construire un portefeuille avec un rendement moyen élevé et un potentiel de performance attractif les années suivantes.

Par ailleurs, une simple étude montre que sur les 20 dernières années, les portefeuilles construits au moment où la prime de risque est comprise entre 550 et 650 pb ont plus de 80 chances sur 100 de générer une performance positive après un an, avec un rendement moyen supérieur à 8 %. (Graphique 16).

Graphique 16 : Performance historique à un an selon différentes fourchettes d'entrée des spreads

Fourchette des spreads en pb	450-550	550-650	650-750	750-850	850-950
Pourcentage de jours où les spreads sont dans la fourchette	15,0 %	8,4 %	6,1 %	3,9 %	2,3 %
Probabilité de performance positive à un an	84 %	86 %	81 %	94 %	100 %
Rendement moyen à un an	6,5 %	8,2 %	8,8 %	15,2 %	23,3 %

Le rendement à un an est calculé chaque jour de la période comprise entre le 1er avril 2002 et le 19 août 2022 (5070 jours au total).

Une autre façon de savoir si l'investisseur est correctement indemnisé pour le risque encouru en période d'incertitudes élevées consiste à déterminer si le portage du portefeuille sur douze mois peut compenser la hausse éventuelle des primes de risque (graphique 17).

En prenant l'exemple d'un portefeuille à durée courte avec un rendement égal à 5,6 % (30 juin 2022), le portage sur un

horizon d'un an permet d'absorber un élargissement des spreads supérieur à 400 pb.

La même méthode appliquée à un portefeuille High Yield classique avec un taux de 7,5 % permet d'absorber un élargissement de plus de 250 pb ... soit approximativement les points hauts atteints durant la crise de 2011 (crise de la dette européenne) ou en mars 2020 (crise sanitaire).

Graphique 17 : Sensibilité du rendement aux variations des spreads sur une période d'un an

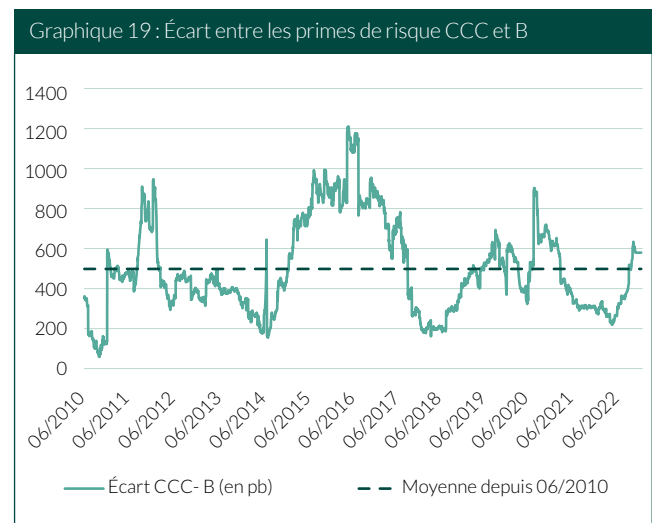
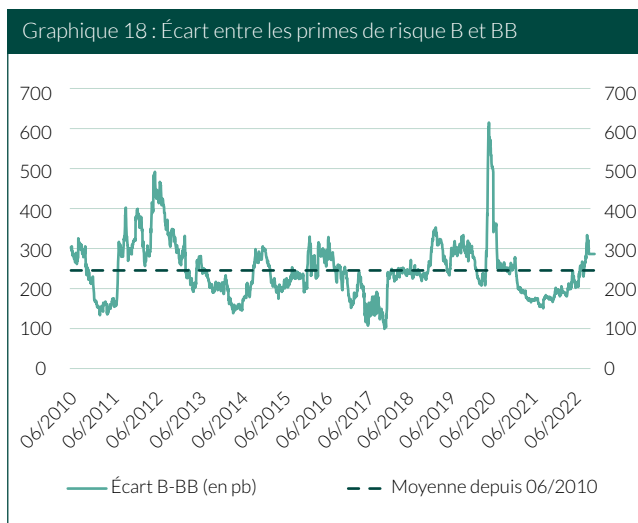
Variation des spreads	Euro Credit Short Duration	Euro High Yield Bond
	Rendement en %	Rendement en %
+400 pb	0,3 %	-3,1 %
+200 pb	2,9 %	2,1 %
+150 pb	3,6 %	3,4 %
+100 pb	4,3 %	4,8 %
+0 pb	5,6 %	7,5 %
-100 pb	7,0 %	10,3 %
-150 pb	7,7 %	11,7 %
Seuil de rentabilité (en pb)	+423 pb	+281 pb

BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained Index (indice HEAE)

Le rendement journalier glissant à un an est calculé chaque jour de la période comprise entre le 1er avril 2022 et le 15 août 2022. (5066 jours au total) Source : ODDO BHF AM GmbH

Alors que le marché des obligations Euro High Yield a retrouvé un profil risque-rendement attractif, nous devons rester particulièrement vigilants et nous positionner sur des entreprises en mesure de surmonter une éventuelle récession. Cette approche est d'autant plus importante que la plupart des banques centrales ont mis un terme à leurs programmes d'achats d'actifs. Jusqu'à présent, les investisseurs n'établissaient pas de réelle distinction entre les entreprises de bonne qualité et les autres.

On s'en rend compte en observant l'écart entre les primes de risque des obligations notées BB et B qui a atteint un point bas de 150 pb en juin 2021. Cet écart a ensuite doublé pour atteindre 300 pb en juillet 2022 (graphique 18). Le même constat s'applique à l'écart entre les primes de risque des entreprises notées CCC et B qui a presque triplé sur la même période (graphique 19).



CONCLUSION





Afin d'optimiser la performance des portefeuilles d'obligations Euro High Yield, il faut adopter une approche d'investissement extrêmement rigoureuse, fondée sur les piliers suivants :

- Une analyse fondamentale pour évaluer la qualité d'une entreprise et sa capacité à assurer le remboursement et le service de sa dette.
- Un portefeuille bien diversifié composé d'une centaine d'entreprises actives dans différents secteurs.
- Une discipline de vente stricte afin de maintenir la qualité du portefeuille et d'anticiper la moindre dégradation de qualité de signature d'une entreprise.

Il existe plusieurs types de stratégies permettant de s'exposer au marché du High Yield :

- Celles qui suivent l'indice de référence avec des portefeuilles ayant une durée légèrement supérieure à trois ans.
- Ou encore celles qui investissent dans des obligations à durée plus courte, ce qui donne des portefeuilles avec une durée inférieure à deux ans.
- Enfin, au-delà de ces deux approches classiques, certains fonds proposent des stratégies obligataires à maturité fixe. (Graphique 20).

Graphique 20 : Comparaison des différentes stratégies de fonds obligataires avec un investissement en obligations individuelles

		Fonds à maturité fixe	Fonds obligataire classique	Obligation individuelle
	Visibilité fournie par la maturité fixe*	✓	✗	✓
	Diminution du risque au fil du temps	✓	✗	✓
	Diversification	✓	✓	✗
	Sélection	✓	✓	✗

* se réfère à la visibilité entre l'émission et la maturité fournie par un fonds à maturité fixe, par exemple, l'effet de retour au pair dans un scénario sans défaut ou la prévisibilité élevée des flux de trésorerie pour une obligation individuelle. Source : ODDO BHF AM GmbH, données de décembre 2021.

En comparaison avec les fonds High Yield traditionnels, les fonds à maturité fixe offrent l'avantage d'une bonne visibilité et d'un profil de risque qui diminue à mesure que l'échéance approche.

En théorie, chacun peut construire son propre portefeuille. En comparaison avec un placement en actions, toute la difficulté d'un placement en obligations directes réside dans le seuil d'entrée assez élevé, généralement de l'ordre de 100 000 euros. Un fonds à maturité fixe offre quant à lui la possibilité de

reproduire le comportement d'une obligation individuelle tout en profitant d'un niveau de diversification élevé ainsi que des ressources fournies par la société de gestion pour sélectionner des émetteurs de qualité et ajuster ses positions si la situation d'une ou de plusieurs entreprises se dégrade.

En conclusion, les obligations Euro High Yield sont une classe d'actifs incontournable dans le portefeuille d'investissement au même titre que les actions, les emprunts d'État et les obligations d'entreprises « investment grade ».

MENTIONS LÉGALES

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des cinq sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne), ODDO BHF AM Lux (Luxembourg) et METROPOLE GESTION (France).

Ce document, à caractère promotionnel, est établi par ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS et est à usage exclusif des clients catégorisés professionnels (Directive MIF). Il ne peut être distribué dans le grand public.

Les opinions émises dans ce document correspondent à nos anticipations de marché au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle d'ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. Les valeurs liquidatives affichées sur le présent document le sont à titre indicatif uniquement.

Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction.



ODDO BHF Asset Management SAS

12 boulevard de la Madeleine

75440 Paris Cedex 09

France

Téléphone : +33 (0)1 44 51 85 00

www.am.oddo-bhf.com



ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT