



## PAROLE D'EXPERT LE MARCHÉ DU CRÉDIT

# RECHERCHER DU RENDEMENT SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT

**Geoffroy Lenoir, Co-Directeur des gestions OPC chez Ofi Invest Asset Management, détaille les opportunités et les risques de l'investissement sur les différents segments des marchés du crédit euro.**

### Quelles sont les perspectives sur le marché du crédit euro ?

D'une manière générale, la classe d'actifs obligataire euro dans son ensemble bénéficie de la hausse des principaux taux directeurs qui remet le rendement à l'ordre du jour. Les fonds monétaires, évidemment, qui après six années de taux négatifs ont enfin renoué avec des rendements nettement positifs. Le marché du crédit bénéficie aussi de cet environnement favorable, aussi bien l'« Investment Grade »<sup>(1)</sup> qui regroupe les obligations d'émetteurs les mieux notées que le « High Yield »<sup>(1)</sup> comprenant les émissions moins bien notées mais également plus rémunératrices.

Nous estimons que le portage<sup>(2)</sup> rémunère désormais le risque pris. De surcroît, selon nous, les mécanismes de compensation entre taux d'intérêt et marges de crédit (« spreads »<sup>(3)</sup>) sont toujours à l'œuvre assurant une moindre volatilité de la classe d'actifs dans les périodes de stress.

### Qu'en est-il spécifiquement de l'« Investment Grade » ?

À date, l'« Investment Grade » euro offre en moyenne un rendement de 4,40 %/4,50 % sur des maturités autour de 6 à 7 ans. Du fait de l'inversion actuelle de la courbe des taux, un phénomène très atypique, nous retrouvons pratiquement les mêmes niveaux de rendement sur les échéances plus courtes entre 1 et 3 ans que ceux affichés par les échéances longues, avec une durée<sup>(5)</sup> bien moindre. À titre d'exemple, à fin septembre, l'indice Investment Grade ICE BofA 1-3 ans euro corporate ayant une maturité moyenne de 1,9 an offre un rendement de l'ordre de 4,4 %, avec deux fois et demie moins de sensibilité que l'indice ICE BofA Euro Corporate toutes maturités. Ce même indice Investment Grade 1-3 ans offre un rendement proche de celui du marché monétaire mais le fixe sur une période de temps plus longue, ce qui nous semble une stratégie intéressante pour un risque contenu.

### L'« Investment Grade » à plus longue échéance a-t-il tout de même quelques atouts ?

Si l'on pense que le pic sur le resserrement monétaire est atteint et qu'une phase de décrue des taux des Banques Centrales est en vue parce que l'inflation va se normaliser et que l'économie va ralentir, alors il peut être cohérent d'investir sur l'« Investment Grade » toutes maturités. Dans ce cas, en effet, il y a un intérêt à être investi sur des produits ayant une sensibilité taux élevée. Le fait est que d'un point de vue économique ce scénario n'est pas certain mais reste crédible, donc consacrer une part d'allocation à l'« Investment Grade » « all maturities » permet d'investir sur un niveau de rendement de 4,3 % pendant une période de plus de 6 ans, hors défaut.

### Quelles sont vos perspectives sur le marché du crédit haut rendement ?

Plusieurs facteurs nous conduisent à être positifs sur le marché du crédit spéculatif à haut rendement depuis le début de l'année 2023. En premier lieu, l'écart de rendement (« spread »<sup>(6)</sup>) entre le marché du « High Yield » et la dette souveraine s'élève à 460 points de base<sup>(7)</sup>. Ce « spread » s'établit à un niveau supérieur à sa moyenne historique qui tournait autour de 410 points au cours des 10 dernières années<sup>(8)</sup>. Autrement dit, le rendement proposé pour porter du risque est d'environ 7,7 % contre 3,0 % seulement ces dernières années, lorsque les taux des emprunts d'État étaient négatifs ou proches de zéro.

<sup>(1)</sup> Crédit « Investment Grade »/« High Yield » : les obligations « Investment Grade » (IG) qualifient des obligations émises par les emprunteurs les mieux notés par les agences de notation. Selon le classement de Standard & Poor's ou Fitch, leurs notes vont de AAA à BBB-. Les obligations spéculatives à haut rendement ou « High Yield », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » en raison de la santé financière plus fragile de leurs émetteurs selon les analyses des agences de notation. Elles sont donc considérées comme plus risquées par les agences de notation et offrent en contrepartie des rendements plus élevés.

<sup>(2)</sup> Le portage consiste à conserver des titres obligataires en portefeuille pour profiter de leur rendement, éventuellement jusqu'à leur échéance.

<sup>(3)</sup> Le « spread » de crédit est la différence de taux d'intérêt d'une obligation d'entreprise avec celui d'une obligation de référence de même durée, considérée comme la moins risquée (l'emprunt d'État de référence).

<sup>(4)</sup> Volatilité : correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

<sup>(5)</sup> Durée : durée de vie moyenne pondérée d'une obligation ou d'un portefeuille d'obligations exprimée en années.

<sup>(6)</sup> Le « spread » de crédit est la différence de taux d'intérêt d'une obligation d'entreprise avec celui d'une obligation de référence de même durée, considérée comme la moins risquée (l'emprunt d'État de référence).

<sup>(7)</sup> Sur l'indice ICE BofA Euro non financières High Yield toutes échéances et maturités confondues, à fin septembre 2023

<sup>(8)</sup> Moyenne 10 ans des données journalières sur l'indice ICE BofA Euro non financières High Yield toutes échéances et maturités confondues, à fin septembre 2023.



Ensuite, nous estimons que beaucoup de mauvaises nouvelles sur certaines sociétés très endettées susceptibles de faire défaut sont déjà intégrées par le marché. De fait, les « spreads » actuels correspondent à des niveaux de taux de défaut de l'ordre de 8,0 %, alors que les prévisions des agences de notation sont à seulement 3,8 %. En d'autres termes, les marchés anticipent beaucoup plus de défauts que les agences de notation. Nous en déduisons que les mauvaises nouvelles sont déjà prises en compte dans les cours.

Dernier facteur de soutien potentiel : les fonds communs ne se sont pas encore véritablement positionnés sur ce thème, ce qui laisse augurer d'une arrivée de capitaux dans les fonds, si ces investisseurs commencent à s'intéresser à cette classe d'actifs.

## Le marché du « High Yield » est-il devenu mature ?

En termes de volume, cette classe d'actifs a vu sa taille multipliée par dix en 15 ans et compte près de 400 émetteurs contre 150 seulement il y a 10 ans. Le marché bénéficie donc d'une meilleure liquidité qu'auparavant<sup>(9)</sup>. Une très grande partie des secteurs et des zones géographiques sont désormais représentés. Cela le rend encore plus intéressant à étudier.

## Les risques sont pourtant plus élevés sur ce segment...

Le rendement moyen de la catégorie spéculative à haut rendement nous semble particulièrement intéressant pour le portage et peut permettre d'être protégé contre des remontées de taux ou de « spreads » éventuelles. Aux niveaux actuels à fin septembre, il faudrait ainsi un écartement de 275 points de base sur la classe d'actifs pour effacer ce rendement sur 1 an. Or, un tel mouvement nous semble peu envisageable à ce jour. Une telle remontée des taux signifierait que l'économie basculerait en profonde récession, ce qui affecterait l'ensemble des marchés.

De même, certains s'inquiètent de possibles défauts d'entreprises trop endettées dus aux récentes hausses de taux. Mais dans la mesure où le rendement des obligations « High Yield » tourne autour de 8 %, ce « portage » offre selon nous une protection intéressante aux investisseurs. Dans un portefeuille bien diversifié, le défaut d'un émetteur pourra être compensé par les rendements élevés de la classe d'actifs en général. Cela ne nous empêche pas, évidemment, d'opérer une sélectivité importante, la clé dans un contexte de risque de remontée progressive du taux de défaut.

## Mais nous ne pouvons pas exclure qu'avec des taux plus élevés les entreprises les plus endettées ne soient très touchées ?

Effectivement, la conjoncture économique donne partout des signaux de ralentissement progressif donc en toute logique les « spreads » de crédit devraient commencer à s'écarter pour intégrer le fait que nous rentrons dans un environnement plus risqué. Or, paradoxalement, ce n'est pas ce qui se produit et nous observons même que lorsqu'il y a une secousse sur un émetteur il n'y a pas d'effet de contagion sur les autres émetteurs, en particulier sur le segment le plus risqué, le « High Yield » où le taux de défaut moyen reste historiquement bas selon les agences de notation. Cela démontre pour nous que les investisseurs ne craignent pas pour le moment de crise systémique.

## L'investissement dans un fonds à échéance sur cette classe d'actifs est-il pertinent ?

Un fonds à échéance consiste à acheter des obligations dont le terme est aligné avec l'échéance du fonds et à les conserver jusqu'à maturité quelles que soient les fluctuations de marché.

Sans défaut des émetteurs en portefeuille, un fonds à échéance a la capacité de conserver son objectif de rendement cible initial. L'évolution des marchés n'aura ainsi que peu d'incidence pour un investisseur présent tout au long de la vie du produit.

Les deux caractéristiques principales à suivre pour ce type de produit sont donc l'objectif de rendement cible annualisé et la capacité des emprunteurs sélectionnés à rembourser leur dette.

Ce type de fonds s'adresse tout de même à des investisseurs ayant un certain appétit pour le risque dans la mesure où la garantie en capital n'est pas assurée en cas notamment de défaut d'un ou plusieurs émetteurs en portefeuille.

Le choix de l'échéance, la sélection des émissions et la construction du portefeuille sont donc primordiaux dans ce type d'investissement.

<sup>(9)</sup> Liquidité : un actif financier (actions, obligations...) est dit liquide lorsqu'il peut être acheté ou vendu rapidement sans que cela n'ait d'impacts majeurs sur son prix.

### INFORMATION IMPORTANTE

Cette communication publicitaire est établie par Ofi Invest Asset Management, société de gestion de portefeuille (APE 6630Z) de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous l'agrément n° GP 92-12 - FR 51384940342, Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros, dont le siège social est situé au 22, rue Vernier 75017 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 384 940 342. Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Cette communication publicitaire ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Ofi Invest Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Ofi Invest Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir. FA23/0180/02042024.



**Geoffroy LENOIR**  
Co-Directeur  
des gestions OPC  
Ofi Invest AM

Achévé de rédiger  
le 05/10/2023