

Jun 2025



investir & agir
POUR L'AVENIR

Conférences **Ofi invest**



DU COTÉ AU NON COTÉ, OÙ TROUVER DU RENDEMENT SUR LE CRÉDIT ?

Communication publicitaire destinée à des investisseurs professionnels et contreparties éligibles au sens de la Directive « MIF 2 » n°2014/65/UE et 2016/1034 relative aux marchés d'instruments financiers, exclusivement invités à l'événement du 13 mars 2025 organisé par Ofi Invest. Son contenu n'est pas destiné à une clientèle de particuliers et il ne doit pas être utilisé comme support de présentation à leur destination. Toute diffusion non autorisée par Ofi Invest est prohibée.



DU COTÉ AU NON COTÉ, OÙ TROUVER DU RENDEMENT SUR LE CRÉDIT ?

Les professionnels de la finance ont longtemps raisonné en séparant les actifs cotés et les actifs non cotés. Mais aujourd'hui le monde du « High Yield » et celui de la dette privée commencent à échanger entre eux pour partager des stratégies et évaluer la valeur relative de ces deux approches. Il existe en effet une réelle complémentarité d'approche entre ces deux catégories d'investissement, même s'ils ne sont pas confrontés aux mêmes défis. Fort de la richesse et de la diversification de notre groupe, nous avons voulu, chez Ofi Invest Asset Management, faire dialoguer des professionnels de ces deux segments pour comparer leur point de vue et voir de quelle manière ils pouvaient se rapprocher. Avec l'idée, pourquoi pas un jour, de les faire travailler sur des portefeuilles en commun ?

LES INTERVENANTS



**Baptiste
BUISSON, CFA**

Directeur Gestions
Mandats et Solutions

OFI INVEST AM



**Maud
BERT**

Responsable de la gestion
High Yield

OFI INVEST AM



**Victoire
BLAZSIN**

Directrice Générale

ZENCAP AM



**Arnaud
MEMIN, CFA**

Responsable pôle gestion
Actifs Dédiés Cotés

EDF GESTION

MODÉRATEUR



**Véronique
CHERRET**

Directrice du développement
commercial

OFI INVEST AM

Véronique Cherret (V.C.) : Les marchés financiers connaissent de fortes turbulences. Faut-il s'inquiéter pour la dette « High Yield » ?

Victoire Blazsin (V.B.) : La situation actuelle est un peu plus facile à court terme pour des gérants comme Zencap AM qui investissent en dette privée sous forme de « buy and hold », c'est-à-dire en conservant les titres jusqu'à l'échéance. En effet, pour cette catégorie d'actifs les spreads (c'est-à-dire la marge au-dessus de l'Euribor) évoluent avec beaucoup d'inertie. Ce qui change pour nous c'est l'analyse des fondamentaux des entreprises. Sur ce point, nous sommes extrêmement prudents depuis plusieurs mois déjà car, indépendamment de l'actualité, nous estimons possible une remontée des taux de défauts, même si nous observons, en pratique depuis plusieurs années, une baisse des leviers sur le segment des investissements unitranches. Nous sommes donc prudemment optimistes, en nous tenant un peu en retrait à court terme.

Maud Bert (M.B.) : En matière de crédit « High Yield » coté, en revanche, les

spreads réagissent immédiatement et fortement à la moindre actualité ! Le marasme boursier a entraîné un écartement très violent de plus d'une centaine de points de base des spreads, si bien qu'aujourd'hui nous sommes repassés au-dessus de la moyenne long terme sur 10 ans pour le « High Yield » européen. Dans le détail, nous assistons à un double phénomène : un très fort écartement des spreads des entreprises les moins bien notées « CCC » et une certaine résilience des spreads des entreprises notées « BB ».

V.C. : Restez-vous tout de même investis sur cette classe d'actifs ?

V.B. : Oui, nous continuerons à investir car cette classe d'actifs demeure très intéressante : il y a 3 ans, elle offrait un rendement de 5,5 % en équivalent taux fixe, alors qu'aujourd'hui nous sommes plutôt au-dessus des 8,5 %. À ce niveau de rendement, le risque est largement rémunéré, même en cas de hausse des taux de défaut dans les prochains mois. Le moment nous paraît donc plutôt opportun pour accumuler des liquidités via notre levée du fonds



actuelle en vue de futurs investissements : il y aura des opportunités et nous devons être en position de les saisir.

“ Le segment unitranche est le plus opportun pour contribuer à la croissance de demain ”

Victoire BLAZSIN

M.B. : Avant de pouvoir anticiper les prochains mouvements, nous devons laisser un peu la volatilité retomber sur le marché. Mais si nous prenons un peu de hauteur, trois constats ressortent : le niveau global des spreads doit être surveillé. En effet, sur le marché « High Yield », nous avons coutume de dire que le marché anticipe une récession quand les spreads évoluent entre 500 et 700 points de base. Or, aujourd'hui, nous approchons les 500 points de base, signe que les opérateurs commencent à anticiper une détérioration de la situation dans les semaines et les mois à venir. Le deuxième constat repose sur le rendement global offert par le « High Yield », qui s'établit entre 6,5 et 7,0 %. Ce rendement est suffisamment important pour protéger d'un nouvel écartement des spreads de 200 points. C'est un coussin protecteur très puissant. Enfin, troisième constat - qui n'est pas des moindres : le marché anticipe aujourd'hui un taux de défaut des entreprises de 7 %. Or, historiquement, le taux de défaut s'est établi à 2 % en moyenne par an au cours des 15 dernières années. Le marché est donc trop pessimiste sur les défauts futurs, cela crée des opportunités d'investissements.

Tactiquement, nous sommes donc plutôt sur des points d'entrée. D'un point de vue stratégique, nous rentrons sur des entreprises « High Yield » ayant des fondamentaux très bons, des taux de marge quasiment aux niveaux les plus hauts historiques ce qui veut dire qu'elles sont capables d'absorber le choc des droits de douane. Nous privilégions dans notre gestion plutôt des entreprises notées « BB » et n'allons pas chercher du rendement sur des crédits distress ou « CCC » trop peu liquides en cas de stress de marché. Nous privilégions enfin des secteurs avec une forte prédictibilité des cashflows et particulièrement les secteurs télécoms, services et utilities.

V.C. : Le « High Yield » coté est-il vraiment résilient au point d'avoir trouvé sa place dans une allocation long terme ?

M.B. : Oui, cette classe d'actifs est devenue véritablement résiliente et confère un statut d'allocation stratégique dans une gestion obligataire qui n'a plus rien à voir avec ce qu'elle était il y a une quinzaine d'années où nous l'abordions essentiellement de façon tactique.

Et ce pour quatre raisons :

- La taille du marché. Ce segment pesait 50 milliards d'euros il y a 15 ans. Aujourd'hui, il a dépassé les 350 milliards d'euros. Nous sommes loin d'un marché de niche.
- Des performances résilientes et robustes : au cours des 10 dernières années, le rendement annuel s'est établi à 3,5 %. Il s'élève même à 5 % sur les 15 dernières.
- Une obligation offre une force de rappel forte en voyant sa valeur converger à 100 lorsqu'elle arrive à son terme et cette force de rappel est très forte sur le « High Yield » car les maturités sont plus courtes.
- Le « time to recovery » (temps de récupération), lorsque survient une perte sur les marchés, s'établit à moins d'une année suivant nos calculs. À titre de comparaison, après la faillite de Lehman Brothers en 2008, le marché action a mis près de six ans à retrouver son niveau d'avant.

“ La classe d'actifs « High Yield » est devenue véritablement résiliente ”

Maud BERT

V.C. : Comment un investisseur institutionnel peut-il concilier l'investissement dans le « High Yield » coté et le non coté ? Faut-il faire une différenciation entre allocation tactique et allocation stratégique ?

Arnaud Memin (A.M.) : Notre particularité est de gérer un passif industriel puisqu'il faut couvrir des dépenses futures de démantèlement de centrales et de gestion des déchets. Nous avons donc pour objectif de dégager la rentabilité maximum, tout en restant dans un cadre de risque maîtrisé. Le tout dans une optique de gestion de très long terme qui se reflète dans une allocation stratégique également de long terme avec environ 40 % d'actifs de croissance (essentiellement

des actions cotées), 30 % d'actifs de taux (à la fois de l'obligataire coté mais aussi de la dette privée) et enfin 30 % d'actifs réels, à savoir principalement des infrastructures en direct mais également des actifs immobiliers. Le « High Yield », coté et non coté, nous intéresse beaucoup justement si on se projette sur des horizons long terme. Sur le « High Yield » coté, nous nous sommes fixés une cible stratégique à 5 % du total du portefeuille des actifs dédiés. Rapporté à nos 30 % d'actifs de taux, c'est une proportion assez considérable. Par ailleurs, notre poche de dette privée senior représente 4 % du total du portefeuille des actifs dédiés, complétée par 2 % d'unitranche, soit au total 6 % de dette privée, ce qui est tout à fait considérable.

“ Nous avons pour objectif de dégager la rentabilité maximum, tout en restant dans un cadre de risque maîtrisé ”

Arnaud MEMIN

Baptiste Buisson (B.B.) : Chez Ofi Invest Asset Management, nous gérons de nombreux mandats pour nos clients internes et externes, pour des mutuelles et des assureurs, ce qui nous offre un panorama complet des besoins des institutionnels entre passifs courts et passifs longs. Les acteurs sont soumis à d'importantes réglementations mais, globalement, ces deux classes d'actifs sont présentes dans les allocations puisqu'elles apportent à la fois de la valeur en termes de surcroît de rendement par rapport aux obligations « Investment Grade » mais aussi un bon couple rendement/risque. La vraie question porte sur la liquidité, notamment pour les assureurs vie dans le cadre des contrats multisupports qu'ils commercialisent. Dans le détail des allocations des institutionnels, il y a évidemment des différences entre les uns et les autres mais, s'agissant des actifs de dette privée au sens large, nous estimons qu'ils représentent autour de 5 à 10 % des portefeuilles dont la moitié au moins en dette privée corporate.

V.C. : Quelle place le « High Yield » occupe-t-il dans la construction de votre portefeuille ?

A.M. : Nous privilégions le « High

Yield » sur le court terme qui est moins volatile tout en préservant la majeure partie du portage. Nous sommes plutôt « benchmarkés » en euro mais n'excluons pas de regarder parfois le marché américain en nous couvrant contre l'effet devise. Par ailleurs, les niveaux de notation sont généralement un peu plus élevés en Europe qu'aux États-Unis donc nous détenons en moyenne du « BB- ». S'agissant de la dette privée, le facteur différenciant est la prime d'illiquidité, ce qui nous conduit à investir régulièrement chaque année pour ne pas concentrer le risque sur un seul millésime. Au sein de la dette privée senior, nous essayons de diversifier par type et par nature de risque, ce qui nous conduit à détenir tout type de corporate à la fois large cap, mid-cap mais également de la dette infrastructure.

M.B. : Nous avons fait le choix d'investir uniquement sur des entreprises corporate, c'est-à-dire que nous n'investissons pas sur des entreprises « High Yield » de banque et d'assurance. Notre gestion, chez Ofi Invest AM, privilégie une construction de « double cœur » : une approche « top down » axée sur le pilotage du beta, le pilotage de la sensibilité, et une approche « bottom up », nous conduisant à nous concentrer sur les fondamentaux des entreprises et sur les ratios financiers. Pour cette approche essentielle, nous nous appuyons sur une équipe de 14 analystes. Nous avons également une équipe dédiée à l'analyse extra-financière qui établit une note interne.

V.B. : Au sein de la dette corporate senior, nous privilégions plutôt la stratégie unitranche c'est-à-dire les opérations de dettes seniors où nous contrôlons la gouvernance du crédit parce que nous sommes seul prêteur ou le prêteur contrôlant. De même, nous sommes plutôt sur le segment midcaps, des grosses PME et petites ETI. En effet, nous estimons qu'une ETI sur deux devrait changer de main au cours des sept prochaines années compte tenu de la structure démographique des dirigeants actionnaires, ce qui est une source de deal flow et d'opportunités très importantes. En outre, nous considérons qu'il s'agit du segment le plus opportun pour contribuer à la croissance de demain et la rendre plus durable ou encore répondre aux enjeux actuels de souveraineté. La France manque d'ETI

par rapport à l'Allemagne à l'Italie. À l'inverse, nous comptons beaucoup de PME. Or ce sont les ETI qui portent la croissance, donc nous devons aider ces PME à passer à l'échelle supérieure. Et la proximité du financement unitranche nous permet d'être très ambitieux dans notre approche ESG. Sur la construction de portefeuille, il y a deux points absolument fondamentaux pour nous : le premier c'est la diversification sectorielle ; le second c'est la granularité, un élément difficile à mettre en œuvre. Pour y parvenir, nous construisons notre portefeuille avec l'objectif qu'il puisse résister au moins à un défaut par an sans recouvrement tout en étant capable de retourner le capital aux investisseurs.

V.C. : Faut-il vraiment opposer « High Yield » et dette privée ?

B.B. : Ces deux classes d'actifs sont complémentaires, nous ne les opposons pas. Effectivement, sur la partie « High Yield », nous avons une approche un peu plus tactique et c'est vrai qu'en terme de construction de portefeuille nous investissons plutôt sur des fonds cœurs notamment sur la partie « High Yield » Corporate et nous avons plutôt une approche satellite sur des fonds hybrides. Sur la partie dette privée au sens large, nous avons une approche plutôt de long terme : nous investissons un petit peu chaque année, nous voulons être exposé tout au long du cycle économique pour éviter d'avoir des biais de millésime.

“ Ces deux classes d'actifs sont complémentaires, nous ne les opposons pas ”

Baptiste BUISSON

V.B. : La matière première sous-jacente est commune aux deux catégories d'investisseurs puisque nous parlons d'entreprises qui commencent par être financées en unitranche et qui, au fur et à mesure qu'elles grandissent, vont basculer dans la catégorie « High Yield » pour être financées plus largement. Mais in fine ce sont bien deux classes d'actifs distinctes qui répondent à des logiques différentes dans la construction de portefeuille en termes de temporalité, de volatilité et de granularité. Dans une large mesure, sur le « High Yield » coté, il s'agit de sélectionner les entreprises

puis ensuite de gérer les entrées et sorties du portefeuille en fonction des performances et des risques. Sur l'unitranche, nous sommes dans une logique « buy and hold », à savoir une approche stratégique dans un premier temps puis, ensuite, nous gérons les risques au niveau de chaque entreprise. Le but est in fine d'aider l'entreprise à se transformer. C'est une logique complémentaire.

V.C. : Les deux poches sont-elles fongibles ?

A.M. : C'est une question importante. Nous gérons un portefeuille global avec une allocation unique mais il y a deux équipes : une qui gère les actifs illiquides - EDF Invest - et une qui gère la partie actif liquide - EDF gestion. Nous ne cherchons pas à faire du market timing, mais à investir de manière progressive en ayant une gestion beaucoup plus tactique sur la partie actifs cotés en fonction de l'environnement de marché qui évolue au jour le jour.

V.C. : Quels flux d'investissement anticipez-vous sur les deux classes d'actifs ?

A.M. : À ce stade, sur la partie « High Yield », nous restons encore sous-pondérés mais la situation évolue chaque jour. Ce qui est certain, c'est que nous avons la capacité de déployer plusieurs centaines de millions d'euros cette année sur le « High Yield » coté. Idem pour la partie dette privée : là aussi nous sommes encore assez loin de nos cibles stratégiques mais nous allons nous donner plusieurs années pour atteindre ces cibles justement pour avoir cet effet de diversification sur différents millésimes.

B.B. : Du côté des assureurs, les portefeuilles que nous gérons, notamment la partie tactique, étaient légèrement surpondérés pendant 2 ans, notamment en 2023-2024, ce qui nous a conduit à redevenir neutres et un peu plus prudents. Nous voyons désormais se profiler des points d'entrée par rapport aux niveaux de spreads. Cela devrait nous inciter à être plus actifs dans les prochains mois. Sur la partie dette privée, nous allons continuer à déployer des nouveaux fonds. Chaque année, nous avons au moins entre 5 et 7 fonds à l'étude sur différents types de stratégies.



investir & agir
POUR L'AVENIR
Conférences **Ofi invest**
10 AVRIL 2025

**DU COTÉ AU NON COTÉ,
OÙ TROUVER DU RENDEMENT
SUR LE CRÉDIT ?**

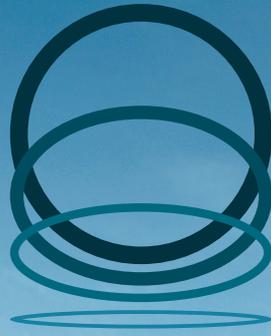


22, rue Vernier 75017 Paris - FRANCE
Tél. : +33 (0)1 40 68 17 17
www.ofi-invest.com

S.A. à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros - Société de gestion de portefeuille
Agrément AMF n° GP 92012 - RCS PARIS 384 940 342

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION : Jean-Pierre GRIMAUD, Directeur Général
DIRECTRICE ÉDITORIALE : Diane D'ENTREMONT - Directrice de la Communication & Marque
DIRECTION ARTISTIQUE : Christophe FANGET - Responsable communication visuelle et publications

Cette communication publicitaire est destinée à des investisseurs professionnels et contreparties éligibles au sens de la Directive « MIF 2 » n°2014/65/UE et 2016/1034 relative aux marchés d'instruments financiers, exclusivement invités à l'événement du 13 mars 2025 organisé par Ofi Invest. Son contenu n'est pas destiné à une clientèle de particuliers et il ne doit pas être utilisé comme support de présentation à leur destination. Toute diffusion non autorisée par Ofi Invest est prohibée. FA25/0488/M. Photos : AdobeStock/Shutterstock.com/Ofi Invest.



Ofi invest

Une nouvelle dimension pour l'avenir



200,8 Mds€
d'actifs sous gestion⁽¹⁾



5^e
groupe français
de gestion d'actifs⁽²⁾

3 pôles

Gestions actifs liquides
•
Gestions immobilières
•
Gestions actifs non cotés

Ofi Invest est l'une des 4 marques d'Aéma Groupe aux côtés de Macif, Abeille Assurances et AÉSIO mutuelle, et est aujourd'hui le **5^e groupe français de gestion d'actifs**.

Le groupe compte près de **700 collaborateurs⁽¹⁾** engagés au service d'investisseurs institutionnels, professionnels et particuliers - clients, adhérents et sociétaires des réseaux de distribution partenaires - en France et à l'international.

Ofi Invest contribue au travers de ses investissements et actions d'engagement à un **objectif d'économie vertueuse et profitable**.

⁽¹⁾ Source : Ofi Invest au 31/12/2024 - Collaborateurs en CDD et CDI uniquement.

⁽²⁾ Source : communications financières des entités concernées, au 31/12/2023.

Les références à un classement ne préjugent pas des résultats futurs du fonds ou du gestionnaire.

www.ofi-invest.com

