

FOCUS SUR LE CRÉDIT HAUT RENDEMENT EURO

ANALYSE ET EXPERTISES



Février 2025

Achévé de rédiger le 24/02/2025



Ofi invest
Asset Management

LE MARCHÉ DU CRÉDIT HAUT RENDEMENT EURO

Après deux années consécutives de bonnes performances, le marché du crédit spéculatif Haut Rendement (« High Yield ») européen hors financières a corrigé la baisse de 2022 (-11,16 %⁽¹⁾), avec des performances de +12,10 %⁽¹⁾ en 2023 et +8,48 %⁽¹⁾ en 2024. Il clôture l'année avec un rendement au pire de 5,67 %, dont 350 points de base de prime de risque. Cette dernière, en baisse de 79 points de base sur 2024, se trouve désormais à 69 points de base en dessous de sa moyenne historique sur 10 ans.

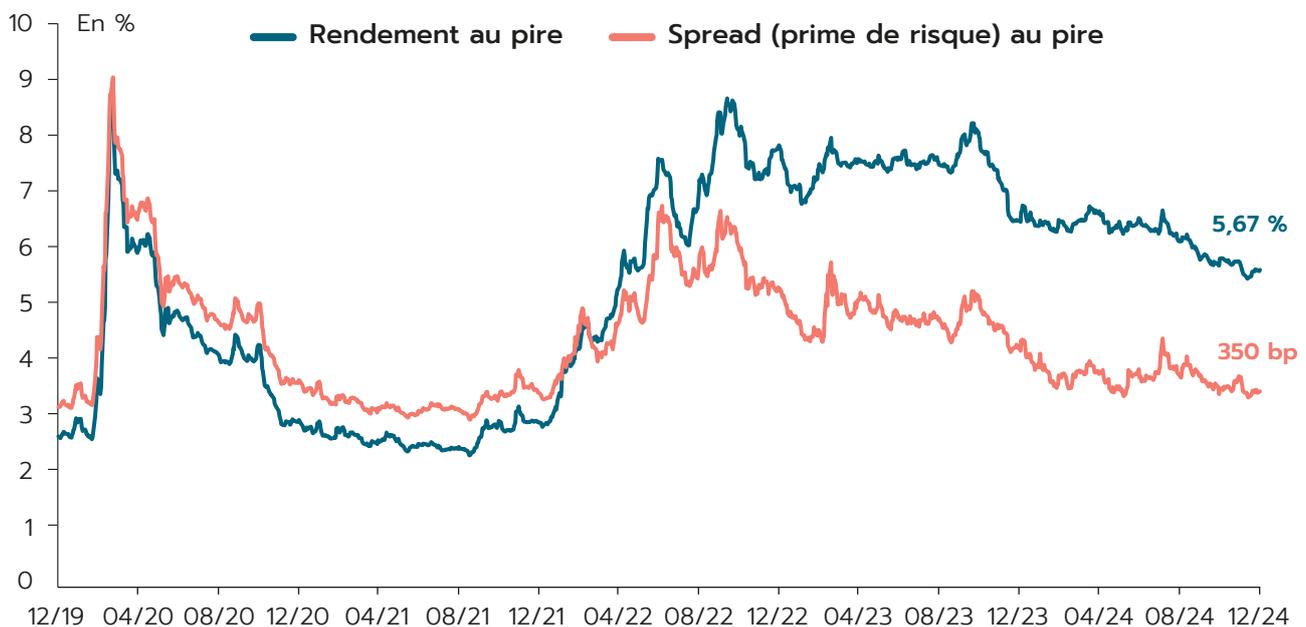
Le marché du « High Yield » euro n'a pas encore dit son dernier mot

Malgré cette baisse, **le niveau de portage actuel de la classe d'actifs offre une protection adéquate.** Il protège l'investisseur jusqu'à 170 points de base (taux sans risque et primes de risque inclus au 17/02/2025).

Nous restons donc constructifs sur la classe d'actifs en raison du portage offert et compte tenu de nos scénarii économiques qui écartent un risque de

récession marquée. Pour tirer parti du potentiel de ce marché, il reste essentiel de sélectionner soigneusement les obligations en portefeuille.

INDICE MERRILL LYNCH EURO NON-FINANCIAL FIXED & FLOATING RATE HIGH YIELD



Source : Bloomberg au 31/12/2024

⁽¹⁾ Obligations notées « High Yield » libellées en euro, hors financières (indice Bloomberg HEAE). Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les analyses présentées dans cette communication publicitaire reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction de la communication 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.

Un glossaire répertoriant les définitions des termes financiers principaux est disponible en dernière page.



UN MARCHÉ EURO STRUCTURÉ ET NORMALISÉ

Le marché des obligations « High Yield » en euro a connu une expansion et une structuration significatives depuis 2009, passant de 50 milliards d'euros à 530 milliards d'euros fin 2021⁽²⁾. La forte hausse des taux en 2022 et 2023 a cependant interrompu les refinancements et a entraîné une légère contraction de l'univers qui s'établit désormais à 375 milliards d'euros fin 2024⁽²⁾.

Le marché reste soutenu par des émissions primaires et des flux entrant importants. Dominé par les industries lourdes jusqu'en 2015, le marché a connu une rotation sectorielle à partir de 2016 en faveur des services (télécommunications et banques) et une nette amélioration de la qualité de crédit des émetteurs.

L'UNIVERS DU « HIGH YIELD » EUR
à fin 2024⁽²⁾

375 Mds€



MARCHÉ EURO VS DOLLAR

La récente hausse des taux a accentué l'écart de duration entre les marchés euro et dollar (USD). À fin 2024, la duration au pire du marché en euro est de 2,8 années, soit 0,5 année de moins que celle du marché en dollar. En revanche, les primes de risque en euro sont plus élevées que celles du marché en dollar, en raison des incertitudes géopolitiques et de la hausse des prix de l'énergie en Europe. Pourtant mieux

noté, **le marché libellé en euro offre donc une rémunération supérieure au marché en dollar pour le risque encouru.**

Par ailleurs, au cours du dernier trimestre 2024, le dollar américain s'est apprécié de plus de 7 % par rapport à l'euro. Cette appréciation réduit de manière significative le potentiel de rendement des actifs en dollar pour les investisseurs européens.

⁽²⁾ Source : Bloomberg

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

LA STRATEGIE OFI INVEST EURO HIGH YIELD

Avec près de 550 millions d'euros d'encours sous gestion à fin décembre 2024⁽³⁾, **la stratégie se positionne sur le point d'équilibre entre conviction et diversification** du marché du « High Yield » en euro hors financières. Son objectif est de surperformer son indice de référence (Merrill Lynch Euro Non-Financial Fixed & Floating Rate High Yield Index) net de frais de gestion, à travers une gestion active structurée autour d'une approche « top down » visant à optimiser l'allocation du portefeuille et une approche « bottom up » pour la sélection des émetteurs.

L'allocation stratégique s'articule autour de quatre leviers afin de gérer activement les risques de crédit et de taux : la gestion du beta (position offensive ou défensive), l'allocation sectorielle (sur ou sous-pondération), l'allocation par notation (sur ou sous-pondération) et l'ajustement de la duration (allongement ou réduction de la maturité du portefeuille).

La **sélection des émetteurs via l'analyse financière et extra-financière** intègre la prise en compte de trois facteurs : la valorisation (attractif, au prix, cher), les fondamentaux de l'entreprise (solides, stables, faibles) et les facteurs techniques de l'émission (bons, moyens, faibles).

La stratégie bénéficière d'encours sous gestion significatifs lui permettant d'accéder aux meilleures opportunités du marché (coûts des transactions optimisés, poids plus important dans les allocations primaires) et d'inciter les entreprises à adopter de meilleures pratiques. Dans le même temps, la stratégie reste agile et en mesure d'opérer des arbitrages tactiques et d'investir avec conviction.

À fin 2024, la stratégie investit dans 149 émetteurs avec une notation moyenne des émissions en portefeuille de BB. Son rendement à maturité est de 5,3 % et sa duration est de 3,2 années.



PERFORMANCE ET POSITIONNEMENT À FIN DÉCEMBRE 2024

À fin décembre 2024, le fonds Ofi Invest Euro High Yield affiche une performance nette de frais de 8,36 % (part IC) contre 8,46 % pour l'indice. Cette légère sous-performance est due à une sous-exposition aux segments les plus risqués du marché dits « distressed », notamment le secteur immobilier début 2024, afin de protéger le portefeuille contre le risque de défaut.

Sur les trois dernières années, le portefeuille a surperformé son indice de référence de plus de 2 %, avec une performance nette de frais de 10,13 % contre 8,00 % pour l'indice. Cette

surperformance résulte de choix sectoriels et de notations judicieux ainsi que d'une gestion active des risques de crédit et de taux. En particulier, en 2023, la sous-exposition aux segments les plus risqués du marché a contribué à la performance, dans un contexte de forte crainte de hausse des défauts.

La stratégie est classée⁽⁴⁾ 25^e sur 85 sur 1 an et 14^e sur 72 sur 3 ans au sein de groupe « Obligations Haut Rendement Euro » défini par Europerformance.

⁽³⁾ Source : Ofi Invest AM

⁽⁴⁾ Les références à un classement, un prix ou un label ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire. Source : Ofi Invest Asset Management au 31/12/2024. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



GESTION HORS FINANCIÈRES

Le marché des obligations d'entreprises en euro est composé d'obligations dites « corporates », c'est-à-dire de tous secteurs hors financières et d'obligations dites « financières », c'est-à-dire émises par les secteurs bancaires et assurantiels.

Les obligations financières répondent à des besoins de financement spécifiques et présentent des risques distincts nécessitant des modèles d'analyse adaptés. Pour cette raison, le marché classe ces obligations en deux catégories distinctes. **La stratégie Ofi Invest Euro High Yield vise à exploiter 100 % du potentiel de rendement des obligations dites « corporates » notées « High Yield », libellées en euro et émises au sein de l'OCDE.** Elle investit donc à travers tous les secteurs, hors banques et assurances. Son indice de référence opère sur le même segment de marché et exclut également le secteur financier.

Chez Ofi Invest Asset Management, nous avons choisi de privilégier les investissements en obligations financières dans nos stratégies « Investment Grade » et « Total Return »⁽⁵⁾ en nous appuyant sur l'expertise de 4 analyses⁽⁶⁾ spécialisés sur le secteur financier. L'univers « Investment Grade », composé de près de 40 % d'obligations financières, représente pour nous une source naturelle d'opportunités pour tirer parti du potentiel de rendement des obligations financières. Ainsi, l'équipe de gestion d'Ofi Invest Euro High Yield peut se concentrer pleinement sur la gestion d'une stratégie pure, dédiée aux secteurs non financiers.

⁽⁵⁾ Toutes les sociétés de gestion ne conçoivent pas de la même manière les stratégies « Total Return ». Chez Ofi Invest AM, ces portefeuilles sont des produits dits flexibles, qui ne suivent pas d'indice de référence.

⁽⁶⁾ Les équipes sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

LA GESTION « HIGH YIELD » CHEZ OFI INVEST AM

À fin 2024, Ofi Invest AM gère **plus de 110 milliards d'euros d'encours obligataires**, dont 10 milliards en fonds ouverts. Nous avons lancé notre premier OPC sur les obligations spéculatives Haut Rendement en 1999.

Notre équipe⁽⁷⁾ de 4 gérants dédiés au « High Yield » gère 2,4 milliards d'euros à fin 2024. Elle s'appuie sur l'expertise de 14 analystes crédit, répartis par secteurs et couvrant des notations allant de AAA à BB, ainsi que d'un analyste spécialisé dans le « High Yield » expert des notations BB- et inférieures. Nous comptons également 3 économistes, 3 gérants taux, 3 gérants « Investment Grade », 17 experts ESG et 4 analystes quantitatifs et solutions. **Grâce aux synergies de nos expertises et à la stabilité de notre équipe de gestion, nous naviguons à travers les phases critiques du marché avec sérénité.** Notre objectif est d'optimiser la gestion des principaux risques⁽⁸⁾ de nos portefeuilles, qu'ils soient liés aux défauts, aux taux ou aux facteurs extra-financiers.

⁽⁷⁾ Les équipes sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

⁽⁸⁾ Pour une liste complète des risques associés à la stratégie, veuillez-vous référer au prospectus du fonds disponible sur le site internet : <https://www.ofi-invest-am.com/fr/produits>



L'IMPORTANCE DE L'ANALYSE EXTRA-FINANCIÈRE

Dans un contexte où environ 40 % des émetteurs ne sont pas notés sur les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) par les agences de notation, il est crucial de disposer de moyens d'analyse extra-financière avancés.

Notre équipe de gestion s'appuie sur une équipe d'analyse ESG composée de 17 experts⁽⁹⁾. Elle retrace et approfondit les analyses des agences lorsqu'elles sont disponibles et contacte directement les émetteurs non notés. Pour combler ce manque d'information sur près de 40 % de l'univers, **nous avons développé un processus interne de notation spécifique au « High Yield ».** Nous collectons directement les informations ESG auprès des émetteurs via des questionnaires spécifiques à chaque secteur d'activité, pour pouvoir ensuite noter ces mêmes émetteurs. Cette approche nous permet d'améliorer la couverture ESG et de profiter pleinement des opportunités d'investissement de l'univers « High Yield ».

Lorsque nos analyses révèlent des manques de transparence ou des pratiques insatisfaisantes, nous engageons un dialogue direct avec les entreprises pour les encourager à adopter de meilleures pratiques. Par exemple, en 2024, nous avons engagé Odido NL*, un groupe de téléphonie mobile basé aux Pays-Bas, afin de l'alerter sur la protection des données et la gestion des déchets numériques.

Ces engagements nous permettent non seulement de faire valoir nos attentes en tant qu'investisseur responsable, mais aussi d'affiner notre analyse ESG, tout en aidant les entreprises à améliorer leurs pratiques. **En adoptant cette approche proactive, nous renforçons notre engagement en gestion responsable et créons de la valeur durable pour nos investisseurs.**



UN FONDS « ARTICLE 8 » AU SENS DE LA SFDR⁽¹⁰⁾

Ofi Invest Euro High Yield intègre la prise en compte des facteurs ESG à trois niveaux pour offrir une gestion responsable.

Premièrement, à travers l'application d'exclusions strictes normatives (armes controversées et non-respect du Pacte Mondial de l'ONU) et sectorielles (entreprises tirant des revenus⁽¹¹⁾ de l'exploitation de charbon thermique, pétrole et du gaz, tabac, huile de palme, biocides et produits chimiques) appliquées à tous les fonds ouverts gérés par Ofi Invest Asset Management⁽¹²⁾.

Deuxièmement, à travers la prise en compte

systématique d'analyses ESG et des controverses dans la sélection des émetteurs. En effet, à tout moment, le score ESG du portefeuille doit battre celui de son univers ISR de référence. Au minimum, 75 % des émetteurs en portefeuille doivent avoir une note ESG.

Troisièmement, lorsque nous identifions un manque de transparence ou des pratiques insatisfaisantes nous nous efforçons à engager un dialogue direct avec les entreprises concernées pour les encourager à adopter de meilleures pratiques.

* Les sociétés citées ne le sont qu'à titre d'information. Il ne s'agit ni d'une offre de vente, ni d'une sollicitation d'achat de titres.

⁽⁹⁾ Les équipes sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

⁽¹⁰⁾ Règlement (UE) 2019/2088 du parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

⁽¹¹⁾ En fonction des exclusions, les limites de revenus s'appliquent dès le premier euro jusqu'à 10 % du chiffre d'affaires.

⁽¹²⁾ Les politiques d'exclusion ne s'appliquent pas uniformément à tous les secteurs. Pour des informations détaillées sur les critères et les seuils spécifiques à chaque politique d'exclusion normative et sectorielle, veuillez-vous référer au site internet : politiques et documents (<https://www.ofi-invest-am.com/fr/politiques-et-documents>).

LABELLISATION ISR ET UNIVERS « HIGH YIELD »

Selon la **troisième version de la méthodologie du label ISR⁽¹³⁾**, la stratégie devrait s'engager à communiquer des rapports, au minimum, sur un indicateur d'incidence négative PAI (Principales incidences négatives). Cependant, à ce jour, le marché du « High Yield » européen ne fournit pas suffisamment de données sur ces indicateurs. En effet, parmi les 27 indicateurs d'incidences négatives, l'indicateur le plus reporté atteint à peine 50 % de couverture.

Dans ce contexte, une stratégie « High Yield » sur la zone Euro devrait renoncer à au moins 45 %⁽¹⁴⁾ de son univers d'investissement pour être labellisée. Nous avons conclu qu'en raison du manque de transparence et de maturité de cette classe d'actifs concernant les indicateurs d'incidences négatives, il était nécessaire de **renoncer à la labélisation ISR de la stratégie Ofi Invest Euro High Yield afin de rester fidèles à notre philosophie de gestion.**

⁽¹³⁾ Pour plus d'informations sur le label ISR, veuillez-vous référer au site internet <https://www.lelabelisr.fr/>. Les références à un classement, un prix ou un label ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire.

⁽¹⁴⁾ Dans le cas de la stratégie Ofi Invest AM. Source : étude interne équipe de risque ESG - Ofi Invest AM, novembre 2024.



Glossaire

Approche « bottom-up » : méthode d'analyse et de prise de décision qui commence par examiner les détails spécifiques avant de considérer la vue d'ensemble.

Approche « top-down » : méthode d'analyse et de prise de décision qui commence par une vue d'ensemble globale avant de se concentrer sur des détails spécifiques. En finance, cela signifie analyser d'abord les conditions économiques générales, puis les secteurs industriels, et enfin les entreprises individuelles.

Beta : mesure la sensibilité et le risque du portefeuille vis-à-vis de son indice de référence. Un portefeuille sera qualifié d'offensif si son beta est supérieur à 1, ou de défensif s'il est inférieur à 1 (le détail du calcul est fourni ci-après). Ainsi, un portefeuille serait amené à surperformer son indice de référence en phase de hausse du marché si le beta du portefeuille est supérieur à 1, ou en phase de baisse du marché si le beta du portefeuille est inférieur à 1. À l'inverse, le portefeuille serait amené à sous-performer son indice de référence en phase de hausse du marché si le beta du portefeuille est inférieur à 1, ou en phase de baisse du marché si le beta du portefeuille est supérieur à 1.
$$\text{Beta Crédit} = (\text{Sensibilité crédit du portefeuille} \times \text{Spread crédit moyen du portefeuille}) / (\text{Sensibilité crédit de l'indice} \times \text{Spread crédit moyen de l'indice}).$$

Défaut d'un émetteur : se produit lorsqu'un emprunteur ne parvient pas à honorer ses obligations de paiement sur une dette, comme le remboursement des intérêts ou du principal d'une obligation.

Duration : mesure de la sensibilité du prix d'une obligation aux variations des taux d'intérêt. Elle exprime la durée moyenne pondérée des flux de trésorerie futurs d'une obligation, en années. Plus la duration est élevée, plus le prix de l'obligation est sensible aux variations des taux d'intérêt.

Émetteur « distressed » : entreprise ou entité qui rencontre des difficultés financières importantes, au point d'être proche de la faillite ou déjà en situation de défaut de paiement. Les titres émis par ces émetteurs, tels que les obligations ou les actions, sont appelés « titres distressed » et sont souvent vendus à des prix très bas en raison du risque élevé associé.

Obligations financières : obligations émises par des banques et sociétés financières.

Obligations spéculatives à haut rendement dites « High Yield » : elles reçoivent une note de Standards & Poor's et Fitch allant de D à BB+, de C à Ba1 de Moody's. Ces obligations sont considérées comme plus risquées et elles offrent, en contrepartie de ce risque, des rendements plus élevés.

Point de base : 1 point de base = 0,01 %

Prime de risque : c'est le rendement supplémentaire qu'un investisseur exige pour investir dans un actif risqué par rapport à un actif sans risque. Elle représente la compensation pour le risque supplémentaire pris.

Principales Incidences Négatives (PAI) : se réfèrent aux impacts négatifs des décisions d'investissement sur des facteurs de durabilité. Ces incidences sont évaluées et divulguées conformément au règlement SFDR pour assurer la transparence et la responsabilité des investisseurs.

Portage : consiste à conserver des titres obligataires en portefeuille pour profiter de leur rendement, éventuellement jusqu'à leur échéance.

Récession : période de déclin économique significatif et généralisé qui dure généralement plusieurs mois. Elle se caractérise par une baisse du Produit Intérieur Brut (PIB).

Rendement à maturité (« Yield to Maturity » ou YTM) : rendement total qu'un investisseur peut anticiper s'il détient une obligation jusqu'à son échéance. Il prend en compte tous les paiements d'intérêts futurs ainsi que le gain ou la perte en capital par rapport au prix d'achat de l'obligation.

Rendement au pire (« Yield to Worst ») : c'est le taux de rendement le plus bas qu'un investisseur peut obtenir sur une obligation, en supposant que l'émetteur ne fasse pas défaut.

Risque de taux d'intérêt : possibilité que les variations des taux d'intérêt affectent négativement la valeur d'un investissement, en particulier les obligations. Le risque de crédit, quant à lui, est la possibilité qu'un emprunteur ne puisse pas rembourser ses dettes, ce qui peut entraîner des pertes pour les investisseurs.

Taux sans risque : c'est le taux de rendement attendu d'un investissement considéré comme étant sans risque de défaut. En général, il s'agit du rendement des obligations d'État à court terme, comme les bons du Trésor américain, car ils sont soutenus par la pleine foi et le crédit du gouvernement. Ce taux sert souvent de référence pour évaluer la performance d'autres investissements.

Information importante

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 à la situation 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 tout investissement dans les fonds présentés dans cette communication publicitaire, 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. Les fonds présentés dans cette communication publicitaire peuvent ne pas être enregistrés dans toutes les juridictions. Les fonds peuvent faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou dans certains pays en vertu des réglementations nationales applicables à ces personnes ou dans ces pays. La valeur d'un investissement sur les marchés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, et peut varier en raison des variations des taux de change. En fonction de la situation économique et des risques de marché, aucune garantie n'est donnée sur le fait que les produits ou services présentés puissent atteindre leurs objectifs d'investissement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le Document d'Information Clé (DIC) et le prospectus sont proposés aux souscripteurs préalablement à la souscription et remis à la souscription ; ces éléments, ainsi que les derniers états financiers disponibles, sont à la disposition du public sur simple demande, auprès d'Ofi Invest Asset Management. Ofi Invest AM peut décider de mettre fin aux dispositions relatives à la commercialisation du fonds, conformément à la directive 2009/65/EC, et au règlement 2019/1156 du parlement européen et du conseil. Les informations concernant le droit des investisseurs ainsi que les mécanismes de recours collectif aux niveaux national et de l'UE en cas de litige sont respectivement disponibles ici : https://www.ofi-invest-am.com/pdf/ofi-invest-AM_droits-des-investisseurs.pdf et ici : <https://www.ofi-invest-am.com/fr/informations-reglementaires>.
FA25/0428/11022026

Ofi Invest Asset Management • 22, rue Vernier 75017 Paris • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342
Agrément AMF n° GP 92012 • S.A. à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros • APE 6630 Z • FR 51384940342



Retrouvez les publications sur notre site
www.ofi-invest-am.com



Imprimé sur papier issu de forêts gérées durablement