

2 Euro HY : une classe d'actifs incontournable dans un environnement de taux bas

VALENTINE AINOZ, *Stratégie et Recherche Économique*
MARINA COHEN, *Responsable Gestion Obligation Haut Rendement*

La performance du HY Euro enregistrée au cours des derniers mois a été remarquable. L'indice HY Euro s'est resserré de 157pb en 2016 et de 48pb depuis le début de l'année. Dans ce contexte, pourquoi est-il toujours intéressant de se positionner sur le HY ? Pour répondre à cette question nous regarderons les facteurs techniques, les fondamentaux et la valorisation de ce marché.

L'environnement économique demeure favorable aux marchés du crédit

Les données les plus récentes confirment notre scénario de reprise graduelle de la croissance économique dans la zone euro. L'indice PMI de l'activité globale qui mesure chaque mois l'activité du secteur privé a atteint un plus haut de près de 6 ans. Pour reprendre les mots de Mario Draghi : « Les risques entourant les perspectives de la zone euro sont aujourd'hui moins prononcés ».

En même temps, le message de la banque centrale est clair : « Une orientation très accommodante de la politique monétaire reste indispensable ». Cette position s'explique par l'absence de signe convaincant jusqu'à présent de remontée de l'inflation sous-jacente. La lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles et les besoins d'ajustement des bilans freinent également la croissance économique dans certains pays de la zone euro en particulier l'Italie.

La politique monétaire accommodante menée par la BCE est un soutien important pour les marchés du crédit :

- Le supplément de rendement offert par la dette d'entreprise est intéressant pour l'investisseur dans un environnement de taux bas.
- La BCE via son programme d'achat d'obligation d'entreprise le CSPP est un acteur important du marché Euro *Investment Grade*.

> La BCE est un acteur majeur du marché de la dette d'entreprise libellée en Euro

Le programme de rachat de dette d'entreprise par la BCE (CSPP, *Corporate Sector Purchase Programme*) a été annoncé en mars 2016 et mise en place en juin dernier. L'efficacité de ce programme tient à plusieurs facteurs :

1. **Flexibilité** : la BCE ne donne pas de volume prédéfini pour ses achats mensuels. La banque centrale se garde une marge de manœuvre maximale pour ajuster ses achats en fonction de l'évolution des marchés.
2. **Taille** : les achats sont nettement supérieurs aux attentes du marché. Le montant moyen des achats hebdomadaires effectués depuis le début du programme est d'environ 1,8 Md d'euros. Si ce taux reste stable, la BCE devrait avoir près de 17 % de l'univers éligible d'ici la fin de 2017.
3. **Largeur** : la BCE intervient sur le marché IG mais aussi sur le marché du HY. Les émetteurs HY qui ont une note IG sont éligibles.
4. **Profondeur** : les achats de la BCE couvrent l'ensemble des secteurs sauf les banques.

Les facteurs techniques du marché du High Yield Euro restent très convenables

Les flux nets enregistrés par le HY Euro au cours des douze derniers mois ont été légèrement négatifs, d'après les données publiées par l'EPFR. Attention, ces chiffres ne comprennent pas les achats de titres pour les fonds non-dédiés au High Yield. Nombreux sont, en effet, les gérants *Investment Grade* qui pour renforcer la rentabilité de leurs fonds constituent des poches

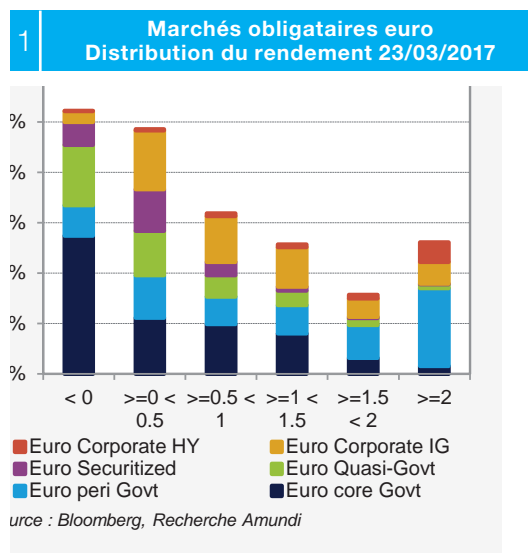
L'essentiel

La performance du High Yield Euro enregistrée au cours des derniers mois a été remarquable. L'indice HY Euro s'est resserré de 157pb en 2016 et de 48pb depuis le début de l'année. Dans ce contexte, pourquoi est-il toujours intéressant de se positionner sur le HY Euro ?

- Les facteurs techniques sont corrects.
- Les fondamentaux des émetteurs demeurent favorables à l'investisseur obligataire. Le taux de défaut du segment high yield a reculé ces dernières années pour toucher un point bas historique à 2 %. Nous sommes au cœur d'un cercle vertueux : 1) la forte demande pour le crédit aide les émetteurs à refinancer facilement leur dette et à allonger la maturité moyenne de leur dette 2) les taux d'emprunt historiquement bas permettent également de réduire fortement les coûts d'emprunt.
- Le High Yield Euro offre, dans un environnement de taux bas, des stratégies de portage intéressantes.



Le High Yield est intéressant dans le cadre d'une stratégie de portage



Mai 2017

de titres High Yield. La recherche de rendement généré par l'environnement de taux bas continue d'offrir un support technique important. De plus, ces flux doivent être mis en perspective avec l'évolution des encours de dette High Yield.

Le volume net de nouvelles émissions a été négatif en 2016. Les encours du marché du High Yield Euro ont baissé de 7 % en 2016 après une forte croissance sur la période 2009-2015. Ce mouvement peut s'expliquer par :

- La préférence des entreprises pour le marché du loan où les refinancements se réalisent plutôt à l'avantage des emprunteurs avec un relâchement des clauses protectrices. L'activité sur le marché du loan s'est accélérée en 2016 aux dépens du marché obligataire.
- Le faible nombre d'opérations de fusions acquisitions qui sont généralement un bon facteur de croissance pour les levées de dette risquées.

Nous pensons que ces tendances devraient perdurer en 2017. Par conséquent, l'offre limitée de papier restera un facteur positif de soutien de la valorisation du marché High Yield Euro.

Les fondamentaux des émetteurs High Yield Euro sont stables

Les entreprises européennes se situent au début du cycle d'expansion. La hausse du levier d'endettement des émetteurs en catégorie spéculative est restée contenue pour les émetteurs notés BB. Le levier d'endettement des entreprises de catégories B est resté stable en 2016, après une hausse en 2015 qui s'explique par une baisse des profits dans les secteurs liés à l'énergie. L'environnement de croissance molle n'a pas incité les entreprises européennes à s'endetter lourdement. Les entreprises restent prudentes et ont davantage recours au marché pour refinancer de la dette existante, que pour financer des acquisitions ou des nouveaux investissements. Les entreprises visent davantage à réduire leur coût de financement, contribuant de ce fait à diminuer le risque de défaut. Les montants de dette levés pour financer des opérations de LBO restent limités par rapport à des moyennes historiques. Les opérations de fusions et acquisitions demeurent peu nombreuses et sont surtout financées sur le marché du loan.

En même temps, les entreprises américaines approchent de la fin du cycle d'expansion. Les leviers d'endettement des entreprises américaines de l'univers IG et HY ont considérablement augmenté ces dernières années. Les émetteurs ont levé des montants records sur les marchés financiers pour financer principalement des activités de fusions et acquisitions et des opérations de rachats d'actions. Les dépenses d'investissement sont globalement restées atones. Notons que la taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehmann.

Le taux de défaut du segment high yield a reculé ces dernières années pour toucher un point bas historique à 2 %. Le principal risque associé aux obligations du High Yield est le risque de défaut et nous sommes au cœur d'un cercle vertueux : 1) la forte demande pour le crédit aide les émetteurs à refinancer facilement leur dette et à allonger la maturité moyenne de leur dette 2) les taux d'emprunt historiquement bas permettent également de réduire fortement les coûts d'emprunt. Moody's anticipe que cette tendance perdure et que le taux de défaut des émetteurs Euro HY se maintienne à 2 % en 2017 et en 2018.

> La structure du marché HY est plus défensive en Europe qu'aux États-Unis

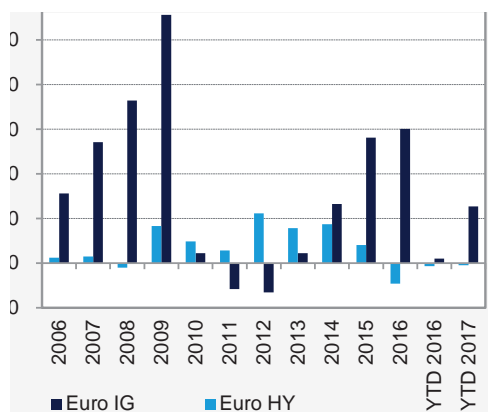
- Le marché américain du haut rendement est plus important en termes de volume. Le marché du HY US pèse 1 300 Mds USD. Le marché HY euro pèse 300 Mds €.
- 66 % des obligations sont notées BB contre seulement 46 % aux États-Unis. Les émissions notées CCC totalisent 6 % de l'univers européen contre 14 % outre-Atlantique.
- Aux États-Unis, le marché du haut rendement est dominé par des entreprises du secteur des communications (18 %), suivie de celui de l'énergie (14 %). En Europe, la classe d'actifs présente l'avantage d'être très diversifiée en termes sectoriels.



Le levier d'endettement des entreprises notées BB est resté très stable ces dernières années



2 Taille du marché HY Euro (variation de la valeur faciale en Mds €)



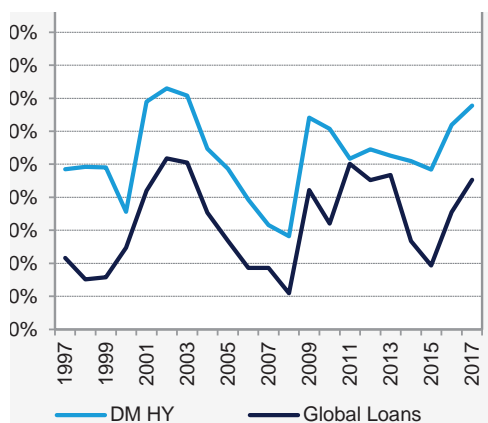
Source: Bloomberg, Recherche Amundi



La politique monétaire restera accommodante dans la zone euro et contribuera à maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas



3 Marché primaire : part du refinancement dans le volume total de nouvelles émissions



Source: Bloomberg, Recherche Amundi

Mai 2017

Le HY euro est une classe d'actifs incontournable dans un environnement de taux bas

Stratégie de portage. Le potentiel de resserrement des spreads est limité. Le spread de l'indice HY euro s'est considérablement resserré de 150pb depuis l'annonce du CSPP pour atteindre 323pb début mai 2017. Il se situe maintenant au-dessous du niveau médian enregistré sur la période 2011-2016 (447pb) mais au-dessus du point bas atteint en juin 2014 (298pb). Nous n'anticipons pas à ce niveau de resserrement significatif des spreads mais dans un environnement de taux bas le HY Euro offre des stratégies de portages intéressantes.

Protection en cas de remontée (modérée) de l'inflation et des taux d'intérêt.

Un positionnement sur les titres du High Yield nous semble particulièrement pertinent dans un contexte de remontée (très graduelle) des taux. Dans l'univers du HY, on constate généralement une corrélation négative entre la performance des bons du trésor et celle des obligations High Yield. Ceci s'explique par le fait que

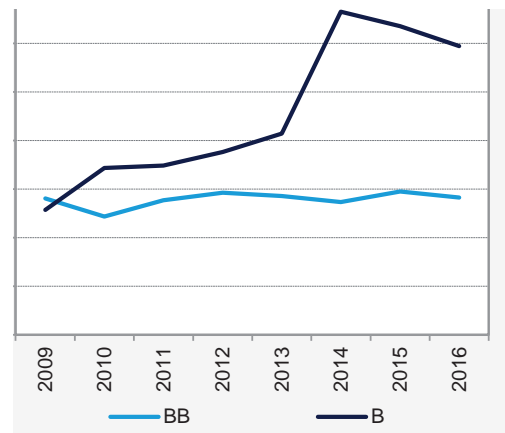
- Le spread offert par les titres HY constitue un coussin de protection contre une remontée (modérée) des taux sans risque.
- Le comportement des actions et celui des obligations high Yield sont proches durant les phases de hausse des taux d'intérêt. Une croissance économique modérée contribue à l'amélioration des fondamentaux des entreprises et donc au resserrement des spreads.

Nous pensons que le marché du haut rendement européen offre un couple rendement/risque intéressant dans un univers de taux bas et où les fondamentaux des entreprises sont stables. Nous pensons que le potentiel de resserrement des spreads est limité : l'investisseur doit favoriser des opérations de portage. Quels sont les risques liés à cette stratégie :

- 4. Une récession.** Les performances du High Yield seraient sanctionnées par une hausse de l'aversion au risque et une détérioration des fondamentaux des entreprises.
- 5. Une accélération de la croissance et de l'inflation dans la zone euro.** Le High Yield serait pénalisé par la remontée brutale des taux, le positionnement massif des investisseurs sur les actions, l'arrêt du programme de rachat d'actifs de la BCE, un comportement plus agressif des entreprises avec à la clé un durcissement des conditions de financement et une hausse du taux de défaut du marché HY Euro.

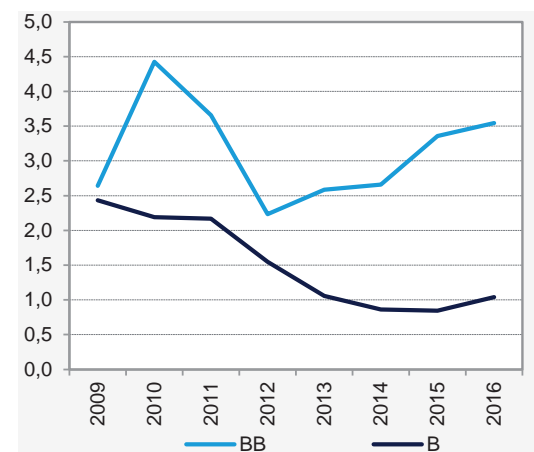
Tant que nous n'envisageons pas un de ces deux scénarios le HY euro reste une classe d'actifs attrayante.

4 Euro HY – Levier d'endettement (Net debt to Ebitda)



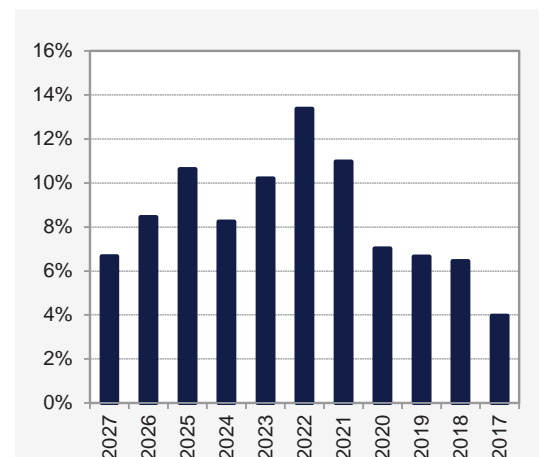
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

5 Euro HY – Interest Coverage Ratio (EBIT to Interest Expense)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

6 Emetteurs européens du HY Euro Répartition de la dette (en % de la dette totale)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi



Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI — *Recherche Quantitative*
- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst - ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

- #8 — **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 — **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 — **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 — **Dette publique française: liquide et sûre**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 — **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 — **Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 — **Économie française: un état des lieux**
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 — **Élections françaises_ État des lieux et décryptage**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - Essentials