

Le High Yield européen, une classe d'actif diversifiante

Par :

- **Karine Petitjean**, gérante OPC Crédit chez Aviva Investors France
- **Antoine Chopinaud**, gérant OPC Crédit Haut Rendement chez Aviva Investors France

Juin 2022



Les obligations européennes à haut rendement peuvent renforcer la diversification d'un portefeuille mais également réduire la sensibilité d'une poche obligataire à la remontée des taux. Après un début d'année difficile, la classe d'actifs affiche des valorisations et un portage qui nous semblent entrer dans une zone d'attractivité, sous réserve de faire preuve de sélectivité.

Analyse de Karine Petitjean et Antoine Chopinaud, gérants crédit euro chez Aviva Investors France.

[Le marché du High Yield européen a connu un début d'année difficile...](#)

Après avoir progressé de près de 3% en 2020, puis de plus de 4% en 2021, le marché du crédit à haut rendement¹ européen s'affiche effectivement en net repli sur les 6 premiers mois de l'année avec un recul de 12% pour l'indice Bloomberg Barclays Pan European High Yield en euro (au 21 juin 2022). Les obligations à haut rendement en euros n'ont pas été épargnées par le retour de l'aversion au risque et de la volatilité² dans un environnement caractérisé par une inflation élevée et persistante, le déclenchement de la guerre en Ukraine et ses conséquences sur la croissance en Europe et, plus généralement, les inquiétudes sur les perspectives de reprise économique mondiale face aux resserrements monétaires, actés ou à venir, des deux côtés de l'Atlantique, mais

également du fait des reconfinements en Chine. En conséquence, les spreads de crédit³ sur la classe d'actifs se sont sensiblement écartés, de 230 pbs sur les 6 premiers mois de l'année (au 21 juin 2022). Mais avec une durée⁴ moyenne de 3,5 années, les obligations à haut rendement en euros sont traditionnellement moins sensibles aux mouvements de remontée des taux au sein de la classe d'actifs. Elles ont donc été moins pénalisées que les obligations Corporate Investment Grade¹ en euros, dont la durée moyenne est de 4,8 années, mais également que les obligations High Yield américaines, dont la durée moyenne est de 4,5 années.

Quelles sont les perspectives pour les prochains mois ?

La visibilité reste faible et la prudence est toujours de mise. Néanmoins, après cette forte correction, la classe d'actifs présente des valorisations et un potentiel de rendement que nous jugeons relativement attractifs. Au 21 juin, le portage sur les obligations à haut rendement en euros était de 7,2%, ce qui permet selon nous de compenser une potentielle poursuite de la remontée des taux et un éventuel nouvel écartement des spreads compte tenu des mouvements déjà observés. A 530 points de base fin juin, les spreads sur le crédit High yield en euros sont historiquement très élevés et correspondent aux écarts constatés lors de phases de stress de marchés extrêmes comme en 2008 ou en mars 2020. Or, les fondamentaux des entreprises restent plus solides aujourd'hui qu'ils ne l'étaient lors du déclenchement de ces deux crises.

Si le marché primaire est atone depuis le début de l'année, la reprise attendue des émissions devrait également apporter des opportunités d'investissement. Il faut néanmoins faire preuve d'une grande sélectivité en privilégiant des émetteurs aux fondamentaux solides et des maturités permettant de limiter le risque de taux. Une fermeture prolongée du marché primaire en raison des mauvaises conditions de marché pourrait toutefois faire peser des risques importants sur les entreprises les plus endettées dépendantes du marché pour se refinancer.

Qu'en est-il plus précisément des fondamentaux des entreprises ?

Depuis le début de l'année, la classe d'actifs évolue essentiellement au gré des données macro-économiques et du risque géopolitique. Mais traditionnellement, les obligations à haut rendement sont très sensibles à la dégradation ou à l'amélioration de la qualité de crédit des entreprises avec une attention toute particulière sur les taux de défaut. Selon Moody's, le High yield euro bénéficie d'un taux de défaut bas à seulement 1,7 % sur les 12 derniers mois. Sur 2022, l'agence de notation a revu à la hausse son estimation avec un taux de défaut de 2,5%. Mais cela resterait malgré tout proche des plus bas historiques. Les entreprises composant le gisement européen ont bien évidemment été soutenues durant la pandémie de Covid par les aides gouvernementales et les plans de relance, de sorte que les taux de défaut sont restés très bas.

Le record d'émissions réalisé l'an dernier, avec un total de 121 milliards d'euros, a également permis à de nombreux émetteurs de sécuriser leurs refinancements avec en moyenne un recul des taux d'endettement. Mi-2022, les entreprises de la catégorie High yield euro présentent des niveaux de liquidités jugés satisfaisants. S'agissant des résultats des entreprises au premier trimestre, ils ont globalement été de bonne qualité et souvent supérieurs aux attentes. Mais, les dirigeants font preuve de prudence sur les perspectives. La flambée persistante des prix des matières premières et les pressions à la baisse sur le pouvoir d'achat des ménages pourraient venir peser sur les marges. Par ailleurs, les problèmes d'approvisionnement persistent sur de nombreuses chaînes de production. La visibilité est donc plus faible sur le second semestre, notamment pour les secteurs les plus cycliques.

Comment le gisement a-t-il évolué depuis la crise de la Covid ?

Après un marché primaire record l'an dernier, le gisement du High yield en euros a progressé de 14% à 490 milliards d'euros, avec 363 émetteurs fin 2021. La qualité du gisement retrouve ses niveaux d'avant pandémie avec 63% d'émetteurs notés BB, 25% notés B et 7% notés CCC⁵. Le gisement s'est par ailleurs enrichi avec des émetteurs notés traditionnellement Investment grade avant la crise Covid, notamment dans les secteurs de la technologie et de l'automobile.

Ces « anges déchus », qui peuvent potentiellement devenir des « étoiles montantes », renforcent la diversification et la profondeur du gisement européen. Enfin, le High yield européen présente un profil plus défensif avec, comme nous le précisons précédemment, une durée⁴ moyenne inférieure à celle du gisement américain.

Quel est l'intérêt de la classe d'actifs dans un portefeuille diversifié ?

Historiquement, le profil rendement-risque des obligations à haut rendement se situe entre celui du crédit Investment grade et celui des actions, et apporte donc de la diversification au sein d'un portefeuille multi-actifs.

La durée du gisement, notamment européen, étant inférieure à celle du crédit Investment grade et des obligations souveraines, en raison des rendements supérieurs et de maturités plus courtes, la classe d'actifs permet aussi de réduire l'exposition d'une poche obligataire à l'évolution des taux d'intérêt et de l'inflation.

C'est évidemment intéressant dans un contexte de remontée des taux avec des spreads³ qui agissent comme amortisseurs. Même si les obligations High yield sont en moyenne moins volatiles² que les actions, elles sont sensibles aux cycles économiques et aux risques spécifiques d'un secteur et/ou d'une entreprise. Les investisseurs doivent donc se préparer à tolérer un certain niveau de risque et s'attacher à privilégier une exposition très diversifiée sur la classe d'actifs.

L'univers du High Yield européen permet-il de déployer une stratégie d'investissement responsable ?

Le gisement s'enrichit progressivement d'émissions dites « durables », notamment sous format « green bonds »⁶ et « sustainable linked bonds »⁷. Si ces obligations ne représentent encore que 7,5% du gisement, elles devraient continuer à l'enrichir à la faveur des obligations réglementaires qui s'imposent aux émetteurs en matière de croissance durable et de financements des enjeux environnementaux et sociaux, mais également pour répondre à la demande des investisseurs.

L'enjeu de la couverture ESG (Environnement, Social et Gouvernance) des émetteurs est également crucial. L'analyse extra-financière permet d'apprécier la qualité des managements et les objectifs en termes de trajectoire climatique mais également de mieux aborder le risque de défaut des émetteurs. Aujourd'hui, de l'ordre du quart de l'univers n'est pas couvert par les agences de notation extra-financières traditionnelles. Certaines sociétés de recherche indépendantes commencent toutefois à faire de l'analyse crédit ESG centrée sur le haut rendement, ce qui permet progressivement d'améliorer la couverture de l'univers et de combiner analyse crédit et analyse extra-financière pour une sélection plus rigoureuse des émissions.

Achévé de rédiger le 21 juin 2022.

Références

¹Les obligations spéculatives à « Haut rendement », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » (notées de AAA à BBB- selon Standard & Poor's et Fitch) 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.

²La 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.

³Le "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'Etat de référence).

⁴La durée correspond à la durée de vie moyenne pondérée d'une obligation ou d'un portefeuille d'obligations exprimée en années.

⁵Source Bloomberg

⁶Obligation verte (« green bond ») : tout type d'instrument obligataire structuré sur le modèle « use of proceeds » c'est à dire dont le produit est exclusivement utilisé pour financer ou refinancer des projets identifiés ayant un bénéfice environnemental.

⁷Obligation durable (« sustainable bond ») : tout type d'instrument obligataire structuré sur le modèle « use of proceeds » et dont le produit est exclusivement utilisé pour financer ou refinancer des projets ayant un bénéfice environnemental et un impact social positif.

Contacts presse

Marion Duchêne

marion.duchene@shan.fr

Tél : + 33 (0)6 46 47 09 79

Claire Hilbert

claire.hilbert@shan.fr

Tél : +33 (0)6 15 80 91 30

INFORMATION IMPORTANTE :

Cette communication publicitaire est établie par Abeille Asset Management, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est situé au 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229. Le 22 novembre 2021, Aviva Investors France change de nom et devient Abeille Asset Management. Ce changement de dénomination sociale s'inscrit dans le cadre de l'intégration des entités du groupe Aviva à Aéma Groupe à la suite de la cession des activités françaises du groupe Aviva Plc à Aéma Groupe en date du 30 septembre 2021. Abeille Asset Management n'appartenant plus au groupe Aviva plc, elle ne saurait être tenue responsable des publications effectuées par Aviva Plc et ses filiales sur le territoire français.

Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Abeille 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'Abeille 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 Abeille 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. Abeille 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.

FA22/0142/21062023