



## Crossover - S'affranchir de la barrière des ratings

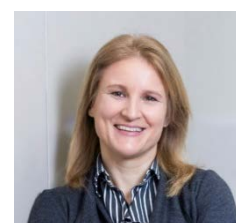
Septembre 2018

### *Vise des performances stables dans la plupart des conditions de marché*

Les investisseurs restent actuellement pénalisés par la faiblesse des rendements de la dette Investment Grade, tant sur le segment de la dette d'entreprise que sur celui des émissions souveraines (Graph. 1).

Les investisseurs disposant de plus de flexibilité pour améliorer leur rendement ont tout intérêt à s'intéresser aux stratégies crossover.

Le segment crossover chevauche la ligne entre les titres notés investment grade et ceux notés high yield.



Tatjana Greil-Castro, Ph.D  
Gérant de portefeuille

Tatjana bénéficie de 19 années d'expérience dans le secteur des obligations d'entreprises et a rejoint Muzinich en 2007. Elle a rejoint Muzinich depuis Metlife Investments, où elle a occupé le poste de Directrice adjointe de la division haut rendement. Auparavant, elle a travaillé en qualité de gérante de portefeuille senior au sein de l'équipe high yield européenne de Fortis Investments, et également en qualité de gérante et analystes crédit chez Legal & General Investment Management. Elle est titulaire d'un Ph.D. de la London School of Economics, d'un Master de la Kiel Institute of World Economics en Allemagne ainsi que d'une licence et d'un Master (M.Sc./B.S.) en sciences économiques de l'Université de Vienne.

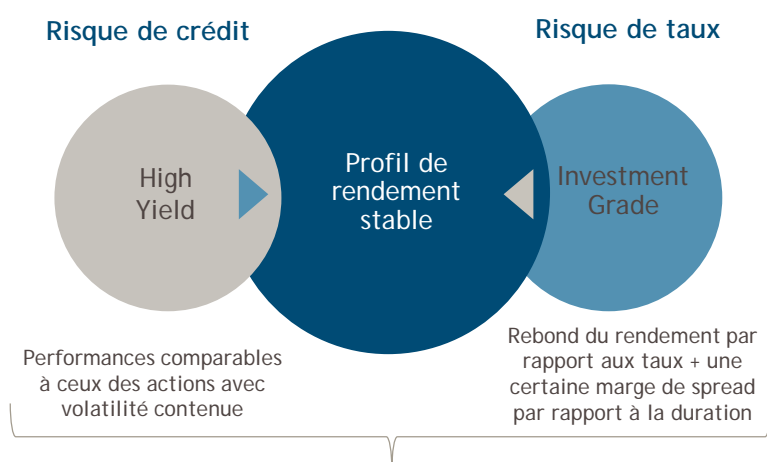
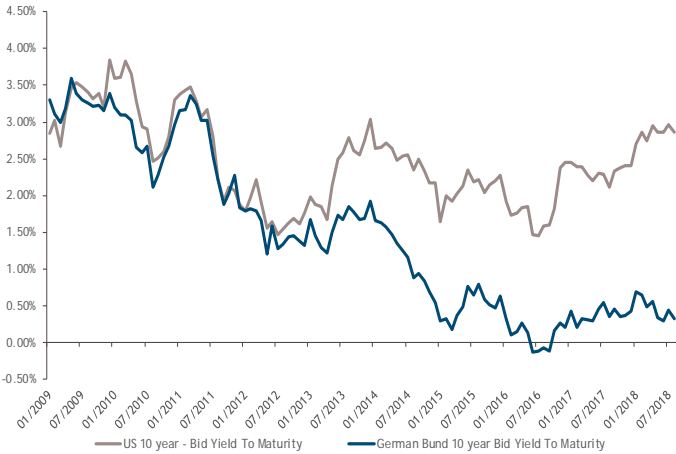


Fig. 1 - Les rendements des obligations gouvernementales core



Source : Bloomberg, as of 31 août 2018.

Nous estimons que la combinaison d'obligations high yield et investment grade dans un portefeuille peut accroître significativement le rendement et générer des performances plus élevées sur un cycle de crédit entier, tout en atténuant la volatilité (Graph. 2, 3 et 4). performance.

Toutefois, compte tenu du risque accru associé aux titres high yield, nous pensons que les investisseurs doivent procéder à une analyse crédit approfondie et s'assurer de la capacité des émetteurs à générer des flux de trésorerie suffisants pour honorer le service de leur dette et éviter un défaut. Il est primordial d'éviter les investissements spéculatifs.

Sur le high yield, la durée de détention d'une obligation est un facteur important pour obtenir un rendement supplémentaire. En conservant une obligation high yield « callable » jusqu'à sa date de remboursement anticipé (call) un investisseur peut bénéficier du rendement courant, qui est bien plus élevé en valeur que le rendement au pire (yield-to-worst), et qui constitue ainsi une source additionnelle de performance.

En ce qui concerne les obligations in fine (ou obligations « bullet »), un investisseur peut aussi bénéficier de l'effet « roll down », autre source de performance additionnelle qui provient de l'évolution du prix de l'obligation à mesure que le temps passe.

Contribuant à la performance totale, le « roll down » est généré lorsqu'une obligation est achetée dans un environnement de courbe de taux pentue. A mesure que l'obligation se rapproche de sa maturité, par exemple lorsque la maturité du titre passe de trois à deux ans, le roll down contribue à la performance totale de l'obligation, qui peut être plus élevée que la seule performance générée par le rendement annualisé d'une obligation sur toute sa durée de vie.

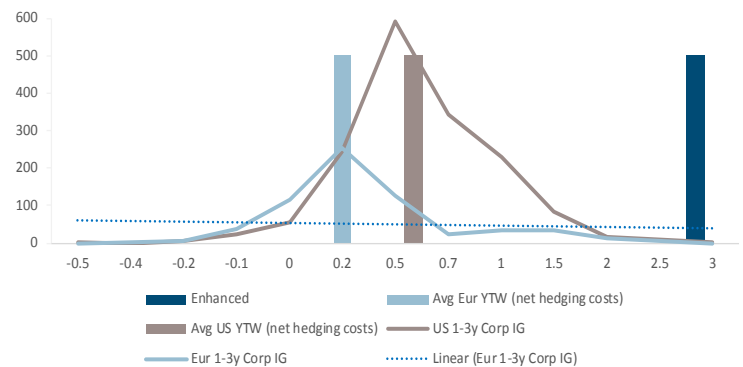
Les taux se trouvant dans un environnement plus agressif (« hawkish »), une stratégie « crossover » peut également protéger l'investisseur contre le risque de duration. Les obligations d'entreprise high yield sont moins sensibles à la hausse des taux d'intérêt et sont donc très peu corrélées aux emprunts d'État et aux obligations investment grade.

Aussi, inclure des obligations high yield dans un portefeuille investment grade peut être source de diversification dans un contexte de hausse des taux.

L'univers des obligations crossover a sensiblement augmenté au cours des 10 dernières années (Graph. 6). En 2007, il existait 2 364 obligations d'entreprises notées B et BB. Aujourd'hui, on en dénombre près de 3000. La tendance est plus marquée sur le segment des émissions BBB, qui sont passées de 2 265 à plus de 7000\*. Ceci offre aux investisseurs un grand gisement d'opportunités très diversifiées, en termes sectoriels, géographiques et de notations.

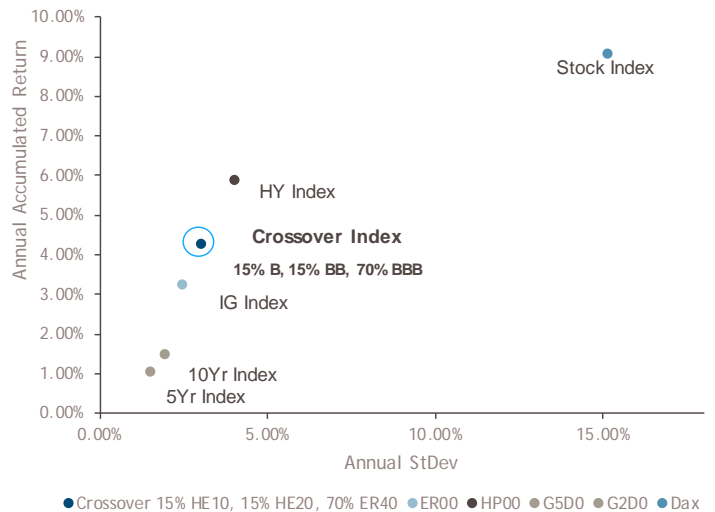
Toutefois, dans un tel univers, comment un gérant parvient-il à sélectionner les obligations d'entreprise les plus à même de générer des performances ajustées du risques attractives ?

Fig. 2 - Des rendements plus élevés



Source : BofA Merrill Lynch, Bloomberg, Muzinich & Co. au 4 septembre 2018.

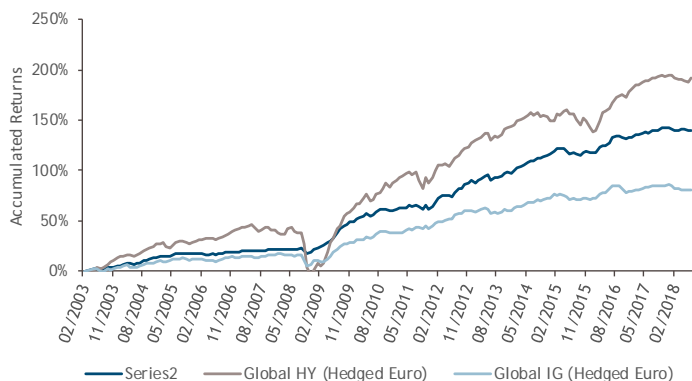
Fig. 3 - Rendement risque historique des obligations crossover sur 7 ans



Source : Bloomberg & BofA Merrill Lynch. Données au 30 juin 2017. Le crossover Index inclut 70% d'Euro Corp BBB (ER40) et 30% d'Euro Corp BB (HE10). L'Euro investment grade (ER00), l'Euro high yield (HP00), l'index German Fed government 1-10 ans (G2D0), l'index German Fed government 3-5 ans index (G2D0) et l'indice Deutsche Boerse AG German Stock (DAX). La Duration-to-worst de tous les indices est en moyenne de 4.2%. La performance passée n'est pas une indication de rendements futurs.

\*Source : BofA Merrill Lynch GI00 Index, au 31 décembre 2017

Fig. 4 - Des performances plus élevées que l'investissement grade avec une volatilité comparable



Source : Muzinich & Co, Bloomberg, BofA Merrill Lynch, au 31 juillet 2018. La performance passée n'est pas une indication de rendements futurs. La stratégie crossover est représentée par le fonds Muzinich Enhancedyield Short-Term Fund. Lancé le 26 novembre 2003.

Fig. 5 - Une plus faible corrélation avec les emprunts d'Etat

	Crossover Index	Global HY	Global IG	German Government 1-10 Year	10-Year US Treasury
Crossover Index	1.00				
Global HY	0.97	1.00			
Global IG	0.67	0.58	1.00		
German Government 1-10 Year	-0.12	-0.21	0.48	1.00	
10-Year US Treasury	-0.06	-0.19	0.59	0.75	1.00

Source : BofA Merrill Lynch, Bloomberg, Global HY - HWOC, Global IG - GOBC, German Government - G5D0 (hedged to USD), US Treasury - GA10. Note: Crossover Index is a representative account comprised 50% C0A4 & 50% H0A1. As of 31 August 2018. Source: BofA Merrill Lynch, Bloomberg, Global HY - HWOC, Global IG - GOBC, German Government - G5D0 (couvert aux USD), US Treasury - GA10. Note : L'index Crossover est un compte représentatif comprenant 50% C0A4 et 50% de H0A1. Au 31 août 2018.

Nous estimons qu'il y a deux éléments clefs pour gérer avec succès une stratégie crossover : la sélection des crédits et l'allocation d'actifs.

Selon nous, la sélection des émissions est primordiale pour générer des performances attractives. Un investisseur doit comprendre les caractéristiques des titres d'investissement pour en extraire le plus de valeur.

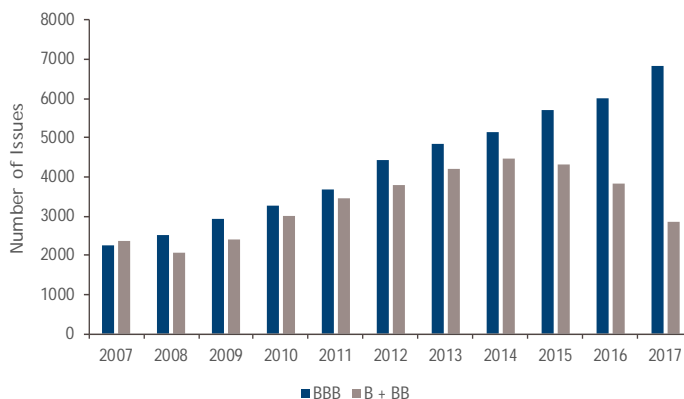
Si l'analyse fondamentale et la recherche bottom-up sont des prérequis évidents pour les obligations high yield, nous pensons qu'elles le sont tout autant sur le segment investment grade.

En excluant les segments du marché offrant les rendements les plus faibles - à savoir les très nombreux titres bien connus et surachetés ainsi que ceux ciblés par le programme d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE) - il est possible d'obtenir un rendement moyen plus élevé que celui du reste de l'univers. Nous sommes convaincus que les obligations d'entreprises moins connues peuvent offrir des perspectives de rendement-risque plus intéressantes.

En outre, pour les investisseurs non contraints et disposant des ressources nécessaires, il existe des opportunités d'accroître davantage les rendements en s'intéressant aux obligations d'entreprises non notées ou à celles dont les notations ne reflètent pas correctement les fondamentaux.

Dans certains cas, de plus petites entreprises peuvent ne pas avoir de rating car elles n'ont pas les moyens de faire face aux coûts d'une notation, tout en étant aussi trop petites pour être intégrées dans les indices.

Fig. 6 - Un large ensemble d'opportunités



Source : BofA Merrill Lynch, Bloomberg, au 31 décembre 2017. GI00 - BofA Merrill Lynch Global Corporate Broad Corporate & High Yield Index.

D'autres peuvent estimer que le coût d'une notation n'est pas justifié étant donné que la taille de leur émission est trop petite pour être incluse dans un indice, ou bien ils pensent qu'ils peuvent obtenir un intérêt suffisant des investisseurs sans avoir une notation.

Ces opportunités peuvent sortir du radar des investisseurs qui manquent des ressources dédiées nécessaires pour réaliser leur propre évaluation des fondamentaux des entreprises.

L'allocation d'actifs est également une composante essentielle d'une stratégie crossover performante. Dans un univers global, les investisseurs doivent analyser les marchés américains, émergents et européens, à la fois sur les segments investment grade et high yield (voire sur les loans s'ils sont autorisés) pour déterminer l'allocation d'actifs la plus optimale par région et par sous-classe d'actifs.

La capacité à faire évoluer les allocations investment grade ou high yield permet d'assurer un bon positionnement du portefeuille dans un environnement de hausse ou de baisse des taux d'intérêt.

Une dégradation de la conjoncture économique ou une détérioration du sentiment général est favorable aux obligations investment grade car, dans ces scénarios, les taux baissent. L'inverse se vérifie avec les obligations high yield qui bénéficient de l'amélioration des fondamentaux économiques, compensant ainsi l'impact des hausses des taux.

## Conclusion

Le pire de la crise financière européenne semble être derrière nous et les banques centrales commencent à durcir leur discours. Le resserrement des politiques monétaires et la hausse des taux vont probablement se répercuter sur tous les actifs obligataires, émissions souveraines comme obligations d'entreprise, et les perspectives semblent incertaines.

Après une période favorable et haussière pour les obligations d'entreprise, qui a été salutaire pour les adeptes de la gestion passive, nous entrons dans une nouvelle ère qui devrait être favorable à l'approche des grands actifs.

Selon nous, un investisseur disposant des ressources et de l'expertise nécessaires pour procéder à une analyse crédit approfondie de toutes les obligations de son portefeuille, et qui dispose de flexibilité en termes d'allocation par rating, est susceptible de pouvoir fournir de meilleures performances ajustées du risque dans leur portefeuilles, ainsi qu'une protection à la baisse, quelles que soient les conditions de marché.

## Informations importantes

Le présent document a été produit à titre d'information uniquement et n'est pas destiné à constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'achat de titres ou d'autres instruments financiers. Les stratégies d'investissement et les thèmes abordés ici peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs, et ce, en fonction de leurs objectifs d'investissement et de leur situation financière spécifiques. Il revient aux investisseurs d'effectuer leur propre analyse et de consulter leurs propres conseillers juridiques, comptables, fiscaux et autres afin d'évaluer de façon indépendante le bien-fondé d'un investissement.

Les avis et opinions ci-inclus ne doivent en aucun cas être interprétés comme une quelconque offre d'achat ou de vente de tout produit d'investissement ou une incitation à investir et ne sont présentés qu'à titre d'information. Certains renseignements contenus dans le présent document constituent des « énoncés prospectifs » qui peuvent être identifiés par l'utilisation de termes prospectifs tels que « peut », « sera », « devrait », « s'attendre », « anticiper », « projeter », « estimer », « avoir l'intention », « continuer » ou « croire », ou les termes négatifs ou d'autres variantes de ces mêmes termes, ou une terminologie comparable. En raison de divers risques et diverses incertitudes, les véritables événements, résultats ou performances des titres, des investissements ou des stratégies dont il est question peuvent différer sensiblement de ceux qui sont reflétés ou envisagés dans ces énoncés prospectifs.

Rien dans le présent document ne peut être considéré comme une garantie, une promesse, une assurance ou une allégation quant à l'avenir.

La performance passée ne préjuge pas de la performance future. La valeur des investissements et du revenu tiré de ceux-ci peut varier à la hausse comme à la baisse et n'est pas garantie. Il n'est en aucun cas garanti que les investisseurs récupèrent l'intégralité du montant initialement investi. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre de possibles pertes. L'évolution du taux de change d'une devise peut avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou le revenu d'un investissement.

Toutes les informations contenues dans le présent document ne sont à jour qu'à la date indiquée et peuvent être rendues caduques par des événements de marché ultérieurs ou pour d'autres raisons. Rien dans le présent document n'est destiné à constituer un conseil en matière d'investissement, juridique, fiscal ou autre, et celui-ci ne doit pas non plus être utilisé pour prendre une décision d'investissement ou autre. Les opinions et les déclarations relatives aux tendances des marchés financiers, qui reposent sur les conditions de marché en vigueur, constituent notre jugement à la date du présent document, et peuvent être modifiées sans préavis. Les tendances de marché historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur des marchés.

Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich & Co. ou par une société affiliée à Muzinich & Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie.

Aucune partie du présent document ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit ou mentionnée dans une autre publication sans l'autorisation écrite expresse de Muzinich & Co.

Publié en Europe par Muzinich & Co. Ltd, société agréée et régulée par la Financial Conduct Authority FRN : 192261. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni.