



Un nouveau régime au sein du crédit européen

Juin 2018

Alors que la volatilité se renforce et que le rallye du marché touche à sa fin, comment les investisseurs peuvent-ils concilier la recherche de la maximisation de la performance avec la protection contre les drawdowns ?

L'environnement fondamental demeure selon nous porteur pour le *high yield* européen et les investisseurs devraient continuer de bénéficier d'un *carry* (portage) attractif. Les émetteurs *high yield* sont moins endettés, mieux notés et présentent des ratios de couverture plus élevés en moyenne que ces dernières années¹.

Pour autant, 2018 est en train de devenir une année de transition dans la mesure où le marché commence à envisager la suite après le *quantitative easing* (QE) de la BCE. La hausse des taux, la stagnation ou l'élargissement des spreads de crédit et l'accroissement de la volatilité redeviennent des caractéristiques des marchés du crédit.

Dans ce contexte, nous sommes convaincus que la gestion active et la sélection de titres vont à nouveau s'avérer décisives, et que les gérants vont avoir besoin de l'ensemble de la palette des instruments financiers à leur disposition pour assurer sans heurt la transition vers un nouveau régime.

Les mesures sans précédent prises par les Banques centrales ont eu un impact prononcé sur les actifs risqués au cours des deux dernières années. D'après nos observations sur le marché du crédit, la dispersion des spreads a été pratiquement effacée et l'approche *bottom-up* de la sélection de titres n'a pas nécessairement été récompensée.

1. Source : Deutsche Bank, Moody's, BofA Merrill Lynch, au 30 avril 2018.



Thomas Samson
Gérant du fonds

Thomas a rejoint Muzinich en 2004 et dispose de 19 années d'expérience de l'investissement. Avant de rejoindre Muzinich, Thomas a travaillé en qualité d'analyste chez Trafalgar Asset Managers, un hedge fund spécialisé dans la dette décotée. Auparavant, il a travaillé en qualité d'analyste financier chez GE Capital. Thomas est titulaire d'un Master en finance de la London Business School, de la certification CFA ainsi que d'un M.Sc. (équivalent Master) en finance d'entreprise de l'Institut d'Études Politiques de Paris.



Hugo Squire
Assistant Gérant & Trader

Hugo a rejoint Muzinich en 2013. Il a neuf ans d'expérience dans l'investissement et, avant de rejoindre Muzinich, il a travaillé dans la division des marchés de la Société Générale sur le desk de trading de crédit. Hugo a étudié la littérature anglaise et américaine à l'Université de Warwick et détient la certification CFA.

Alors que nous commençons à observer le lent processus de retrait de ces mesures exceptionnelles, il est selon nous inévitable que la dispersion des spreads augmente par rapport à des niveaux historiquement bas et que la sélection de titres de crédit devienne un facteur de différenciation significatif. Distinguer les bonnes obligations d'entreprises des mauvaises va à nouveau être le facteur déterminant des performances.

Graphique 1 - Retour de la dispersion des spreads

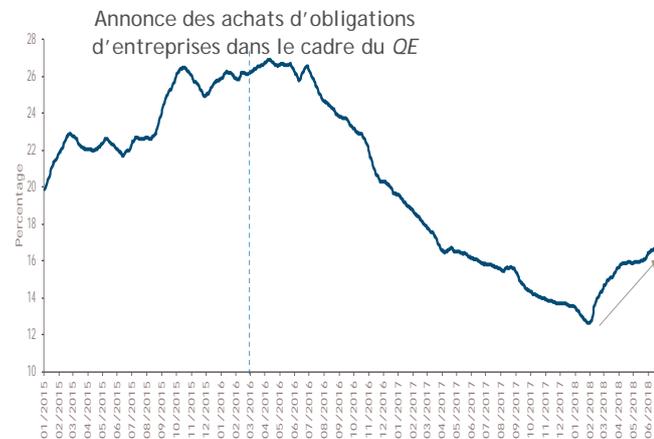


Source : indice BofA Merrill Lynch European HY (HE00), au 12 juin 2018.

Le graphique 1 montre que les spreads de la plupart des obligations s'établissaient à leur plus bas niveaux, au sein d'une fourchette étroite, à la fin du troisième trimestre 2017 (courbe grise). Nous observons désormais le début d'une normalisation avec des spreads qui tendent à refléter davantage des fondamentaux contrastés (courbe bleue foncée). Nous nous attendons maintenant à ce que les spreads soient plus en ligne avec les primes de risque intrinsèques des obligations d'entreprises, à l'instar de la situation antérieure au QE (courbe bleue claire).

De même, nous pensons que la réaction du marché aux épisodes de risque politique ou macroéconomique ne va plus être amortie par le soutien de la BCE. Il est donc probable que nous assistions à des phases de volatilité plus prolongées. D'ailleurs, nous pouvons déjà observer ces signes (Graphique 2).

Graphique 2 - La volatilité est appelée à se renforcer

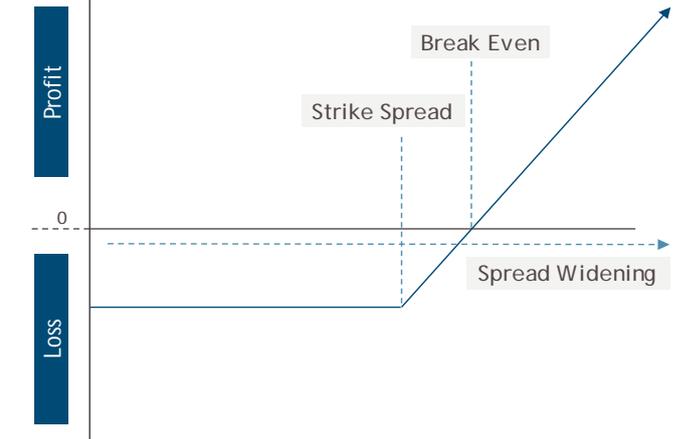


Source : Moyenne mobile sur 100 jours de l'indice VSTOXX. Points de vue et opinions de Muzinich & Co fournis à des fins d'illustration et de discussion uniquement. Il ne s'agit pas d'une offre d'achat ou de vente ou d'une invitation à réaliser un quelconque investissement. Au 11 juin 2018.

A mesure que la volatilité fait son retour sur les marchés, les stratégies d'investissement capables de mettre en place des couvertures stratégiques et tactiques pourraient offrir de meilleures performances ajustées du risque que les stratégies moins flexibles. Nous pensons que la mise en place d'une protection structurelle du portefeuille est judicieuse à cet égard et qu'une façon intéressante d'y parvenir est de recourir à des options sur le crédit (Graphique 3).

Aussi rassurante soit-elle, cette protection du portefeuille n'est toutefois pas sans coût et nous pensons qu'il est essentiel de trouver un moyen de la financer en évitant de trop amputer la performance du portefeuille.

Graphique 3 - Couverture dynamique grâce à des options en dehors de la monnaie sur des obligations d'entreprises



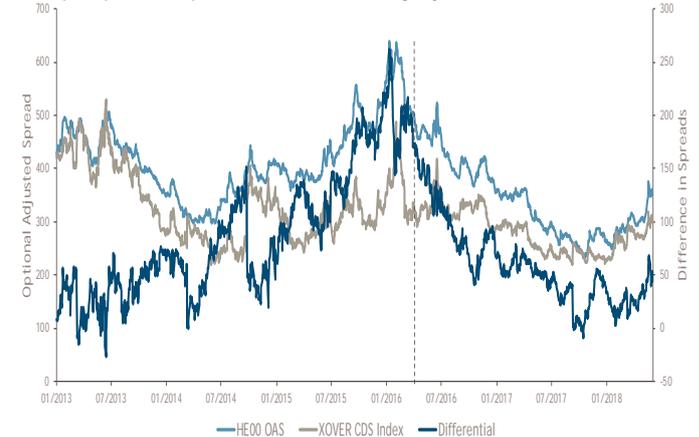
Source : Bloomberg et analyse Muzinich. A des fins d'illustration et de discussion uniquement. Il ne s'agit pas d'une offre d'achat ou de vente ou d'une invitation à réaliser un quelconque investissement.

Les investisseurs bénéficiant d'un mandat flexible et d'un accès à des instruments d'investissement autres que les obligations peuvent générer de l'alpha afin de compenser le coût de ces couvertures.

Un exemple de cette flexibilité pourrait être la capacité d'investir soit par le biais de credit default swaps (CDS), soit d'obligations.

Des produits dérivés tels que les CDS peuvent être utilisés de diverses façons afin d'améliorer les performances. Comme l'illustre le Graphique 4, les CDS sont historiquement bon marché par rapport aux obligations et choisir l'instrument offrant le meilleur potentiel de performance totale peut conduire à une génération d'alpha significative par rapport à une pure stratégie obligataire.

Graphique 4 - Spreads des titres high yield versus CDS



Source : Bloomberg et Bank of America Merrill Lynch. Données au 12 juin 2018. Indice ICE BofA European High Yield (HE00), indice XOVER CDS -Markit iTraxx European Crossover.

La faculté d'investir via des CDS est particulièrement intéressante sur le marché *high yield*, impacté par le poids des calls. Pour rappel, les calls ont une caractéristique commune à de nombreuses obligations *high yield* (70 % du marché - source : indice BofA Merrill Lynch (HE00), au 15 juin 2018).

Cela signifie que les obligations *high yield* ne peuvent pas participer pleinement à tout rallye de resserrement des spreads, puisque le call peut être exercée par l'émetteur de l'obligation, limitant ainsi l'appréciation du cours de l'obligation. En revanche, les CDS se comportent de la même manière que les obligations in fine et peuvent donc continuer de s'apprécier, ce qui lui confère une convexité supplémentaire (Graphique 5).

Graphique 5 - Les obligations in fine et les CDS peuvent offrir de meilleures possibilités d'appréciation des cours



Source : Bloomberg et analyse Muzinich. L'exemple ci-dessus est basé sur deux obligations ayant le même coupon (3 %), la même échéance (5 ans) ; l'une remboursable par anticipation à 103 à tout moment et l'autre à remboursement in fine. A des fins d'illustration et de discussion uniquement. Il ne s'agit pas d'une offre d'achat ou de vente ou d'une invitation à réaliser un quelconque investissement. Cet exemple ne saurait être interprété comme une recommandation d'investissement.

Une autre façon de créer de l'alpha est de chercher à générer des performances à partir de sources qui ne dépendent pas de l'orientation du marché. Nous pensons que les distorsions créées par le QE, comme par exemple les niveaux historiquement faibles de la dispersion des spreads, ont créé un environnement riche en opportunités pour les arbitragistes.

Selon nous, des corrélations anormalement étroites entre des obligations d'entreprises de différente qualité, ou des courbes de crédit clairement faussées, devraient commencer à se normaliser et être synonymes de gains pour ceux qui sont positionnés en vue d'exploiter ces anomalies.

Dans la mesure où le régime change et que le marché trouve un nouvel équilibre pour les actifs risqués sans le soutien du QE, nous pensons que les gérants de portefeuilles actifs utilisant les instruments décrits ci-dessus peuvent naviguer efficacement dans cette période de transition et qu'une exposition au *high yield* européen a toute sa place en tant que position stratégique au sein des portefeuilles des investisseurs.

Important Information

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. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue des prix et une liquidité réduite du marché.

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 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. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni.

Descriptions des indices de marché:

HE00 - L'indice ICE BofA ML Euro High Yield suit la performance de la dette d'entreprise de notation inférieure à la catégorie investment grade en euro et émise publiquement sur les marchés domestique de la zone euro ou sur le marché eurobonds. Les titres admissibles doivent avoir une notation inférieure à Investment Grade (moyenne basée sur Moody's, S&P et Fitch), au moins 18 mois jusqu'à l'échéance finale au moment de l'émission, au moins un an restant d'ici l'échéance finale, des coupons à taux fixe, et un montant minimum de 250 millions d'euros.

L'indice ITRAXX Europe CDS Crossover comprend les Credit Default Swap de 45 sociétés équipondérées. Les sociétés incluses dans l'indice sont basées en Europe et sont de notation inférieure à investment grade au moment de la création de l'indice.