

LES TABLES ROND DE FUNDS MAGAZINE

Quelles perspectives pour le high yield ?



Dans un contexte de taux bas, le high yield a permis aux investisseurs, ces dernières années, de trouver du rendement sur le marché obligataire. En parallèle, le gisement du marché s'est enrichi et les taux de défaut sont restés faibles.

Funds s'interroge sur le comportement de la classe d'actifs depuis le début de l'année.

- Comment a-t-elle réagi à la correction des marchés début février ?
- Le retour de la volatilité sur les marchés actions affectera-t-il la performance du high yield ?
- Que peut-on attendre en matière d'émissions sur le marché primaire ?
- La BCE va continuer à acheter des titres jusqu'en septembre. Que peut-il se passer ensuite ?
- Quels sont les facteurs de soutien de la classe d'actifs sur le moyen terme ?

LES INTERVENANTS



Fabien Vieillefosse,
gérant,
Cogefi Gestion



Benoit Soler,
responsable de la
gestion crédit,
Ellipsis AM



Nicolas Gouju,
gérant,
Groupama AM



Alain Krief,
responsable
global de la
gestion taux,
ODDO BHF AM



Frédéric Salomon,
responsable de la
gestion high yield,
Schelcher Prince
Gestion



Après une année 2017 positive en matière de performance, comment se comporte la classe d'actifs depuis le début de l'année, en particulier durant la phase de correction des marchés fin janvier/début février ?

Alain Krief

En 2017, la classe d'actifs a délivré la performance attendue. Toutefois, en fin d'année, les spreads de crédit étaient relativement serrés par rapport à l'historique. La prime de risque et les spreads serrés étaient justifiés par un environnement macroéconomique favorable et de bons résultats d'entreprise. En début d'année, nous avons été surpris par l'augmentation de la volatilité en raison d'un rattrapage sur les taux souverains, notamment aux Etats-Unis. Ce qui a déclenché des ventes forcées sur le marché actions américain à cause de certains produits structurés. Quand la volatilité augmente, l'incertitude aussi, et, automatiquement, les spreads du crédit et du high yield s'écartent, suscitant une certaine défiance à l'égard de la classe d'actifs. Les performances sont devenues négatives en février. Même si la marge de manœuvre en matière d'écartement des spreads est plus importante dans le high yield, les investisseurs, en particulier les allocataires d'actifs, ont préféré sortir de la classe d'actifs, surtout aux Etats-Unis. Ils n'ont pas réagi en réponse à un tassement de la croissance ou à une mauvaise statistique macroéconomique, mais dans l'attente d'une accalmie sur le marché des taux et d'une stabilisation de la volatilité sur un niveau plus bas pour revenir sur la classe d'actifs.

Il n'y a pas eu de remise en cause fondamentale du scénario économique, mais des questions se posent aujourd'hui sur certains risques géopolitiques, sur les mesures protectionnistes mises en place par l'administration Trump et sur les perspectives de croissance de l'économie américaine.

En ce qui concerne les réactions des banques centrales, la BCE maintient son discours et sa politique monétaire accommodante tandis que, aux Etats-Unis, où les taux sont remontés à 2,8 %, la Fed devrait continuer à relever les taux. Reste à savoir combien de fois elle le fera cette année et en 2019. Le changement de régime et l'incertitude autour des taux d'intérêt déclenchent des réallocations d'actifs.

La classe d'actifs a-t-elle dû faire face à des sorties de flux importantes ?

Frédéric Salomon

Les flux sortants ont été assez importants aux Etats-Unis dans le high yield. Or, le marché européen est très dépendant du marché américain. Aux Etats-Unis, les entreprises sont plutôt en fin de cycle avec un niveau d'endettement élevé. La hausse des taux peut remettre en question le modèle et faire remonter le taux de défaut. Or, ce taux de défaut est aujourd'hui très bas, ce qui constitue encore pour l'instant un facteur de soutien important pour la classe d'actifs.

L'année 2017 a été plutôt une bonne année, se reposant essentiellement sur le portage, avec une volatilité quasi inexistant portant, en fin d'année, les spreads sur des niveaux serrés. L'année 2018 va être très différente. L'environnement économique mondial est assez favorable, avec une croissance mondiale autour de 4 %. Aussi, l'action des banques centrales a été telle que nous sommes aujourd'hui très dépendants de ces politiques monétaires. Les anticipations de fin de quantitative easing sont anxiogènes et favorisent le retour de la volatilité des marchés. C'est, selon nous, préoccupant. Cependant, après un premier mouvement de correction, nous estimons que la classe d'actifs commence à être correctement valorisée.

**«SAUF CHOC EXOGÈNE,
LE HIGH YIELD DEVRAIT DÉLIVRER
UN RENDEMENT CORRECT,
AUTOUR DE 3 %.»**

Frédéric Salomon,
responsable de la gestion high yield,
Schelcher Prince Gestion

Avez-vous été surpris par la correction en tout début d'année alors que le consensus était plutôt optimiste sur l'évolution des marchés et les perspectives pour les actifs risqués ?

Frédéric Salomon

Il y avait quand même, à partir du dernier trimestre 2017, quelques signes laissant présager que les marchés ne pouvaient pas continuer sur la même tendance indéfiniment : les spreads étaient sur les niveaux de 2007, et certaines tensions sur les taux se faisaient déjà sentir sur fond d'annonces des banques centrales sur la réduction de leurs bilans. Fin 2017, nous avons senti que les investisseurs étaient un peu nerveux.

Pour les gérants de fonds high yield, la correction de début février a été assez salutaire. Elle a redonné un peu de valeur à la classe d'actifs qui, dans l'univers des taux, est la seule à laisser espérer encore du rendement positif en 2018. En effet, le monétaire ne rapporte rien, tandis que, dans l'investment grade, les spreads sont très faibles et la sensibilité aux mouvements de taux est très importante. Dans le high yield, la solidité des fondamentaux en Europe est un bon soutien de la classe d'actifs.

Benoit Soler

La correction était en effet nécessaire. Tous les investisseurs en fixed income dans la zone euro sont venus sur la classe d'actifs en quête de rendement. Il y a sans doute eu des erreurs de pricing, notamment sur le marché primaire. Certaines émissions n'auraient jamais dû se faire à des niveaux de coupons aussi bas l'an dernier. Il y a eu une remise à plat de ces erreurs après la correction, et le marché me semble aujourd'hui à sa juste valeur. Mais, si la volatilité continue à augmenter, on ne peut pas exclure que les spreads augmentent également.

Nicolas Gouju

Si la volatilité augmente, les spreads devraient normalement augmenter aussi, puisqu'elle est une composante des rendements dans la classe d'actifs. Les actions des banques centrales sont une des raisons pour lesquelles la classe d'actifs était aussi chère, car elles ont stoppé complètement la volatilité sur les actifs risqués. Une volatilité en baisse se traduit par les spreads que nous avons connus les années précédentes.

La fin du quantitative easing annoncée signifie un retour à la normale de la volatilité.



Alain Krief

Je ne partage pas complètement ce qui a été dit sur la cherté de la classe d'actifs. Certes, le high yield était cher historiquement, mais c'était justifié. L'écartement est salutaire, car c'est toujours mieux de rentrer dans la classe d'actifs quand les spreads sont plus élevés. Cela correspond aujourd'hui à une volatilité plus élevée. Pour moi, le high yield était autant à son juste prix hier qu'aujourd'hui. Ce que nous n'avions pas prévu, c'est un mouvement aussi rapide sur les taux d'intérêt.

Les niveaux de spreads ne sont pas trop serrés, compte tenu du risque de défaut, de l'environnement macroéconomique et des résultats des entreprises en général.

Nicolas Gouju

Depuis le début de l'année, on voit bien que la performance est positive pour le segment B et négative pour le segment BB. Ce segment a été tiré par l'action des banques centrales en 2016 et 2017, ce qui n'est plus le cas aujourd'hui. Certains investisseurs commencent donc à sortir du segment BB qui, par ailleurs, a une sensibilité à la duration un peu plus longue.

Les émissions sont-elles importantes sur le marché primaire ? Comment évolue le gisement ? Voit-on arriver de nouveaux émetteurs ? Le retour de la volatilité a-t-il un impact sur le marché primaire ?

Fabien Vieillefosse

2017 a été importante en matière d'émissions sur le marché primaire, ce qui ne sera certainement pas le cas cette année, même si le marché reste vigoureux. Beaucoup d'émetteurs ont devancé leurs besoins en trésorerie ou profité des taux bas pour refinancer

leurs dettes. Le marché primaire a été très animé, avec parfois des souscriptions à l'émission et sur des niveaux surprenants pour certains émetteurs. Ce qui reflète l'attrait des investisseurs pour le high yield, le rendement se trouvant plutôt sur les segments B et BB. Sont arrivés sur ce marché de nouveaux investisseurs, pas forcément habitués à la classe d'actifs. Cet attrait a parfois poussé les émetteurs à réduire leur prime.

Benoit Soler

Le montant des émissions devrait être sans doute moins important en 2018 car, d'une part, les entreprises ont moins de besoins de financement et, d'autre part, la classe d'actifs subit la concurrence des loans (dette privée). Chacune de ces deux classes d'actifs a ses atouts et ses inconvénients, mais elles sont en concurrence. Il y a eu en effet beaucoup d'anticipations de refinancement, mais certains émetteurs vont avoir des besoins importants dans les années qui viennent. L'an dernier, les émissions étaient un mix de refinancement et d'arrivée de nouveaux émetteurs sur la classe d'actifs. Ce sera intéressant de voir le niveau d'appétence pour les nouveaux émetteurs, avec le retour de la volatilité et la remontée des spreads.

Qui sont ces nouveaux émetteurs ? Ont-ils modifié le gisement ? Quels en sont les caractéristiques (taille, secteurs, origine géographique, etc.) ?

Benoit Soler

Le grand changement concerne la taille des sociétés. Historiquement, en raison d'un niveau d'endettement élevé, le marché était plutôt composé de gros émetteurs. Ces deux ou trois dernières années, ce sont des émetteurs de plus petite taille qui sont arrivés sur le marché. Leur taille n'est pas forcément un problème, mais cela demande un suivi plus important en matière d'analyse. Globalement, le gisement est devenu plus mature. Il est aujourd'hui assez diversifié en termes de taille, de secteurs et d'origine géographique. Cette diversification devrait se traduire normalement par une réduction des primes.

Alain Krief

Historiquement, le marché primaire a toujours été composé en grande partie d'entreprises cycliques. On trouve peu d'immobilier, de sociétés des secteurs de la santé ou des cosmétiques. Que de petits émetteurs soient arrivés sur ce marché constitue plutôt une bonne nouvelle, même si cela demande plus de recherche et de spécialisation. Cela enrichit le gisement en apportant de la croissance là où il y avait surtout des grosses sociétés cycliques, sou-

vent des «fallen angels» tombés de l'investment grade dans l'univers du high yield. Aujourd'hui, d'ailleurs, c'est plutôt l'inverse, puisque ces émetteurs retournent sur le marché de l'investment grade. Dans le marché du high yield, des secteurs comme le retail peuvent avoir du mal à se refinancer, comme certains constructeurs italiens ou espagnols, car les spreads sur certains émetteurs sont très élevés. Il y a donc quelques situations tendues qui rendent le marché moins uniforme, avec des risques sectoriels et idiosyncratiques. Il est vrai que, hormis pour quelques émetteurs stressés, le marché est assez complaisant en général, mais prompt à sanctionner le moindre écart.

Frédéric Salomon

Nous pensons que le marché primaire va être beaucoup moins actif cette année qu'en 2017. Le gisement devrait même diminuer. La sortie des indices de certains gros émetteurs susceptibles de passer dans la catégorie investment grade peut être un facteur de soutien du marché.

Alain Krief

Signalons par ailleurs que le nombre d'émetteurs américains a considérablement augmenté en Europe en 2017. Cette tendance devrait se poursuivre, car ces émetteurs américains savent qu'ils peuvent emprunter en euro à moindre coût. Ils cherchent des sources de financement dans une devise dans laquelle ils ont une part de leur activité, comme c'est le cas pour XPO qui a racheté Norbert Dentressangle. Ces sociétés américaines représentent environ 15 % du marché contre moins de 10 % un an auparavant.

Fabien Vieillefosse

Nous avons déjà connu ce phénomène sur le marché investment grade en 2015, quand des grandes entreprises américaines venaient chercher du financement dans la zone euro.



«LE MARCHÉ PRIMAIRE A ÉTÉ TRÈS ANIMÉ, AVEC PARFOIS DES SURSOUSCRIPTIONS À L'ÉMISSION ET SUR DES NIVEAUX SURPRENANTS POUR CERTAINS ÉMETTEURS.»

Fabien Vieillefosse, gérant,
Cogefi Gestion

LE FONDS **Cogefi Short Term Bond**

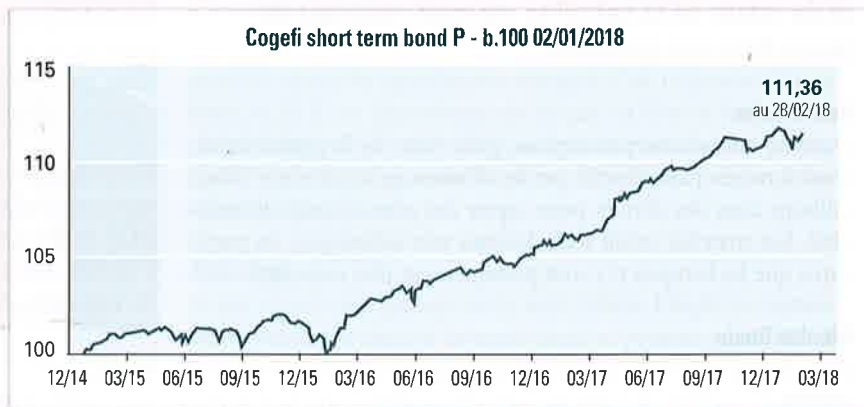
- Code ISIN : part I : FR0010451369
part P : FR0007389002
- Forme juridique : FCP de droit français
- Société de gestion : Cogefi Gestion
- Gérant : **Fabien Vieillefosse**
Co-gérant : **Maxime Chemouny**
- Indicateur de référence :
Eonia capitalisé + 1 %
- Fonds : **Cogefi Short Term Bond**
- Date de lancement : part I : avril 2007
part P : février 1998
- Encours sous gestion : **105 765 024,89 €**

Investisseurs

- Profil investisseur :
part I : investisseurs institutionnels
part P : investisseurs particuliers
- Durée de placement recommandée :
deux ans minimum

Performance

- Objectif de performance : **Obtenir une performance nette de frais supérieure à l'Eonia capitalisé + 1 % sur une durée de placement recommandée de deux ans minimum.**
- Performance annualisée :
 - Sur un an : part I : + 5,12 % ; part P : + 4,76 %
 - Sur trois ans : part I : + 10,27 % ; part P : + 9,19 %
 - Sur cinq ans : part I : + 18,71 % ; part P : + 16,72 %



Pourquoi investir dans ce fonds ?

Afin de gagner en lisibilité et de toucher une clientèle plus large, le fonds Cogefi Rendement a été rebaptisé Cogefi Short Term Bond le mois dernier. «En plus de notre clientèle privée historique, nous souhaitons attirer les petits investisseurs institutionnels (grosses PME, petites et moyennes sociétés d'assurances et mutuelles, sociétés de gestion présentes sur le segment de la multigestion...) et internationaliser la commercialisation de nos produits, notamment vers la Belgique, le Luxembourg et la Suisse», justifie Fabien Vieillefosse, responsable de la gestion taux et crédit et gérant du fonds aux côtés de Maxime Chemouny. Le positionnement reste le même. Cogefi Short Term Bond est un fonds obligataire court terme qui cherche à maximiser le rendement et à mettre à profit les opportunités de marché, tout en limitant le risque. Le fonds se distingue d'ailleurs par son niveau de volatilité maîtrisé, autour de 1,5 % à un horizon d'un à trois ans (1,4 % en 2017). «Cette maîtrise de la volatilité s'explique par la structure de notre portefeuille, explique Fabien Vieillefosse. Nous

nous intéressons à la partie la plus courte du marché obligataire, pour laquelle la visibilité est meilleure, et nous privilégions le segment du crossover, qui correspond aux notations les plus basses de l'investment grade et les meilleures du high yield, car il présente un profil de rendement ajusté du risque intéressant. Dans un contexte de remontée des taux, le fonds conserve sa capacité à accompagner la hausse grâce à son positionnement sur la partie courte du marché obligataire.»

Le processus de gestion

L'univers d'investissement du fonds est constitué du crédit corporate, les gérants n'investissant pas dans les dettes d'Etat. Le portefeuille est exposé à hauteur de 70 à 75 % sur le segment crossover (encore appelé «5B», puisqu'il comprend les notations allant de BBB à BB) et à hauteur de 90 % sur la zone euro. La gestion repose sur deux piliers. Le socle du portefeuille est constitué par une stratégie de portage, qui consiste à acheter des dettes courtes et à les porter jusqu'à maturité. La durée du fonds est structurellement inférieure à deux ans et,

à l'heure actuelle, 30 % du portefeuille arrivent à maturité dans les douze prochains mois. «Nous investissons si les souches obligataires présentent un rendement attrayant et si nous sommes confiants dans la capacité de l'entreprise à rembourser sa dette», précise Fabien Vieillefosse. Les deux gérants s'intéressent également aux obligations auxquelles sont attachés des calls courts.

En parallèle de cette stratégie de portage, ils sélectionnent des obligations au cas par cas (bond picking), en fonction des anomalies de valorisation détectées à un instant donné. L'idée, avec cette gestion de conviction, est de capter le rendement mais sans porter l'obligation jusqu'à sa maturité. «Nous transposons ainsi le savoir-faire spécifique de Cogefi Gestion en matière de stock picking dans le domaine de l'obligataire», observe Fabien Vieillefosse. En 2017, ils ont à ce titre joué le thème des dettes financières perpétuelles, qui ne rentreront plus dans les ratios réglementaires des banques après le 31 décembre 2021. Un certain nombre d'établissements, parmi lesquels le Crédit Agricole ou la BPCE, ont donc décidé de rappeler ce type d'obligations – décotées mais offrant des rendements intéressants – avant leur échéance.

Frais

- Frais de gestion courants :
part I : 0,75 % ; part P : 1,10 %
- Frais de souscription :
acquise : 0 %
non acquise : 2 %
- Commission de surperformance : **néant**
- Frais de rachat : **néant**

Risques

- SRRRI : **2 sur une échelle de 7**
(volatilité inférieure à 2 %)
- Risque de perte en capital
- Risque de taux
- Risque de crédit

En 2017, la performance du fonds a été générée à hauteur de 60 % par la stratégie de portage et de 40 % par le bond picking.

La société de gestion

Cogefi Gestion est le pôle de gestion du groupe Cogefi, prestataire de services d'investissement à l'actionnariat majoritairement familial. Cogefi Gestion gère environ 750 millions d'euros d'actifs, à travers une dizaine de fonds d'investissement et par le biais de mandats privés. L'équipe de gestion compte neuf gérants et un analyste. Cogefi Gestion revendique une gestion de conviction européenne, qui se traduit par une sélection limitée de titres et une composition des portefeuilles éloignée des indices, en vue d'obtenir une performance dans la durée. Son savoir-faire porte sur les actions small, mid, big caps, et sur les obligations. Sa gestion est régulièrement primée dans la durée. Le fonds Cogefi Short Term Bond vient d'être primé par Thomson Reuters Lipper Fund Awards dans la catégorie Bond Eur Short Term à trois ans et cinq ans. Le fonds Cogefi Flex Dynamic a également été primé à trois ans, cinq ans et dix ans en catégorie Mixed Asset Eur Agg – EuroZone. En outre, deux gérants sont notés AAA par Citywire : Bertrand Casalis, gérant du fonds Cogefi Flex Dynamic, et Maxime Chemouny, co-gérant du fonds Cogefi Short Term Bond. ■ Marianne di Meo



Fabien Vieillefosse, qui bénéficie de plus de quinze ans d'expérience dans les marchés de taux, a rejoint Cogefi Gestion en septembre 2016. Il y occupe les fonctions de responsable de la gestion taux et crédit et gère le fonds Cogefi Short Term Bond avec Maxime Chemouny.

Il était auparavant gérant crédit senior chez Natixis Asset Management, où il assurait la gestion de différents fonds et mandats pour le compte d'une clientèle d'investisseurs institutionnels. Fabien Vieillefosse est diplômé de l'ESSCA (Ecole supérieure des sciences commerciales d'Angers) et est titulaire d'un DESS banque et finance de l'université Lumière-Lyon II. Maxime Chemouny, qui compte seize ans d'expérience, est le co-gérant du fonds depuis novembre 2014. Il a été trader pour compte de tiers sur les actions pendant une douzaine d'années. Il est titulaire d'un master monnaie-finance de la Sorbonne (Paris I).

Enfin, nous avons une latitude pour faire évoluer notre poche de liquidités jusqu'à 10 % du portefeuille (4 % à l'heure actuelle), ce qui peut jouer un rôle d'amortisseur dans des marchés plus difficiles et peut aussi permettre de réinvestir pour se remettre au niveau de rendement du marché.

Les convictions de l'équipe de gestion

Quels intérêts présente votre fonds dans le contexte actuel ?

Nous nous trouvons actuellement dans une phase d'inversion du marché obligataire. Pour faire face au vent contraire d'une remontée des taux, le segment court terme constitue le positionnement le plus pertinent, en raison de la visibilité qu'il offre. En outre, le fait d'être investi dans la catégorie crossover permet de capter davantage de rendement que dans l'investment grade classique, tout en maîtrisant mieux le niveau de risque que dans le high yield pur.

Avez-vous adapté la composition du fonds pour faire face à cette nouvelle donne ?

Nous avons commencé dès l'année dernière à anticiper le fait que le contexte de marché allait devenir plus compliqué. Pour limiter le risque du portefeuille et lui permettre de mieux résister, nous avons donc progressivement accentué sa diversification. Il est aujourd'hui bien équilibré, puisqu'il compte 70 émetteurs et 81 obligations et est exposé sur 31 secteurs. Toujours dans un souci de limitation du risque, le poids des obligations moins liquides (c'est-à-dire celles dont les encours sur une émission sont inférieurs à 100 millions d'euros) a été ramené à 15 %. En parallèle, nous avons augmenté le poids des obligations à taux variable, à 25 %, ce qui va nous permettre d'accompagner la remontée des taux.

Est-il encore aisé de trouver des opportunités d'investissement ?

De manière générale, cette année va être moins favorable que la précédente pour les marchés de crédit, et il va donc falloir aller chercher des idées d'investissement dossier par dossier, aussi bien pour la partie «bond picking» que pour la poche portage. Pour cette dernière stratégie, nous considérons par exemple que les émetteurs vont avoir moins intérêt que par le passé à exercer leurs calls, ce qui va nous priver d'un certain nombre d'occasions d'investir. Même si nous restons convaincus par le potentiel de notre classe d'actifs, nous pensons qu'une gestion plus opportuniste s'impose dorénavant.