

Obligations en baisse, actions en baisse: à la recherche de rendements non corrélés ?



OCTOBRE 2022

Communication publicitaire

À propos des auteurs.

Nicolas Jullien, CFA

Head of High Yield & Credit Arbitrage



Nicolas Jullien est Responsable de l'équipe a gestion Haut Rendement et Arbitrage Crédit et Responsable Adjoint de la gestion Crédit depuis 2019, et Responsable Adjoint Haut Rendement depuis 2017. Depuis son arrivée chez Candriam en 2007, il a été Gérant de portefeuilles et Gérant Senior.

Nicolas est titulaire d'un Master en sciences financières et assurances de l'Université Claude Bernard Lyon I, en France. Il est titulaire de la certification CFA depuis 2012.

Charudatta Shende

Head of Client Portfolio Management – Fixed Income



Responsable de l'équipe Client Portfolio Management – Fixed Income depuis 2018, Charu a rejoint Candriam en tant que gérant de portefeuilles senior en 2016. Charu est responsable de la communication auprès des clients sur l'ensemble des stratégies obligataires, avec une expérience particulière sur les segments du crédit et de la dette émergente. Auparavant, il était spécialiste des produits obligataires chez Carmignac Gestion. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste de recherche produit et rédacteur d'appels d'offres obligataires de Pioneer Investments.

Charu est titulaire d'un double diplôme en finance et en économie de l'American Business School de Paris.

Table des matières.

Une stratégie adaptée au nouveau
contexte – ou à tous les contextes **03**

Notre solution :
Candriam Bonds Credit Alpha **04**

Approche d'investissement **05**

Performances **07**

Risques **09**

Une stratégie adaptée à
toutes les conditions de marché ? **11**

Notes et
Références **13**



Une stratégie adaptée au nouveau contexte – ou à tous les contextes.

Nous pensons qu'**un changement de paradigme est en cours**. Depuis le début de l'année 2021, les banques centrales ont adopté de nouvelles orientations, sur lesquelles elles ont été claires.

Les conditions actuelles de hausse de taux d'intérêt et de réduction d'injection de liquidité par les banques centrales font suite à une longue période de politique monétaire accommodante, qui a duré plus de douze ans. Pour les émetteurs de crédit, il s'agit d'un changement significatif qui les prive d'une source essentielle de financement.

Par ailleurs, les entreprises font face à des changements structurels qui obligent de plus en plus les émetteurs à modifier leur modèle économique pour faire face aux nouvelles conditions. Dans un tel contexte, **les marchés du crédit sont, et devraient rester, de plus en plus volatils. Le risque spécifique ou idiosyncrasique revient au premier plan.**

Les investisseurs sur le marché du crédit doivent être vigilants sur la capacité des émetteurs à respecter leurs obligations financières, plutôt que se contenter de surfer sur les vagues de liquidités offertes par les banques centrales. L'analyse des bilans et des indicateurs de crédit devient de plus en plus importante, tandis que la solvabilité des émetteurs sera de plus en plus liée à la solidité des entreprises. En résumé, l'analyse fondamentale bottom-up sera essentielle.

Quelles que soient les conditions de marché, il est toujours bénéfique de favoriser la décorrélation dans un portefeuille obligataire; c'est particulièrement le cas dans le contexte actuel. La décorrélation offre non seulement un potentiel de rendement positif, mais aussi un meilleur contrôle du risque au sein du portefeuille, même si cela nécessite une gestion extrêmement flexible et active.

Notre

Notre solution : Candriam Bonds Credit Alpha.

Le fonds Candriam Bonds Credit Alpha est une stratégie de crédit long/short pure et sans biais. Le processus d'investissement repose sur une approche sélective et de conviction, et une gestion flexible et active¹ visant à délivrer des performances décorrélées dans toutes les conditions de marché.

Candriam Bonds Credit Alpha met en œuvre une gestion active et discrétionnaire dans l'objectif de générer une **performance absolue supérieure à l'indice €STR (capitalisé) avec un objectif de volatilité ex ante inférieur à 10%** dans des conditions normales de marché. La volatilité pourrait néanmoins être plus élevée, en particulier dans des conditions de marché inhabituelles.

La stratégie, lancée en février 2021, investit principalement dans des obligations d'entreprises² de pays développés dont la notation est supérieure ou égale à CCC / Caa2.³

La stratégie s'appuie sur une construction de portefeuille disciplinée qui **combine deux types de stratégies, l'une de long/short fondamental et l'autre de long/short quantitatif, assorties d'un overlay tactique** pour calibrer l'exposition globale au crédit, atténuer la volatilité et gérer les corrélations avec les marchés du crédit.

Approche d'investissement.

La sélection bottom-up des émissions et des émetteurs est la principale source d'alpha et repose sur une recherche crédit rigoureuse. L'allocation sectorielle et l'allocation régionale top-down peuvent être des sources de performance secondaires, tandis que l'exposition au marché du crédit et la gestion de la duration sont également des contributeurs importants.

Mettant en œuvre une gestion active et de forte conviction, l'équipe de gestion analyse les fondamentaux des émissions et des émetteurs, et met en place des overlays tactiques pour gérer l'exposition au marché, la duration et d'autres facteurs. Les gérants de portefeuilles suivent l'évolution de la qualité de crédit des émetteurs au fil du temps, afin d'identifier les changements et les nouvelles opportunités d'investissement, d'évaluer l'impact des nouvelles informations et de déterminer les points d'entrée optimaux.

La stratégie bénéficie du soutien d'une équipe d'analystes crédit de 20 personnes, ayant une grande expérience du secteur. L'équipe de gestion utilise des outils quantitatifs pour suivre en permanence les valorisations du marché du crédit dans tous les secteurs, les catégories de notations, les régions et les instruments. Les gérants de portefeuilles crédit long/short filtrent ces données fondamentales, pour construire un portefeuille de 30 à 50 positions⁴ à forte conviction.

Un processus d'investissement rigoureux en quatre étapes

Les équipes d'investissement établissent un scénario macroéconomique, identifient les opportunités ainsi que les risques macroéconomiques, les préférences top-down en termes de secteurs, de régions et de notation par une analyse détaillée des conditions économiques et sectorielles. Ils s'appuient sur leur expertise du marché ainsi que sur l'interaction avec d'autres équipes de Candriam, telles que nos économistes, nos stratégestes obligataires, nos analystes ESG et les équipes long/short actions.

Un filtre préliminaire permet d'exclure les titres exposés à des activités controversées, et présentant une liquidité insuffisante.

La construction de portefeuille prend en compte les éléments de valorisation, les facteurs techniques et le timing de marché. Les positions sont suivies en temps réel. Notre discipline de vente, comme notre discipline d'achat, est stricte et basée sur nos convictions.

Le fonds se compose de deux types de stratégies, des stratégies long/short fondamentales et les stratégies long/short quantitatives. Les stratégies fondamentales reflètent les convictions les plus fortes de l'équipe sur les émissions, exprimées par le biais de positions longues et courtes. Ces

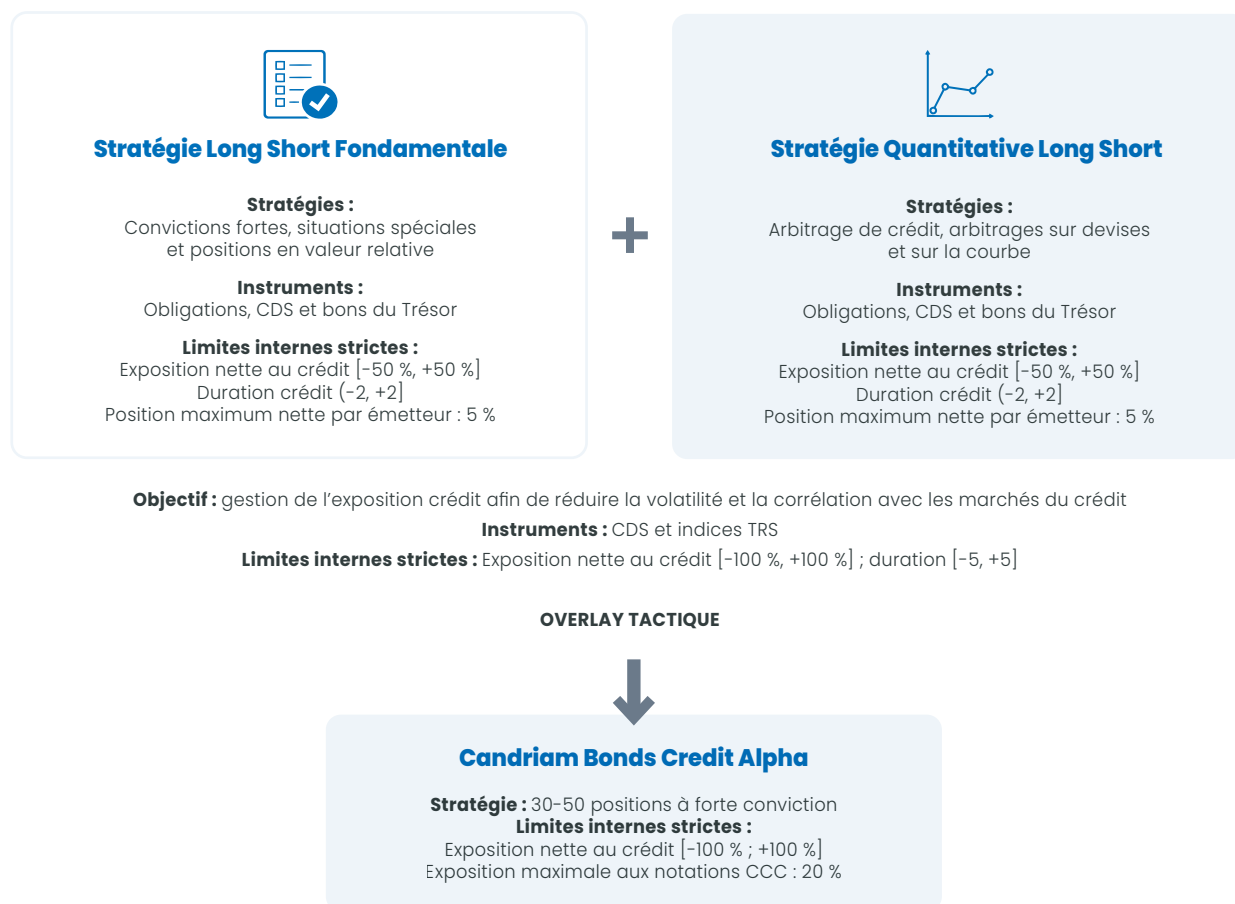
stratégies fondamentales peuvent présenter un biais long, court ou neutre sur le marché, qui est ajusté au moyen de couvertures. Les stratégies quantitatives consistent essentiellement en des opérations en valeur relative à l'exposition neutre par rapport au marché, comme les opérations d'arbitrage de crédit, de devises, et sur la courbe. Celles-ci utilisent des outils quantitatifs propriétaires pour analyser les marchés et identifier les dislocations. L'allocation entre stratégies fondamentales et quantitatives dépend des conditions de marché et de nos convictions.

Les positions du portefeuille sont soigneusement calibrées pour refléter le niveau de nos convictions

dans le respect des limites internes. Bien que la construction du portefeuille ne soit pas déterminée par des modèles quantitatifs, nous surveillons de près la volatilité globale ex ante pour la maintenir en dessous de 10 % (ex-ante). Nous utilisons des credit default swaps (CDS) et des total return index swaps pour gérer la volatilité, calibrer l'exposition globale au crédit et gérer les corrélations avec les marchés du crédit. L'overlay tactique nous permet de gérer le risque au sein du fonds tout en soulignant nos convictions fondamentales sur les émetteurs et les émissions.

Figure 1 :

Construction de portefeuille - crédit long/short



Note : ces limites internes sont indicatives et peuvent évoluer dans le temps. Elles ne sont pas réglementaires, mais font partie de notre processus interne, destiné à nous aider à rester dans les limites réglementaires et celles du prospectus.

Source : Candriam

Performances.

Depuis sa création en février 2021, le fonds a enregistré une performance absolue de +3,11 % (part I en Eur ND), surperformant largement le rendement de l'indice €STR de -0,32 % (au 30 septembre 2022). Il est intéressant de noter que bien que cet historique de performance soit court, la performance a été réalisée en période de fortes tensions sur les marchés du crédit. Au cours de cette période, les marchés du crédit ont enregistré une baisse de -16,64 % sur les titres investissement grade (BofA Global IG) et une baisse de -15,74 % sur le haut rendement (BofA Global HY).

La stratégie affiche également de faibles niveaux de volatilité depuis son lancement. La volatilité réelle de 2 % depuis le lancement est nettement inférieure à la contrainte de 10 % ex ante.



Le fonds s'appuie à la fois sur l'expertise de l'équipe high yield de Candriam, et sur notre expérience en gestion obligataire flexible en performance absolue. Il vise à apporter de la diversification et des performances décorrélées dans des marchés volatils.

**– Nicolas Jullien
Head of High Yield & Credit Arbitrage**

Figure 2 :

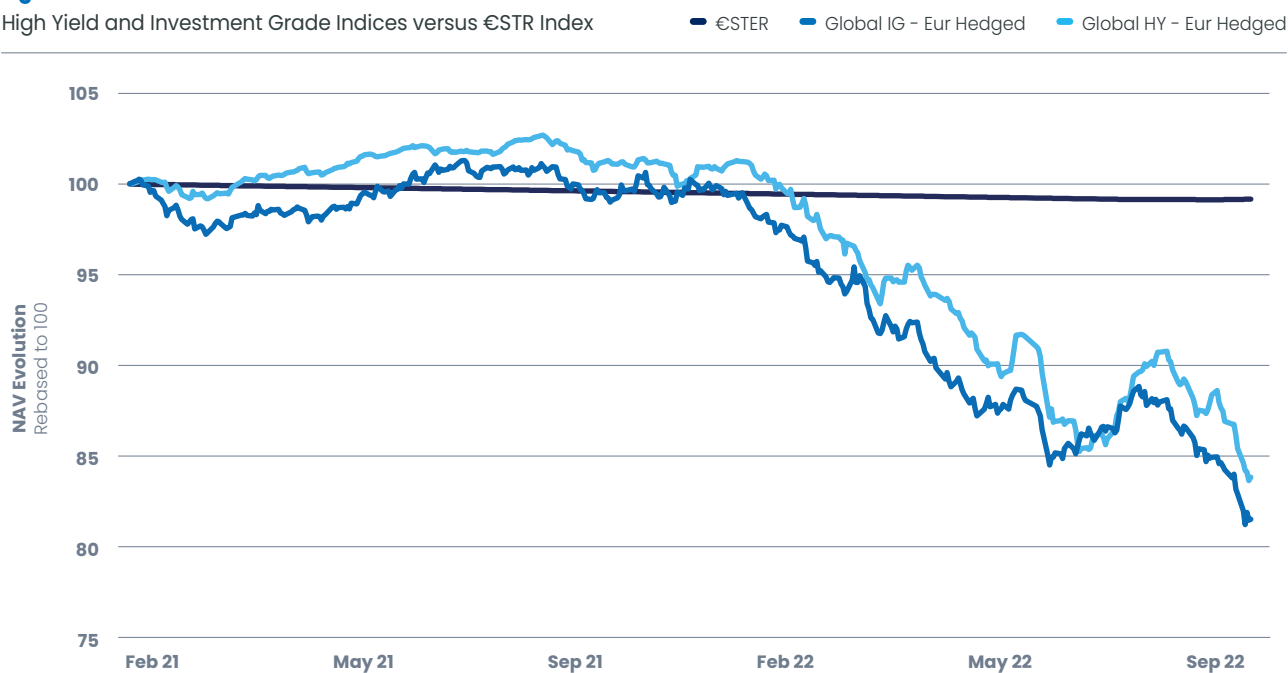
Candriam Bonds Credit Alpha versus €STR Index



Source : Candriam, Bloomberg. Rebased to 5 Feb 2021 = 100.

Figure 3 :

High Yield and Investment Grade Indices versus €STR Index



Source : Candriam, Bloomberg. High Yield represented by BofA Global HY, and Investment Grade represented by BofA global IG. Rebased to 5 Feb 2021 = 100.

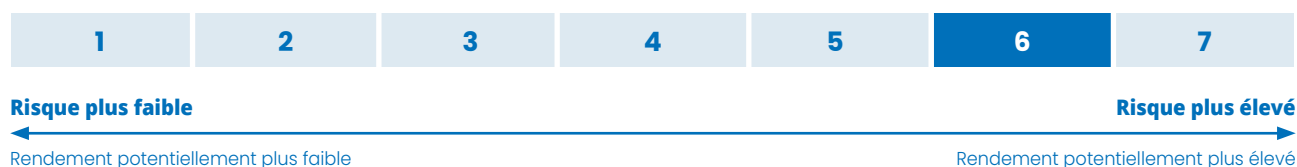
Risques.

Le niveau de risque mentionné reflète la volatilité de l'historique du fonds, éventuellement complété de celui de son cadre de référence. La volatilité indique dans quelle mesure la valeur du fonds peut fluctuer à la hausse comme à la baisse.

Les données historiques ne présentent pas du profil de risque futur.

La catégorie affichée pourra évoluer dans le temps.

La catégorie la plus faible ne signifie pas « sans risque ».



Les principaux risques de la stratégie sont :

- **Risque de perte en capital**
- **Risque de taux d'intérêt**
- **Risque de crédit**
- **Risque sur les Cocos**
- **Risque de change**
- **Risque de liquidité**
- **Risque lié aux produits dérivés**
- **Risque de contrepartie**
- **Risque d'arbitrage**
- **Risque de volatilité**
- **Risque lié aux marchés émergents**
- **Risque lié à des facteurs externes**

Tout ou partie des classes d'actions du fonds sont autorisées dans les pays suivants :



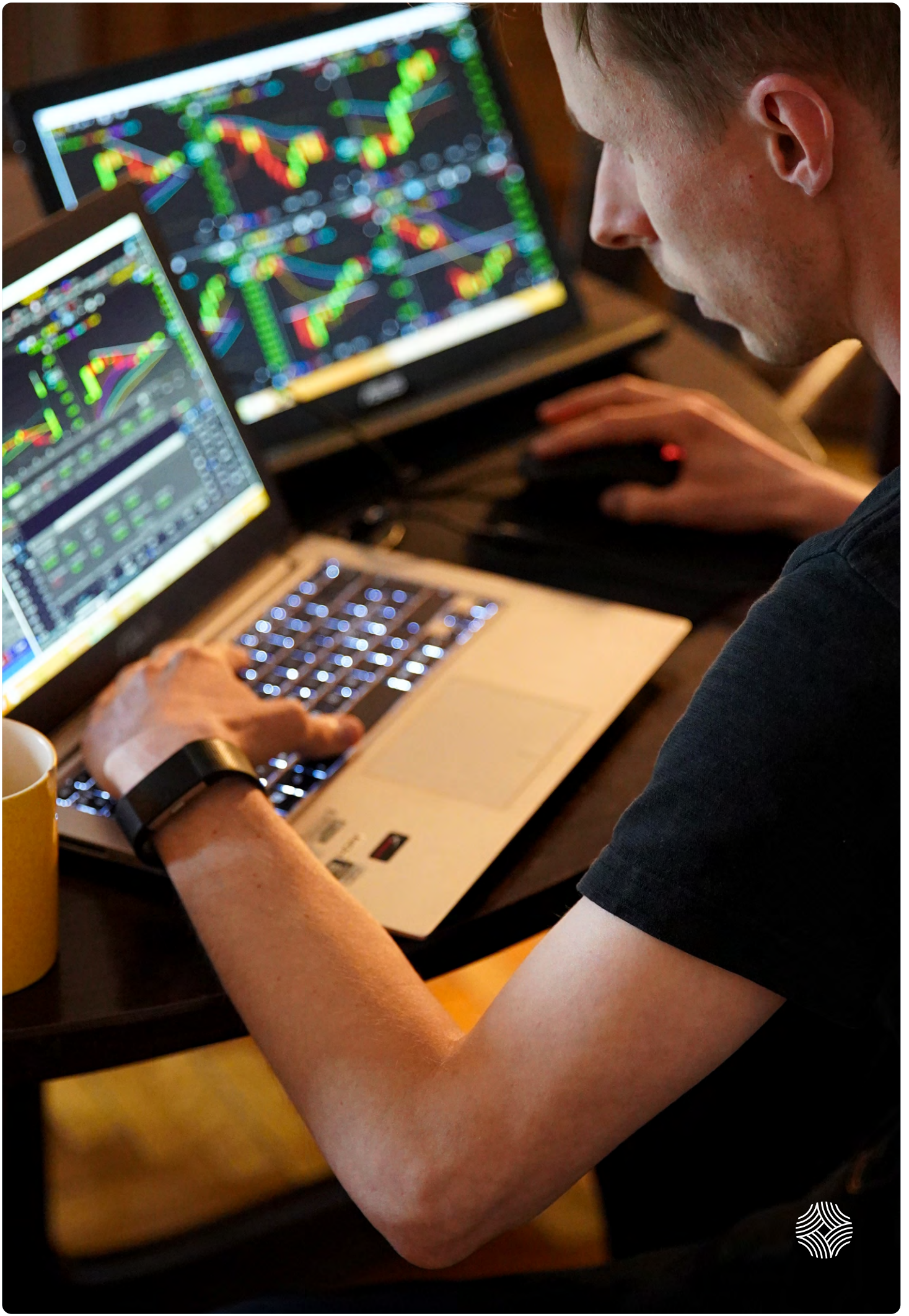
Caractéristiques du fonds

Candriam Bonds Credit Alpha - Octobre 2022

Date de lancement : 1 février 2021	Valorisation : Quotidienne
Frais de gestion (max.)* : 0,70%	Code ISIN (I - Cap) : LU2098772523
Commission d'émission (max.)* : 0%	Domicile : Luxembourg
Commission de sortie (max.)* : 0%	Société de Gestion : Candriam
Commission de surperformance (max.)* : 20%	Forme juridique : UCITS - SICAV
Total Actif Net : 108 millions	Banque dépositaire : CACEIS Bank, Luxembourg Branch
Devise de valorisation : EUR	Benchmark : €STR (Euro Short Term Rate) Capitalisé
Classification SFDR : Article 6	Horizon de placement recommandé : 5 ans

* Frais réels indiqués dans le KIID ou le rapport annuel

Le fonds est géré activement, et le processus d'investissement implique de se référer à un indice de référence, le €STR (Euro Short Term Rate) Capitalisé.



Une stratégie adaptée à toutes les conditions de marché ?

Changement de paradigme ? Les banques centrales ont clairement changé de cap depuis le début de l'année 2021. Les banques centrales ont reconnu que l'inflation reste sur des niveaux élevés, et la plupart d'entre elles, dans le monde entier, on fait de la lutte contre cette inflation par le resserrement de la politique monétaire, leur priorité.

Pas seulement un resserrement – les marchés ont connu une longue période confortable de politique monétaire accommodante. Le fait que ce resserrement fasse suite à plus de 12 années d'injections de liquidité, conjugué à la hausse des taux, crée un contexte que les investisseurs obligataires n'avaient pas connu depuis longtemps. La politique monétaire actuelle extrêmement ferme a désormais pour objectif clair de lutter contre l'inflation en limitant la demande « aussi longtemps qu'il le faudra » – ce qui pourrait entraîner un fort ralentissement économique – et cela a déjà engendré d'importants pics de volatilité, qui semblent partis pour durer.

Tendances structurelles – géopolitique, populisme et démondialisation. Certaines tendances structurelles à la fois accroissent la complexité et sont susceptibles d'avoir un impact considérable sur les taux. On peut s'attendre à ce que le risque géopolitique ait un impact significatif sur l'évolution de la volatilité actuelle et future. Alors que le conflit en Russie ne montre toujours aucun signe de résolution, l'impact sur l'inflation, notamment via les prix de l'énergie, devrait durer un certain temps. La montée du populisme et la démondialisation sont également susceptibles de générer des pics d'inflation et des turbulences sur les marchés.

La refonte des modèles économiques des entreprises modifie les fondamentaux des émetteurs.

La tendance à la décarbonation a connu une accélération pendant la pandémie, à mesure que la réglementation et les directives environnementales ont été renforcées. La numérisation, l'automatisation, l'intelligence artificielle et la démondialisation influencent fortement les activités des entreprises. Ces grandes tendances poussent les entreprises et les émetteurs à repenser leur modèle économique et modifier structurellement leurs opérations au quotidien. Cela concerne non seulement les émetteurs mais impacte également l'inflation et la croissance, ce qui une nouvelle fois peut générer des perturbations sur les marchés.

L'évolution des profils de risque, dans une classe d'actifs où les rendements ont une distribution asymétrique.

Ces tendances sont sources de disruption, mais génèrent aussi des dislocations et des opportunités d'investissement à mesure que le risque idiosyncrasique augmente. Pour nous, ce type d'environnement donne tout son sens à la gestion active, qui récompensera les efforts d'analyse et la mise en œuvre de vraies convictions dans les portefeuilles.

Si les conditions s'améliorent au fil du temps, nous pensons que la stratégie Candriam Bonds Credit Alpha pourra offrir aux investisseurs obligataires à la fois un potentiel de décorrélation et de performance absolue.

La stratégie est implémentée sur **un large univers d'investissement**, à la fois investment grade et high yield, offrant une **diversification** et permettant d'éviter des biais spécifiques potentiels. Les différentes stratégies long/short permettent de générer des performances **décorrélées** du marché du crédit, tandis que l'overlay tactique permet aux gérants de **limiter la volatilité et de gérer les risques de baisse de manière flexible**.

Notes et Références.

- 1** Le fonds est géré activement et l'approche d'investissement implique une référence à un indice de référence (€STR Capitalized).
- 2** Y compris jusqu'à 40 % de l'actif net dans des dettes subordonnées d'entreprises.
- 3** Notations par une des agences de notation reconnues supérieures ou égales à CCC / Caa2 (ou équivalent), ou analysées par la société de gestion comme étant de qualité équivalente .
- 4** Données indicatives, susceptibles d'évoluer dans le temps.



143 Mds €

**d'actifs sous gestion
au 30 juin 2022**



600

**experts
à votre service**



25 ans

**Leader dans
l'investissement responsable**

Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Concernant les fonds monétaires, votre attention est attirée sur le fait qu'un investissement dans un fonds diffère d'un investissement en dépôt et que le capital investi est susceptible de fluctuer. Le fonds ne bénéficie d'aucun soutien externe garantissant sa liquidité ou stabilisant sa valeur liquidative. L'investisseur supporte le risque de perte de capital.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Les droits des investisseurs et la procédure de réclamation sont accessibles sur les pages réglementaires dédiées du site internet de Candriam : <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatory-information/>. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation. Conformément aux lois et règlements applicables, Candriam peut décider de mettre fin aux dispositions prévues pour la commercialisation des fonds concernés à tout moment.

Informations sur les aspects liés à la durabilité : les informations sur les aspects liés à la durabilité contenues dans ce document sont disponibles sur la page du site internet de Candriam : <https://www.candriam.com/en/professional/market-insights/sfdr/>. La décision d'investir dans le produit commercialisé doit prendre en compte toutes les caractéristiques et objectifs du produit commercialisé tels que décrits dans son prospectus, ou dans le document d'information communiqué aux investisseurs en conformité avec le droit applicable.

Informations spécifiques aux investisseurs en France : le représentant désigné et agent payeur en France est CACEIS Banque, succursale de Luxembourg, sis 1-3, place Valhubert, 75013 Paris, France. Le prospectus, les informations clés pour l'investisseur, les statuts ou le cas échéant le règlement de gestion ainsi que les rapports annuel et semestriel, chacun sous forme papier, sont mis gratuitement à disposition auprès du représentant et agent payeur en France.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.
WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY