



# Credit Outlook

DECEMBRE 2017



ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe Oddo. Elle est la marque commune des deux sociétés de gestion juridiquement distinctes : ODDO BHF AM SAS (France) et ODDO BHF AM GmbH (Allemagne).

Ce document, à caractère promotionnel, est établi par ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH et est à usage exclusif des clients professionnels (Directive MIF). Son objectif est de présenter la marque ODDO BHF AM. Sa remise à tout investisseur relève de la responsabilité de chaque commercialisateur, distributeur ou conseiller. Les personnes envisageant d'investir sont invitées à consulter un conseiller en investissement avant de souscrire à une stratégie. L'attention des lecteurs est attirée sur le fait que les stratégies ne sont pas toutes disponibles dans toutes les juridictions. Les investisseurs envisageant d'investir sont invités à prendre eux-mêmes connaissance de la nature détaillée des risques encourus, notamment le risque de perte en capital. La valeur de l'investissement peut évoluer tant à la hausse qu'à la baisse et peut ne pas lui être intégralement restituée. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction. ODDO BHF AM GmbH ne saurait également être tenu pour responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Les informations sont données à titre indicatif et sont susceptibles de modifications à tout moment sans avis préalable. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Les opinions émises dans ce document correspondent à nos anticipations de marché au moment de la publication du document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle d'ODDO BHF AM GmbH.

## Risques

Les stratégies mentionnées dans le présent document sont exposées à un certain nombre de risques : risque de perte en capital, risque lié à la gestion discrétionnaire, risque lié aux marchés émergents, risque de taux, risque de crédit, risque associé aux obligations à haut rendement, risque lié à l'engagement sur des instruments financiers à terme, risque de liquidité des actifs sous-jacents, risque de contrepartie, risque lié à la concentration du portefeuille et à titre accessoire risque actions, risque lié à l'investissement dans des obligations convertibles, risque lié à la détention de petites et moyennes capitalisations et risque de change.



## Opportunités

- Économie solide dans la Zone Euro (prévision de croissance du PIB en 2018 : +1.9%\*)
- Robustesse des fondamentaux des entreprises
- Faibles taux de défaut anticipés (Moody's : 1,7%\*\* à l'échelle mondiale, 1.1%\*\* à l'échelle européenne en Octobre 2018)
- Recherche de rendement
- Assouplissement quantitatif de la BCE / taux d'intérêt bas

## Risques

- Augmentation de la volatilité des taux d'intérêt
- Moindre soutien des banques centrales
- Ralentissement potentiellement plus fort de la croissance économique en Chine
- Orientation des nouvelles politiques de Donald Trump
  - Mise en œuvre du programme économique
  - Stratégie géopolitique
- Risques politiques en Europe, Brexit

\* Données au 30/11/2017 | \*\* prévision à 12 mois des taux de défaut pondérés des émetteurs au 31/10/2017  
Sources : ODDO BHF AM SAS



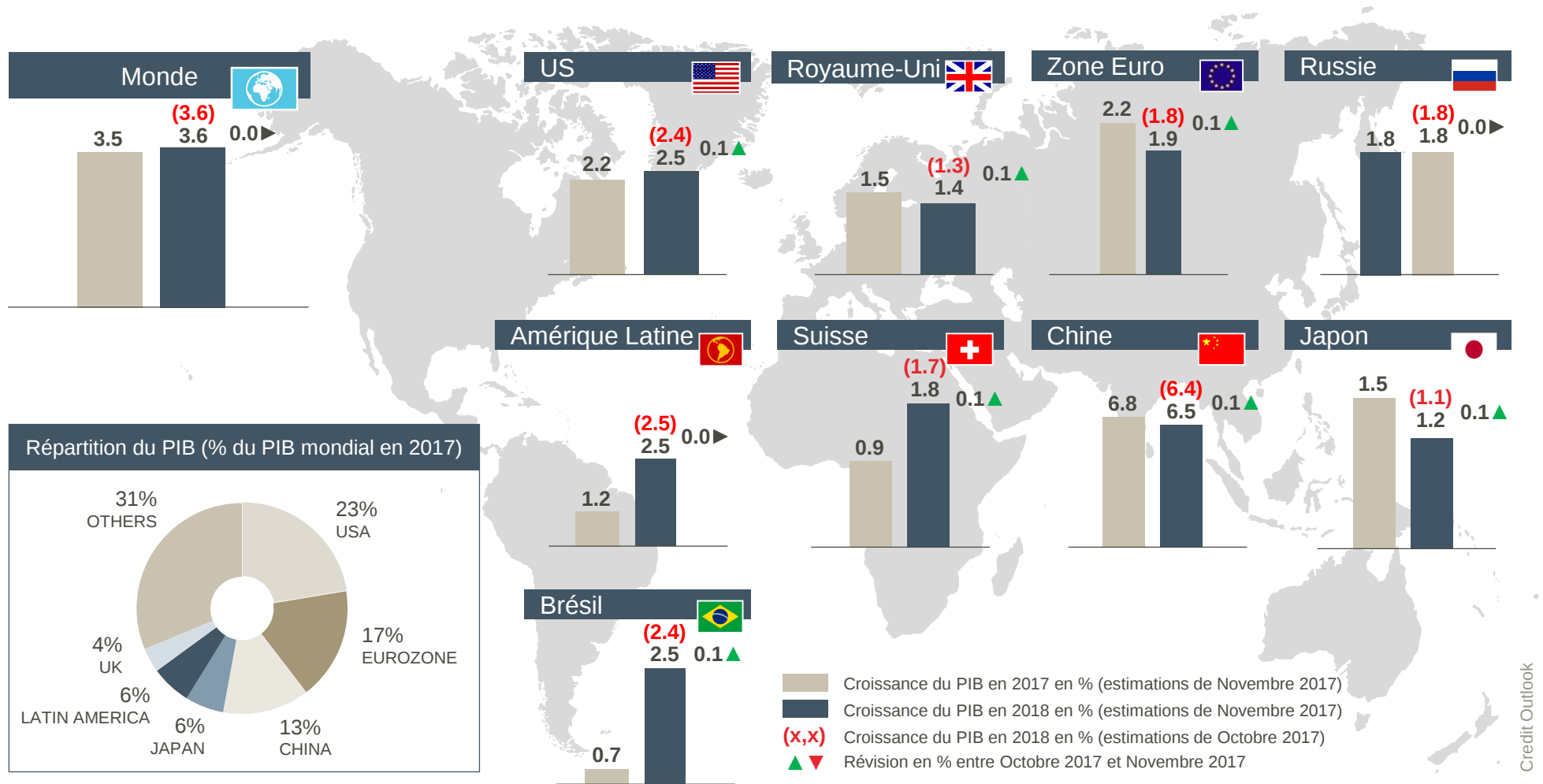
# ENVIRONNEMENT OBLIGATAIRE

# 01

# Prévision de croissance mondiale du PIB\*



Légère révision à la hausse

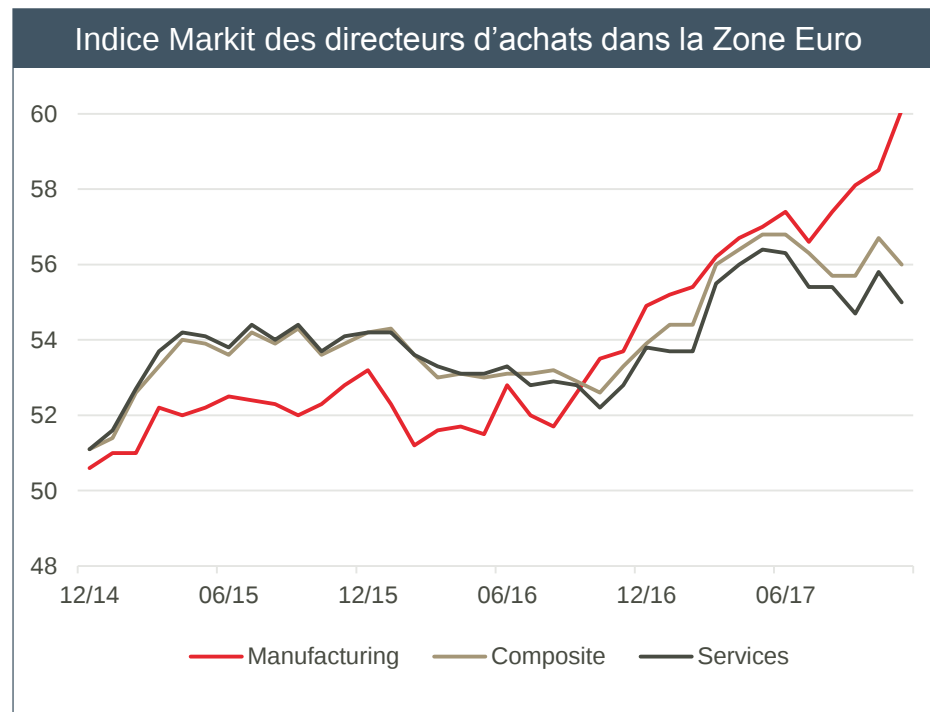
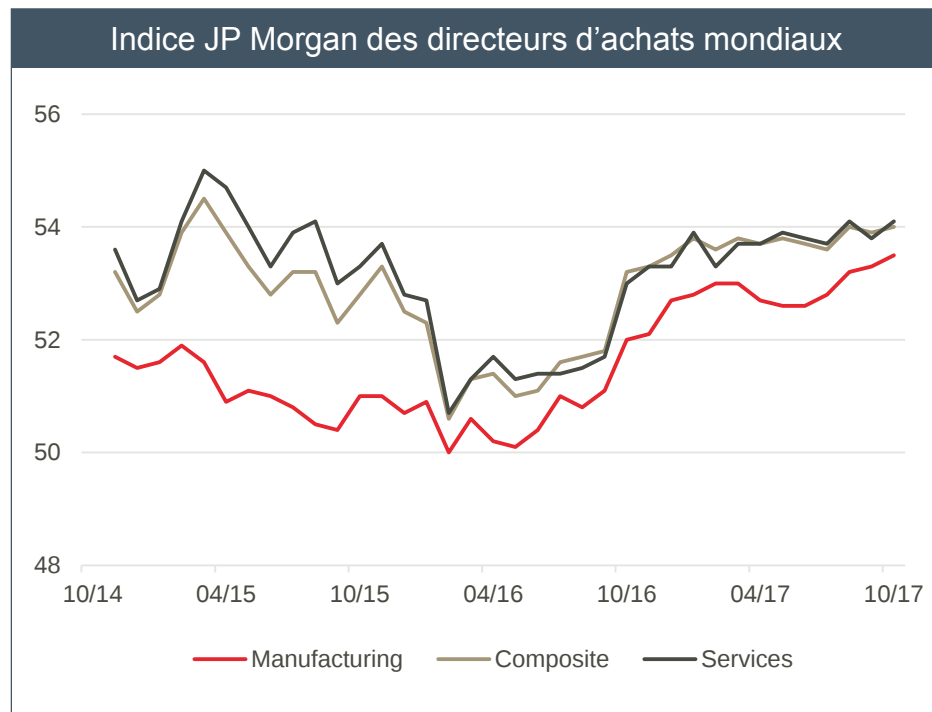


\*PIB: Produit Intérieur Brut | sources : ODDO BHF AM SAS ; Bloomberg economist consensus forecast. Données au 30/11/2017

# Perspectives de croissance dans le monde et dans la Zone Euro



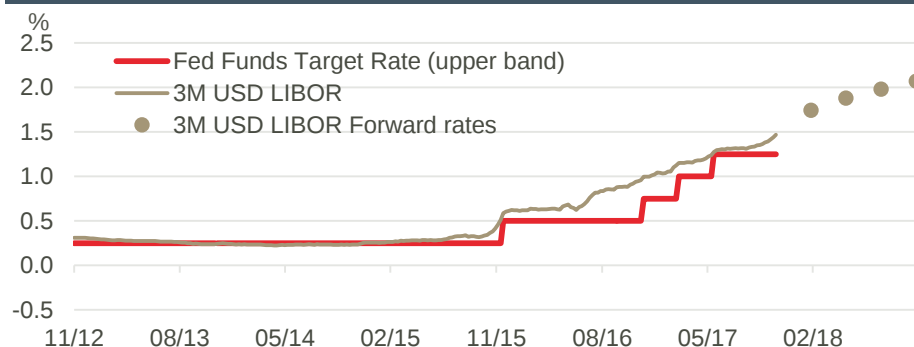
Toujours dans une perspective expansionniste



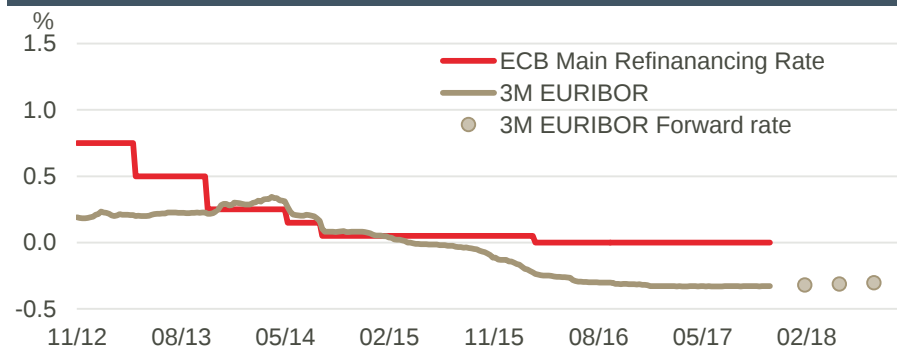
Sources : J.P. Morgan, Markit, ODDO BHF AM GmbH | Données de gauche au 31/10/2017; Données de droite au 30/11/2017

## « QE »-Exit

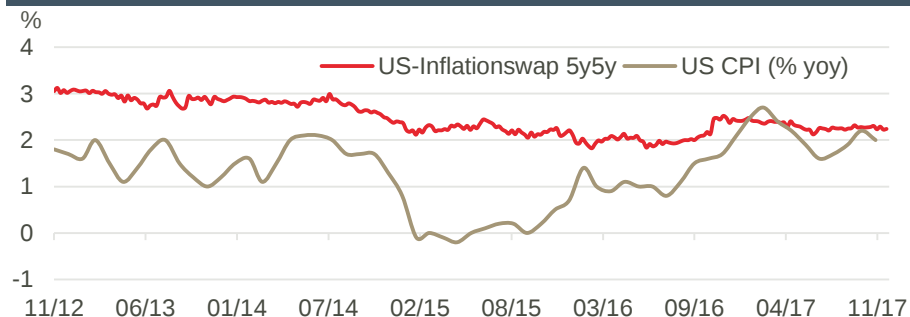
Taux cible des Fed Funds, LIBOR USD 3M et forwards sur LIBOR USD 3M



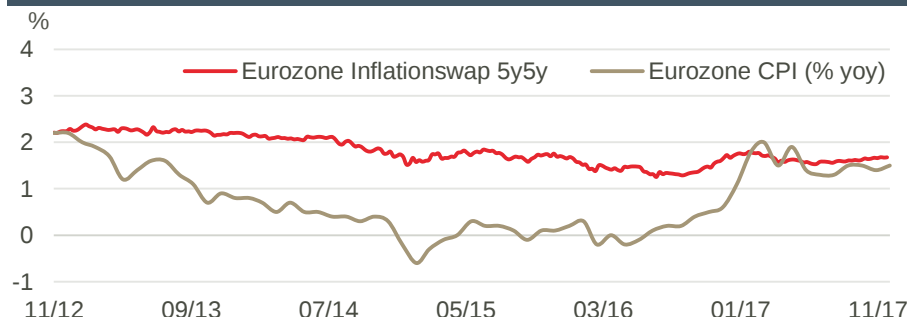
Principal taux de refinancement de la BCE, EURIBOR 3M et forwards sur EURIBOR 3M



Anticipations d'inflation implicites du marché (5 ans/5 ans) et IPC américain (glissement annuel en %)



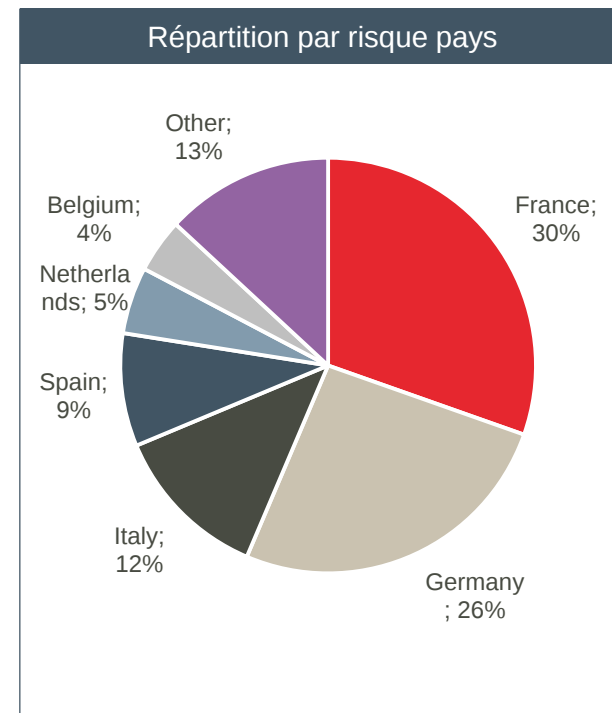
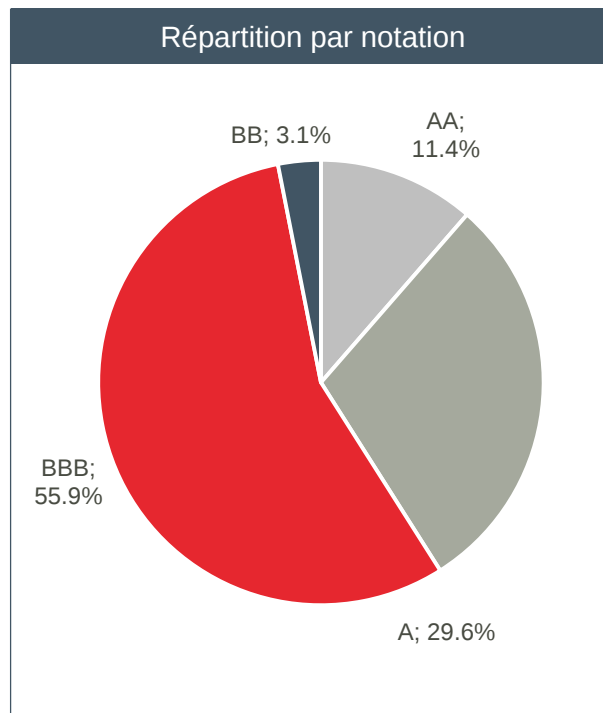
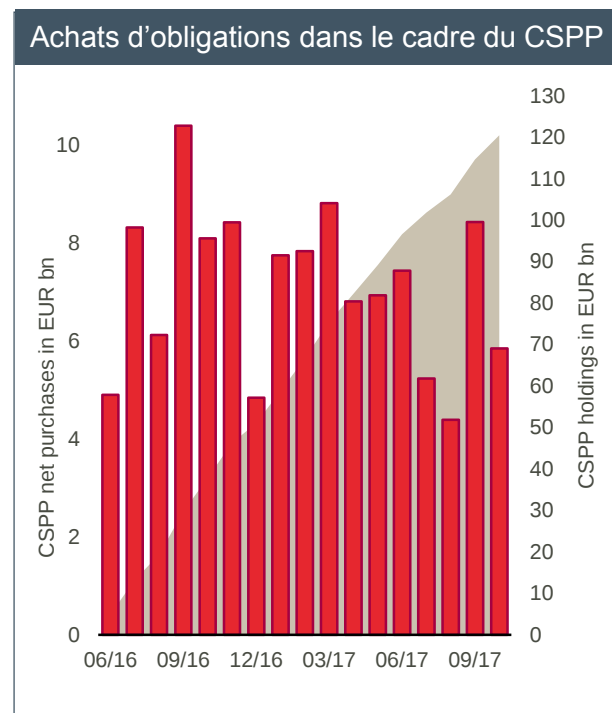
Anticipations d'inflation implicites du marché (5 ans/5 ans) et IPC américain (glissement annuel en %)



- La BCE s'est lancée dans un processus très progressif de normalisation de sa politique monétaire. Nous pensons que la banque centrale agira de manière séquentielle et commencera à relever son taux de dépôt au plus tôt au 1er trimestre 2019 (après le dénouement du QE en 2018). Les taux de refinancement pourraient ensuite être relevés dans un second temps
- Les anticipations du marché reflètent cette normalisation très lente en 2018, mais estiment aussi que le taux de refinancement restera globalement inchangé pendant plusieurs années après cette date
- La Fed semble résolue à relever à nouveau ses taux en 2017. Les marchés semblent avoir complètement intégré cette anticipation, mais ils sous-estiment visiblement la trajectoire d'ajustement des Fed Funds en 2018, où nous prévoyons jusqu'à quatre autres relèvements des taux

Sources : Bloomberg, ODDO BHF AM GmbH, données au 24/11/2017

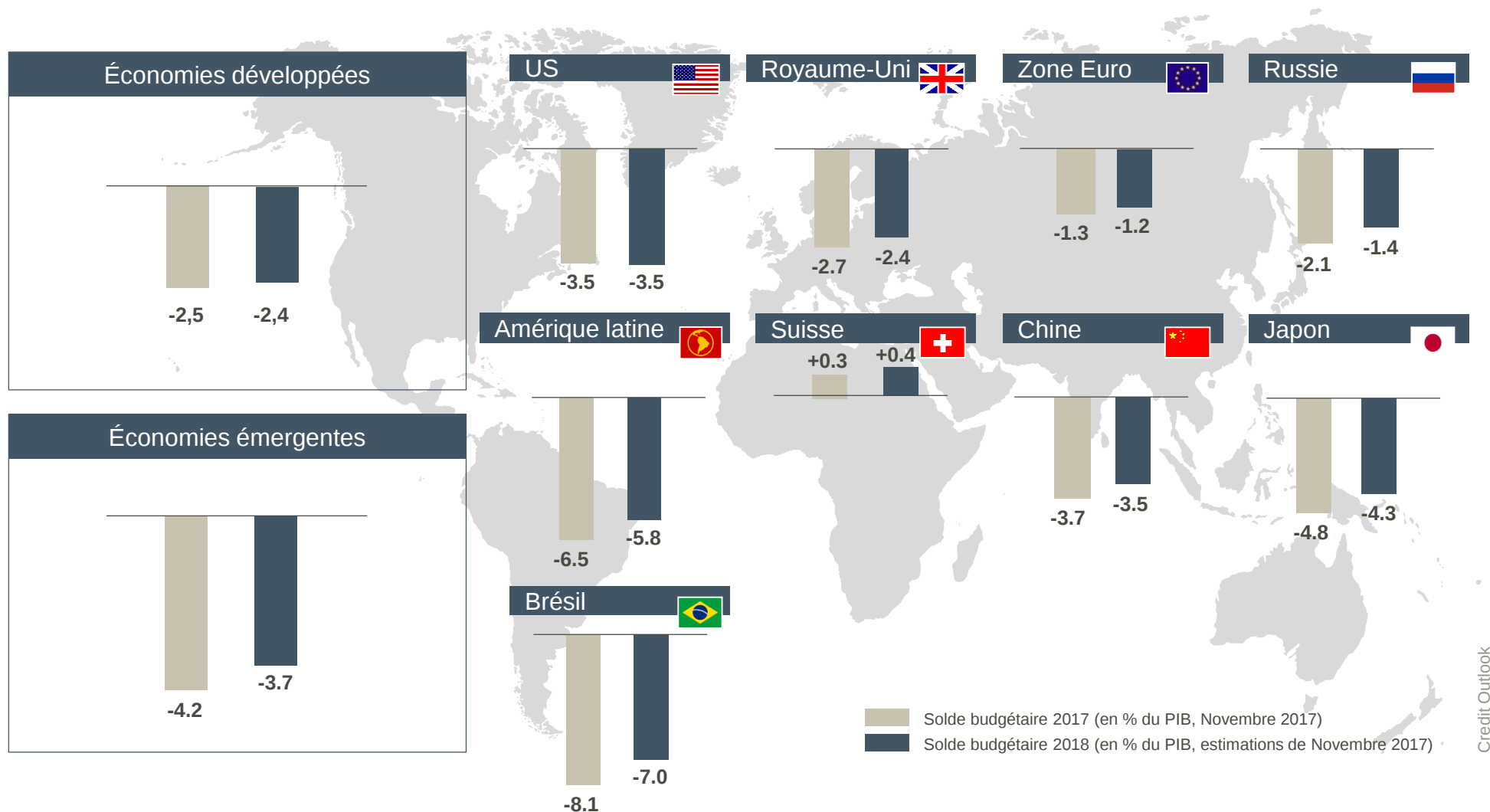
## Soutien pour les marchés du crédit européens



- Le programme CSPP d'achats d'obligations d'entreprises fait partie du plan d'achats d'actifs global (APP) de la BCE
- Actuellement, la BCE détient 122 mds EUR d'obligations d'entreprises, ce qui correspond à un volume d'achats mensuels de 7,3 mds EUR environ
- Le volume d'achat quotidien continu de près de 340 M EUR devrait contenir la volatilité des spreads.
- Une grande partie de l'offre nette de 2017 devrait être absorbée par le CSPP
- La BCE va réduire ses achats mensuels d'actifs à 30 milliards EUR à partir de début 2018 et au moins jusqu'à septembre prochain

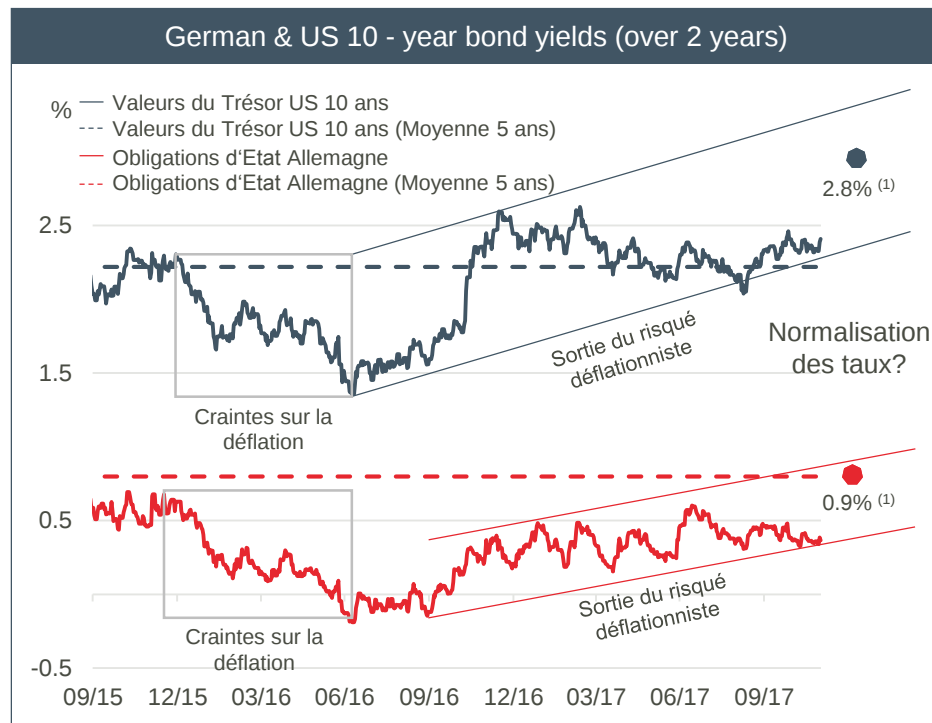
Source : UniCredit au 07/11/2017

Légère marge de manœuvre en termes de relance pour 2017

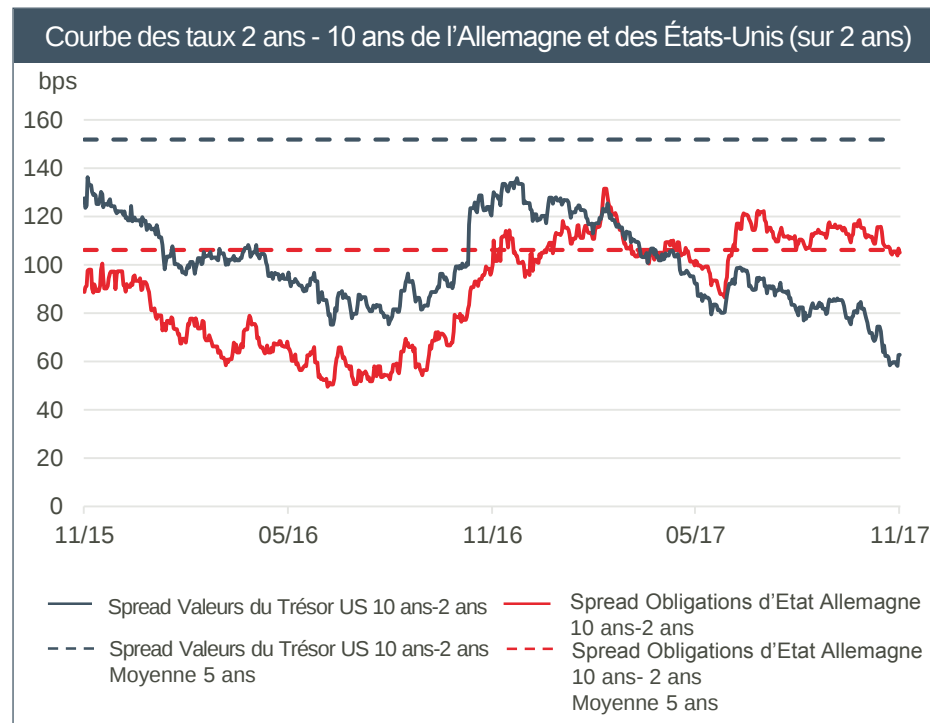


Sources : ODDO BHF AM GmbH | Bloomberg economist consensus forecast. Données au 30/11/2017

## Méfiez-vous des surprises de l'inflation



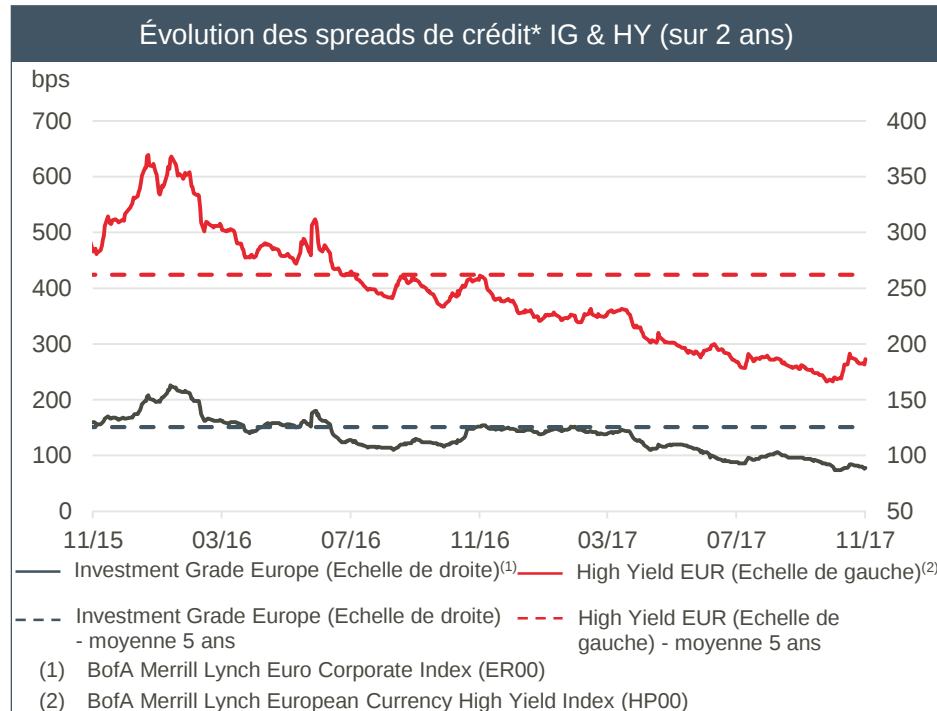
- Les fourchettes des rendements à 10 ans des Bunds et des valeurs du Trésor US se maintiennent, en raison du caractère très progressif du dénouement des politiques de relance et de l'inflation inférieure aux attentes
- Toutefois, ces titres sont vulnérables à tout rebond imprévu de l'inflation ou changement dans la réaction des banques centrales
- L'IPC américain, en particulier, peut pousser la Fed à repenser la trajectoire de normalisation de sa politique monétaire



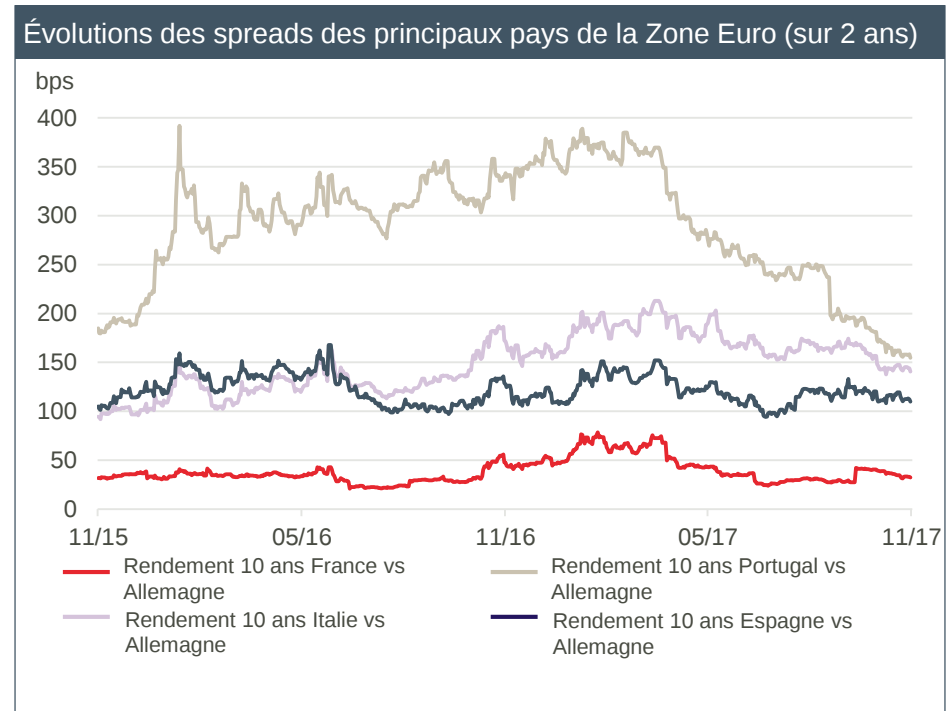
- La courbe américaine s'est aplatie de manière prononcée sous l'effet des statistiques d'inflation inférieures aux attentes dans un contexte de durcissement de la politique monétaire. Il faut s'attendre à la poursuite de mouvement d'aplatissement baissier (« bear flattening »), car la Fed se montre plus restrictive que ne l'anticipent les marchés
- Pour l'instant, l'aplatissement de la courbe des taux n'est pas le signe avant-coureur d'un risque de récession accru aux États-Unis
- Après une pause récente, la pentification de la courbe des Bunds devrait se poursuivre à l'approche de la normalisation de la politique monétaire européenne, même si celle-ci sera très progressive

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Sources : ODDO BHF AM SAS | données au 30/11/2017

La compression des spreads est à un stade mature mais les spreads peuvent encore diminuer



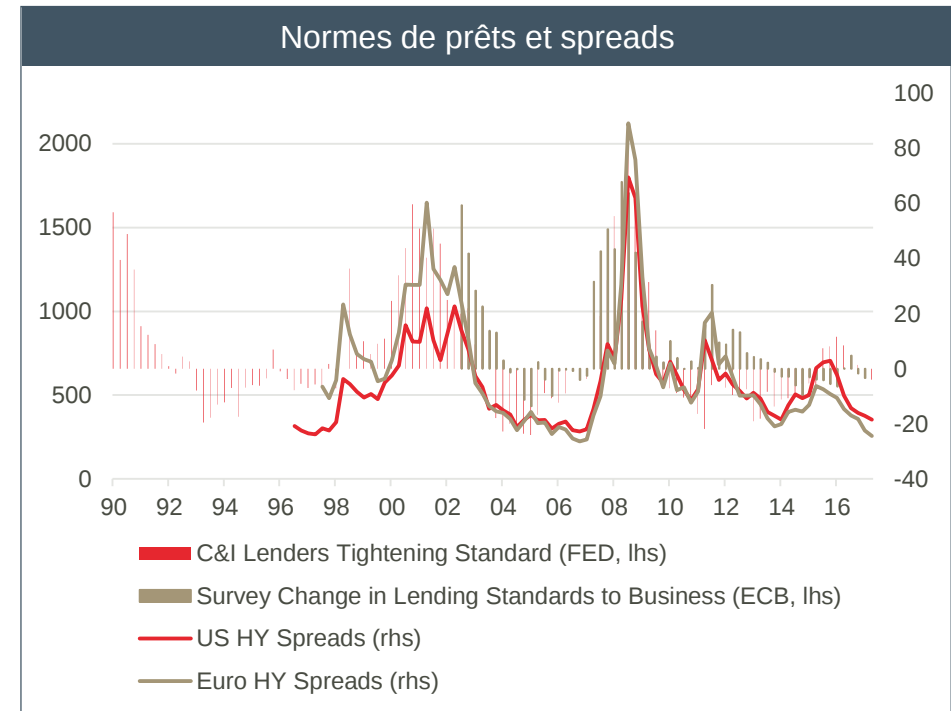
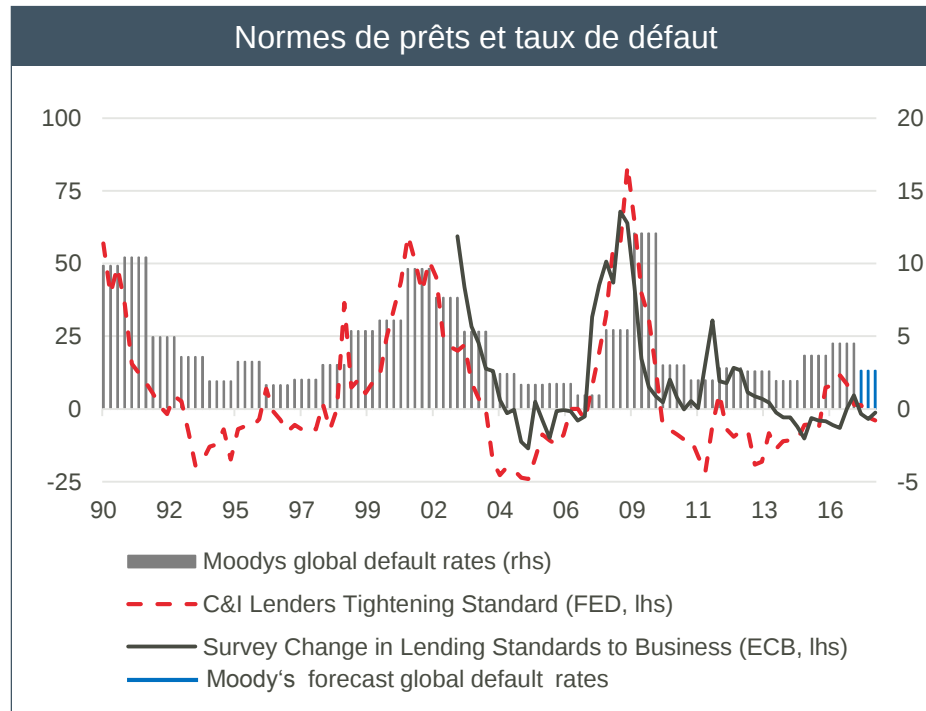
- Après s'être resserrés pendant longtemps sans interruption, les spreads se sont légèrement écartés en novembre
- Le crédit sera supporté par un *tapering* asymétrique de la BCE et par un important effet de stock lié au réinvestissement de son bilan
- Le portage va devenir le principal moteur de performance à la place de la compression des spreads



- La compression des spreads est maintenant moins uniforme sur le marché périphérique européen (plus forte compression des spreads en Italie et au Portugal, stabilité en Espagne)
- Les spreads devraient légèrement se contracter sous l'effet de la formation probable d'une grande coalition allemande soutenant les mesures pro-européennes d'Emmanuel Macron
- L'Italie est toujours notre marché favori malgré les quelques désordres que pourraient provoquer les élections à venir

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps

Sources : ODDO BHF AM SAS | données au 30/11/2017



- Détente récente des normes de prêts aux US et en Europe
- Pour le moment, aucun signe de hausse des taux de défaut.
- Préviation des taux de défaut dans le monde à fin Octobre 2018 : 1.7%

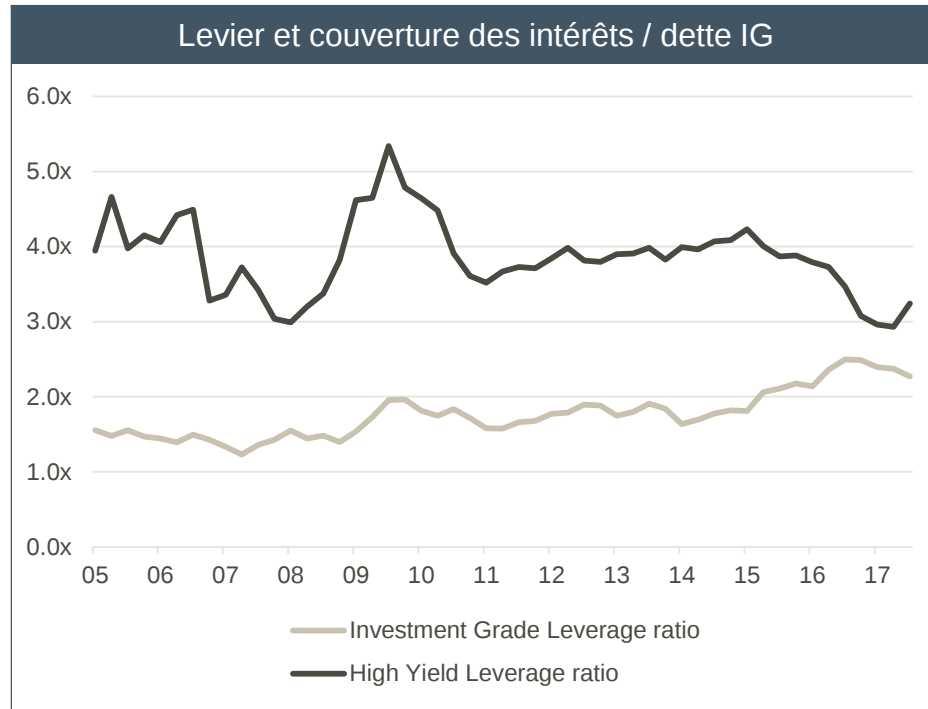
- Les normes de prêts et les spreads évoluent parallèlement

Source : Moody's au 30/09/2017, Fed, BCE, Bloomberg | Données de droite au 30/09/2017

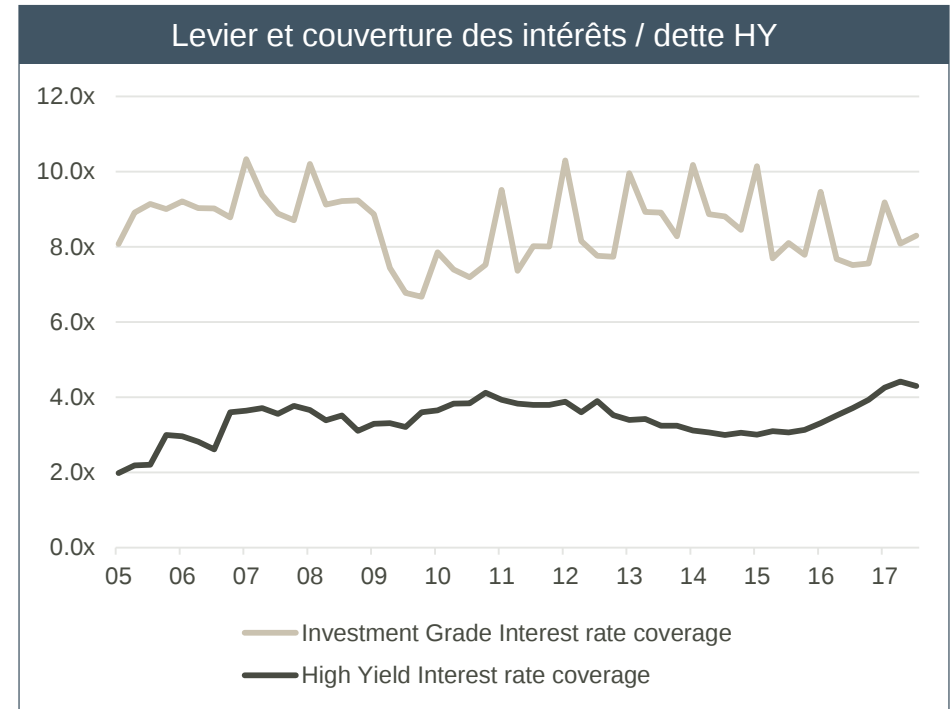
# Marchés du crédit européen – Levier et couverture des intérêts



Les fondamentaux du crédit sont toujours raisonnables



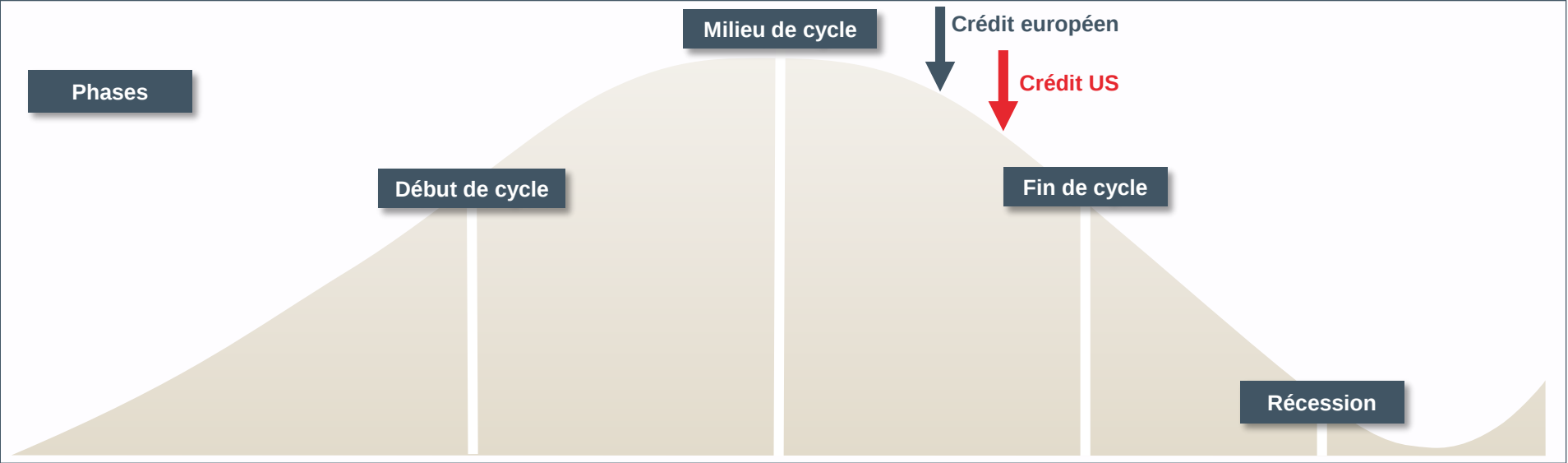
- Le levier des obligations à haut rendement est proche de ses plus faibles niveaux historiques
- Le levier des obligations IG s'est accru, mais surtout pour certains émetteurs bien notés et pour les producteurs de matières premières



- Solide ratio de couverture des intérêts pour les émetteurs IG et HY

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Source : Deutsche Bank au 30/09/2017



|                           | Début de cycle                                             | Milieu de cycle                                                   | Fin de cycle                                                          | Récession                                                |
|---------------------------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| Défauts                   | Plateau                                                    | Tendance baissière                                                | Niveau plancher                                                       | Hausse                                                   |
| Marges bénéficiaires      | Redressement                                               | Expansion                                                         | Plateau                                                               | Baisse & niveaux plus bas                                |
| Dépenses d'investissement | Faibles puis remontée                                      | Stabilisation                                                     | Accélération                                                          | Baisse                                                   |
| Dividendes                | Hausse du dividende et remontée des ratios de distribution | Hausse du dividende et stabilisation des ratios de distribution   | Hausse du dividende et baisse des ratios de distribution              | Baisse du dividende et hausse des ratios de distribution |
| Rachats d'actions         | Remise en place de programmes                              | Hausse des rachats d'actions, mais inférieure aux free cash-flows | Hausse des rachats d'actions proche ou supérieure aux free cash-flows | Baisse ou interruption                                   |
| Fusions-acquisitions      | Début de cycle                                             | Croissance, apparition de transactions majeures                   | Pics, méga-transactions, valorisations élevées                        | Fin de cycle, valorisations attractives                  |
| Position en liquidités    | Accumulation                                               | Accumulation et redéploiement                                     | Baisse                                                                | Ré-accumulation                                          |

Sources : ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/11/2017

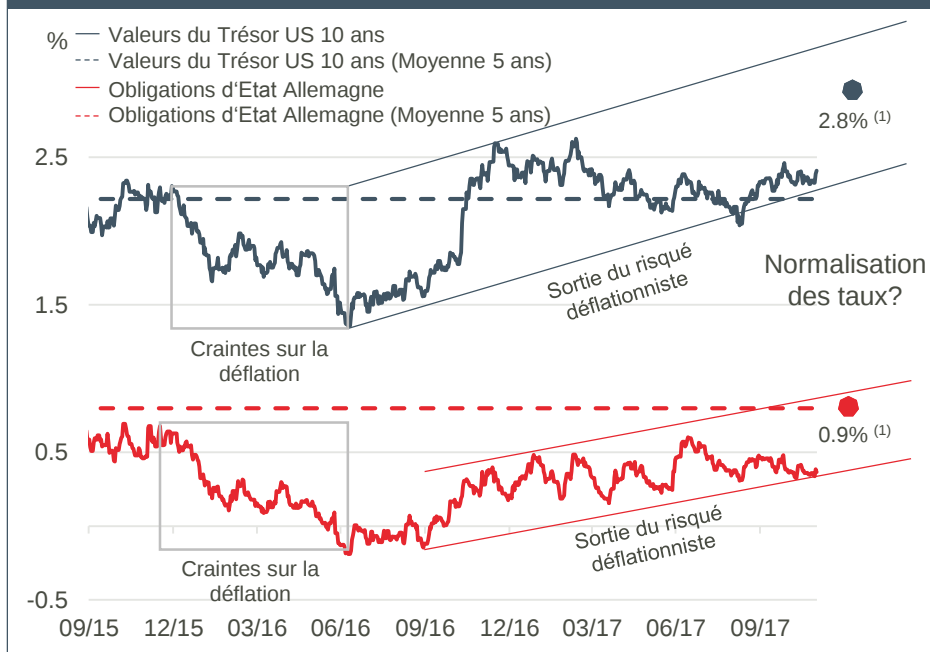


## OPPORTUNITÉS SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT

# 02

## Le retour du risque de taux d'intérêt

### Taux souverains à 10 ans de l'Allemagne et des États-Unis (sur 2 ans)

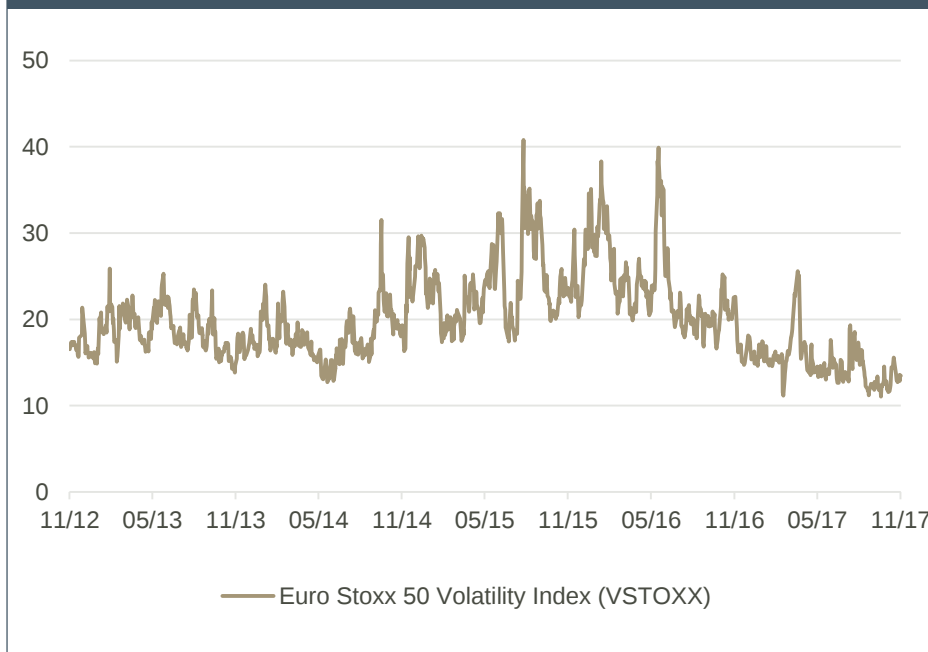


- Les fourchettes des rendements à 10 ans des Bunds et des valeurs du Trésor US se maintiennent, en raison du caractère très progressif du dénouement des politiques de relance et de l'inflation inférieure aux attentes
- Toutefois, ces titres sont vulnérables à tout rebond imprévu de l'inflation ou changement dans la réaction des banques centrales
- L'IPC américain, en particulier, peut pousser la Fed à repenser la trajectoire de normalisation de sa politique monétaire

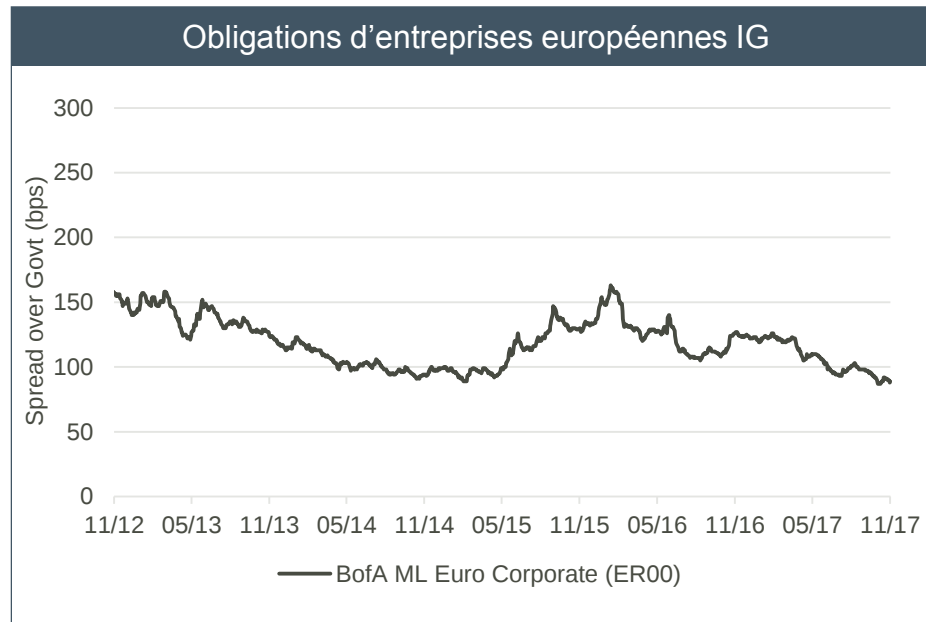
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Sources : ODDO BHF AM SAS | données au 30/11/2017

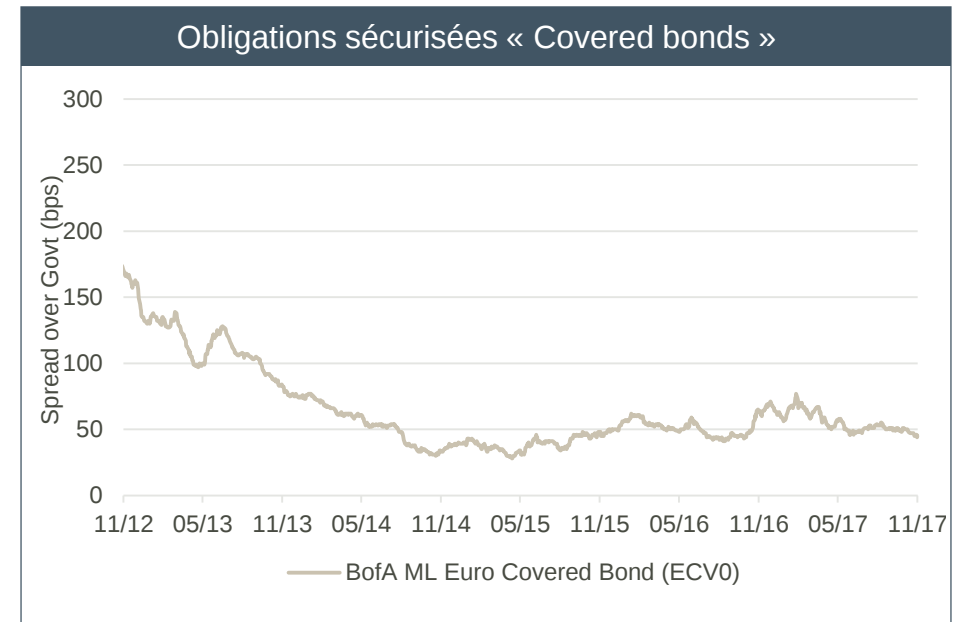
### Volatilité des actions (Euro Stoxx 50)



- La volatilité des actions s'est maintenue dans une fourchette assez étroite au 1er semestre, à l'exception notable de la période précédant le 1er tour des présidentielles françaises à la mi-avril, et de celle pendant laquelle Donald Trump a été menacé de destitution, à la mi-mai
- Comme le panorama macroéconomique est positif pour le 2nd semestre, il se peut que la volatilité évolue avant tout en fonction des interventions des banques centrales et des risques politiques



- En 2017, le crédit IG a largement bénéficié de la recherche de rendement des investisseurs et de la politique accommodante de la BCE
- Malgré des niveaux d'émissions élevés, les primes de risque ont continué de baisser jusqu'à des plus bas depuis 2014. L'allongement des maturités moyennes permet aux entreprises de réduire pendant plus longtemps leurs charges d'intérêts, et ainsi d'améliorer leurs indicateurs de crédit
- La classe d'actifs va continuer de bénéficier du soutien de la BCE, qui a décidé de poursuivre ses achats de « quantités importantes d'obligations d'entreprises » et de réinvestir le principal des titres arrivés à échéance, mais dans des proportions moins élevées qu'avant

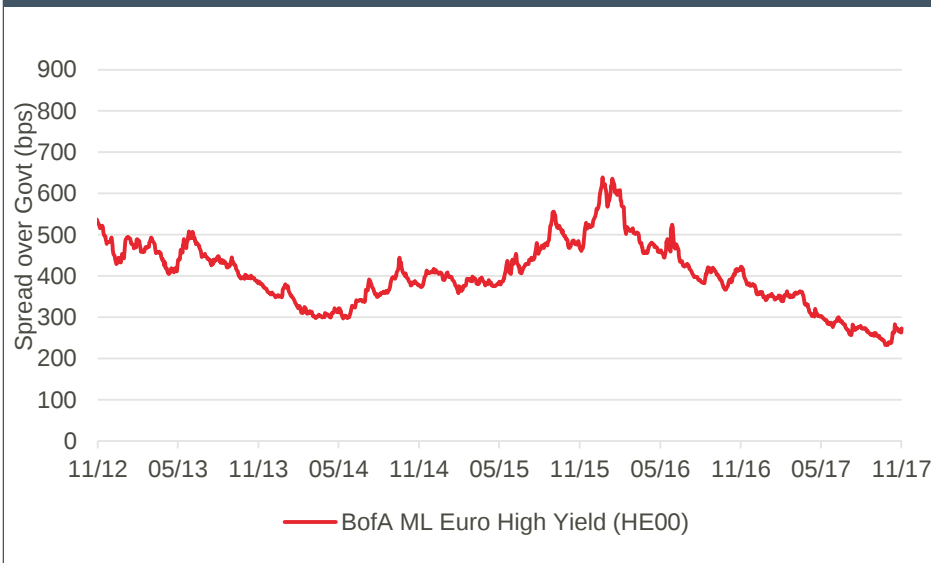


- La classe d'actifs demeure sensible à la hausse des taux d'intérêt de la Zone Euro en raison de ses spreads plus faibles et d'une durée relativement importante. Les primes de risque sont dictées par le troisième plan d'achats d'actifs de la BCE (CBPP3)<sup>1</sup> et se maintiennent aux alentours de 50 points de base au-dessus des rendements souverains depuis la mi-septembre
- Même avec la réduction de son plan d'achats d'actifs décidée par la BCE, la classe d'actifs restera très peu liquide
- Toutefois, son attrait relatif s'améliore, car les primes de risque d'autres classes d'actifs ont continué de baisser au troisième trimestre

<sup>1</sup>CPP3 : Covered Bond Purchase Program (programme d'achats d'obligations sécurisées)  
Sources : ODDO BHF AM SAS | données au 30/11/2017

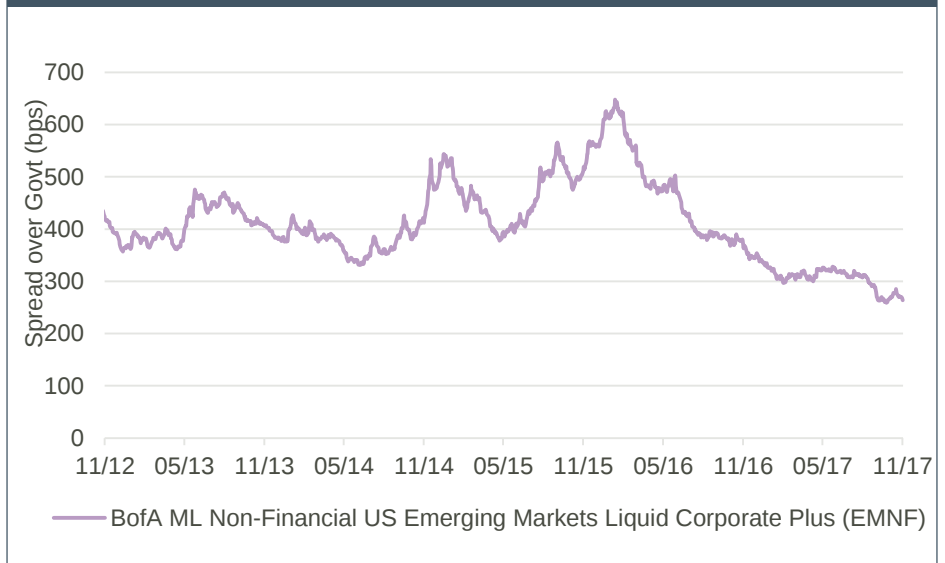


## Oblig. européennes à haut rendement



- Depuis la dernière crise du crédit au 1er trimestre 2016, les primes de risque des obligations High Yield n'ont cessé de se contracter sous l'effet de l'amélioration des conditions économiques en Europe et de la bonne orientation des bénéfices des entreprises
- Dans l'ensemble, les indicateurs de crédit sont favorables, et par conséquent les taux de défaut européens et mondiaux devraient continuer à diminuer dans les prochains mois
- Malgré le niveau record des émissions, l'offre nette reste modeste car les entreprises passent au rang Investment Grade ou décident de refinancer leur dette sur le marchés des *loans*
- La classe d'actifs bénéficie donc de facteurs techniques positifs

## Obligations des marchés émergents



- Dernièrement, les obligations d'entreprises des marchés émergents ont bénéficié de la dissipation des craintes entourant la croissance chinoise, de la stabilisation des prix des matières premières, de l'amélioration globale de l'environnement économique et de la quête de rendement des investisseurs.
- Toutefois, les flux de capitaux risquent de s'ajuster brusquement en cas de hausse des taux d'intérêt américains et contribuer ainsi à limiter le resserrement des spreads de la dette émergente
- D'un autre côté, dans de nombreux pays émergents, les banques centrales bénéficient à nouveau d'une marge de manœuvre dans leurs politiques de taux afin de contrebalancer l'impact du *tapering* américain

Sources : ODDO BHF AM SAS | données au 30/11/2017

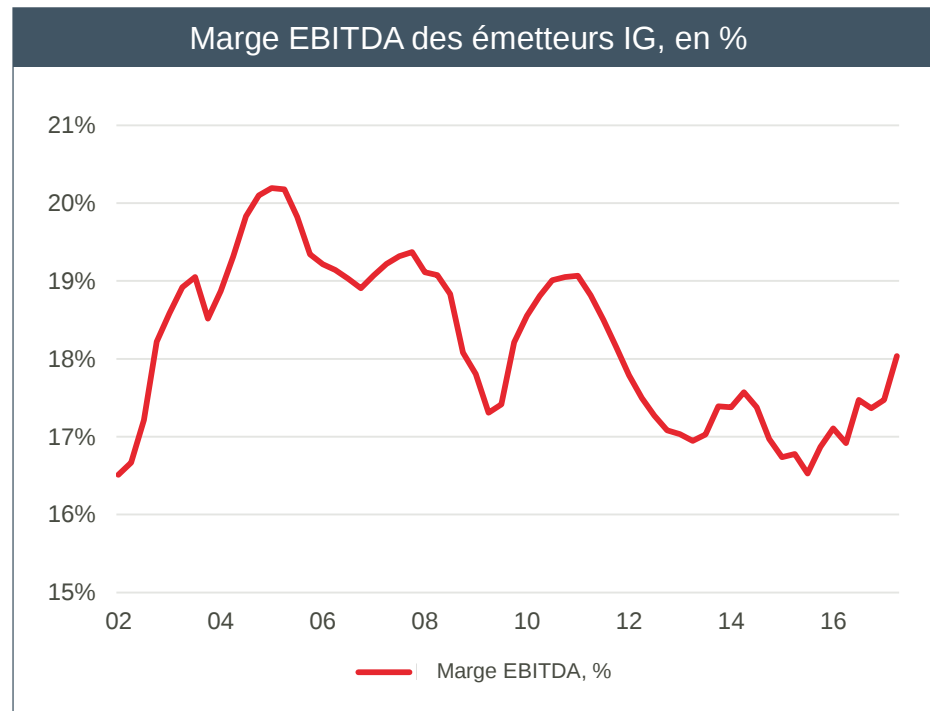
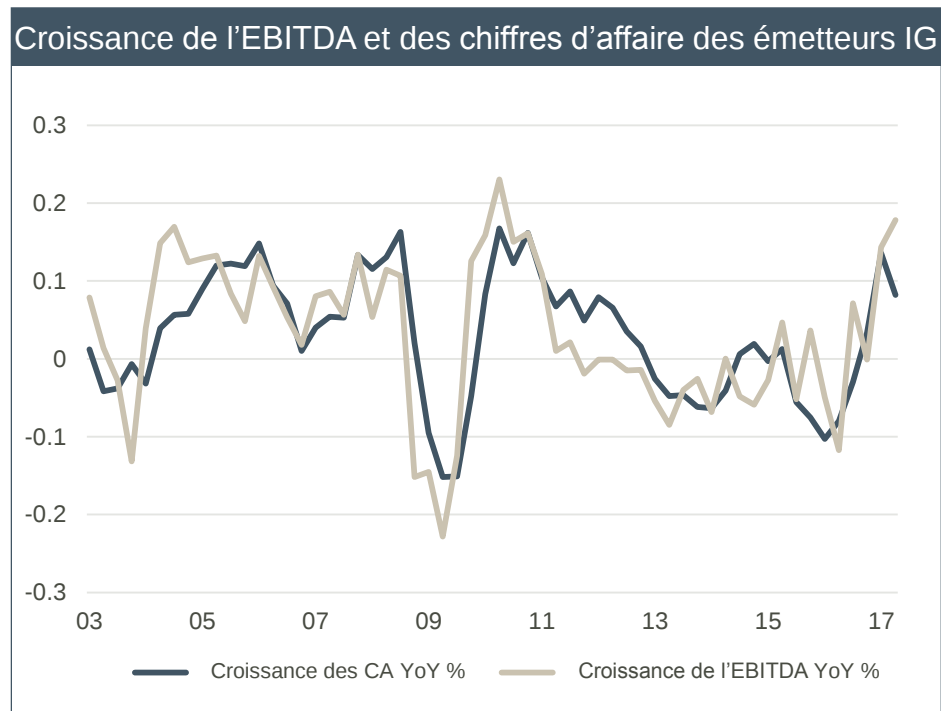


INVESTMENT GRADE

03

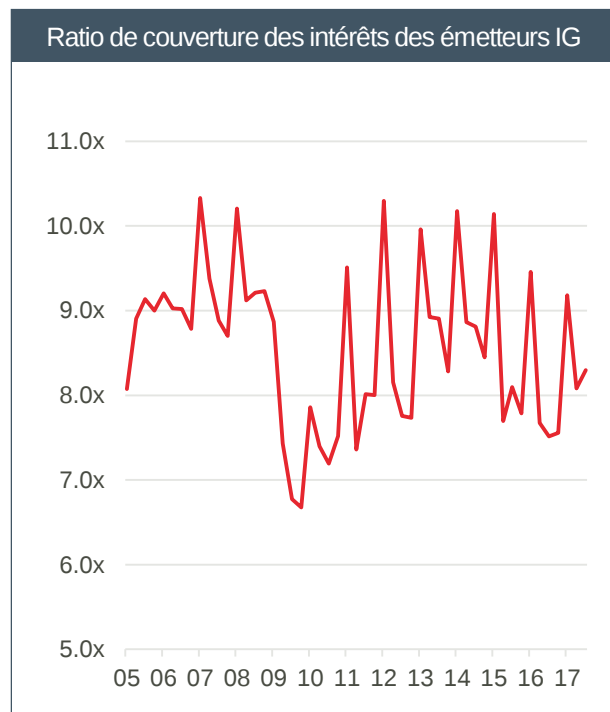


La dynamique actuelle des bénéfices est positive

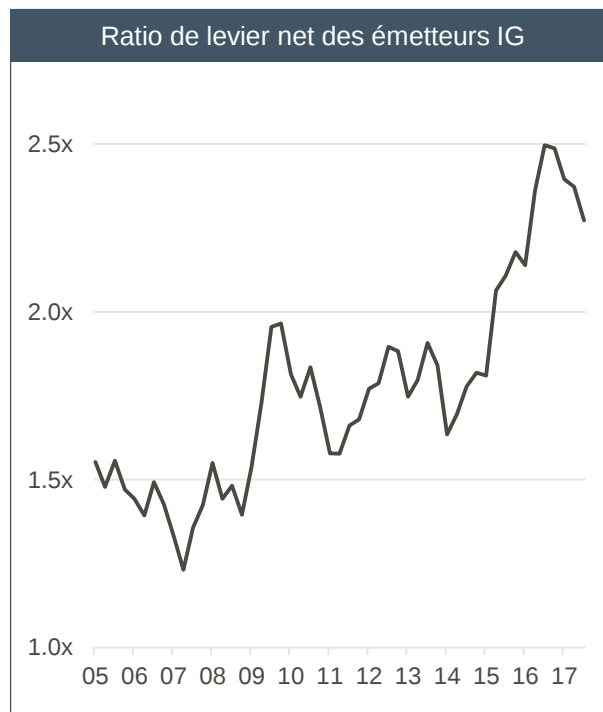


Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

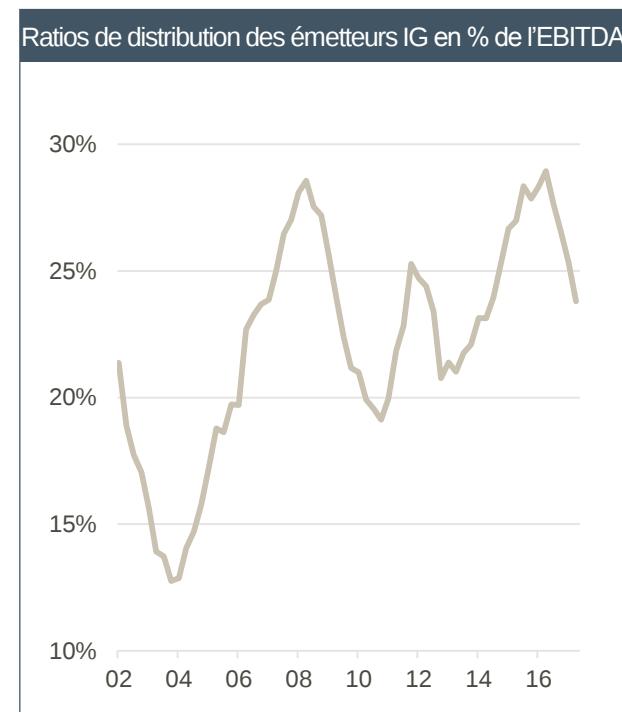
Source : J.P. Morgan | Données au 30/06/2017



- Les ratios de couverture des intérêts sont toujours proches de plus hauts historiques



- Le de-leveraging actuel est tiré par la croissance des bénéfices



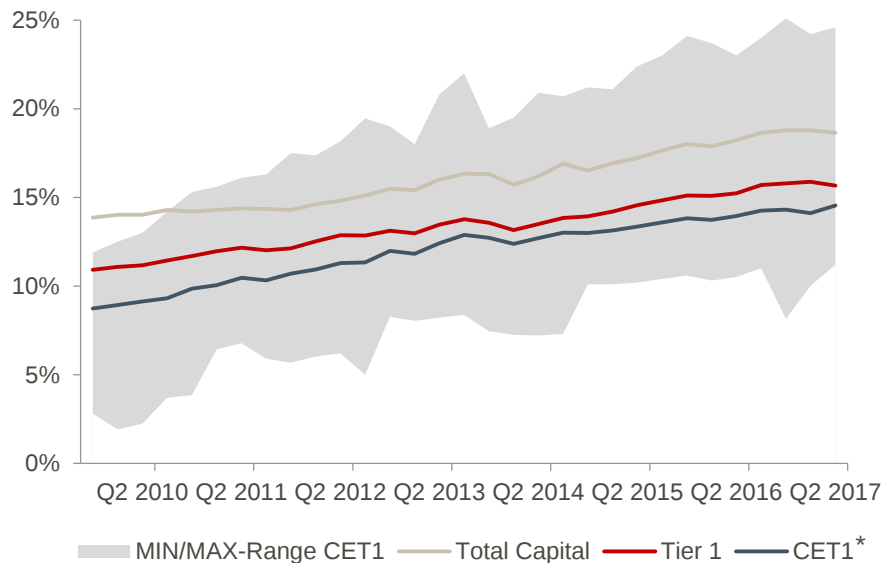
- La gestion financière des entreprises semble relativement prudente

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

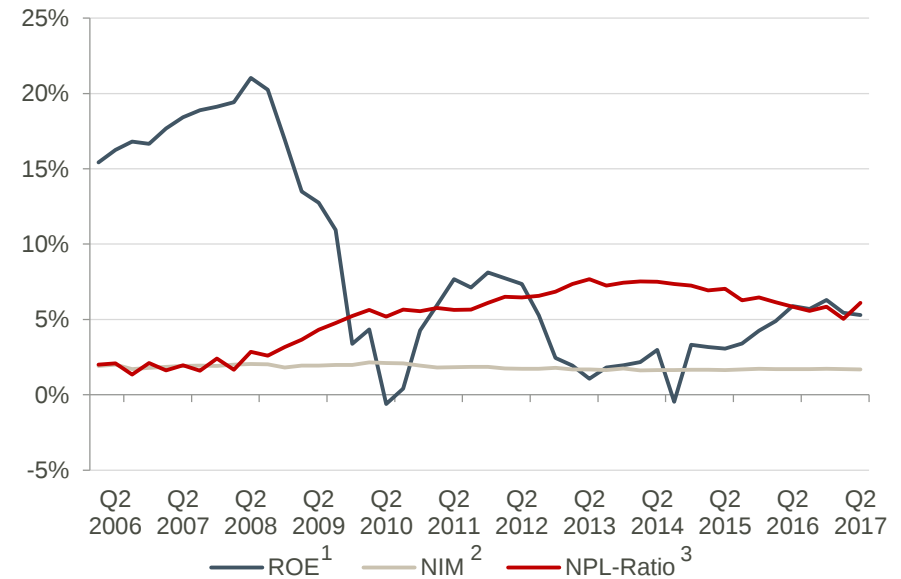
Source : Données de gauche : Deutsche Bank au 30/09/2017; Données de droite : J.P. Morgan 30/06/2017



## Ratios de fonds propres pondérés des risques des banques européennes



## Rentabilité et qualité des actifs des banques européennes



- La solvabilité des banques s'est nettement améliorée ces dernières années, mais les écarts se creusent en matière de capitalisation
- La rentabilité est toujours modeste, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt, de l'importance des coûts réglementaires et des plans de restructuration en cours. La dynamique positive de l'économie devrait soutenir la croissance des bénéfices
- La qualité des actifs s'améliore depuis peu, mais le niveau élevé des NPL<sup>3</sup> des banques italiennes demeure une préoccupation majeure

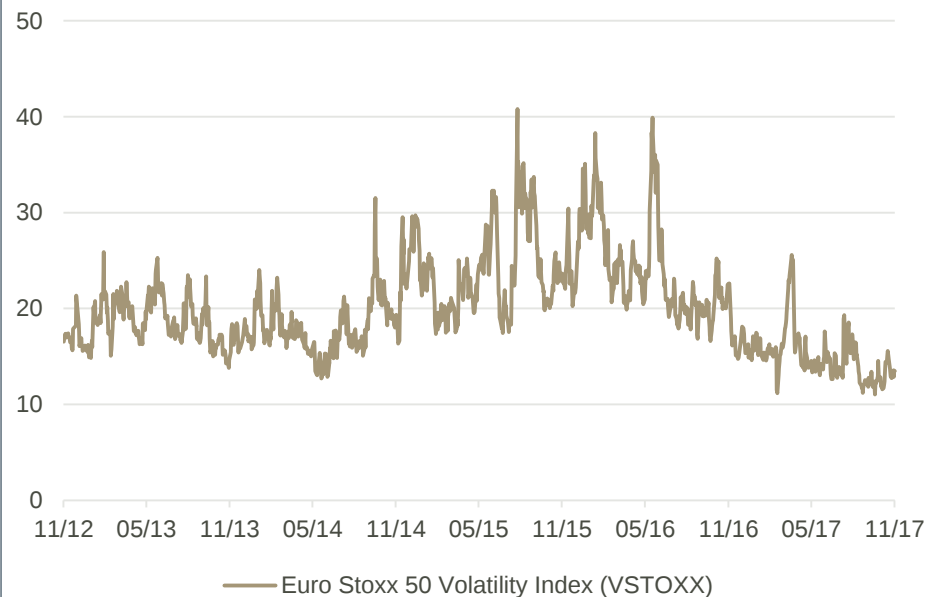
\* Common Equity Tier 1 | <sup>1</sup> ROE : rentabilité des fonds propres ; <sup>2</sup> NIM : marges d'intérêt nettes ; <sup>3</sup> NPL : Prêts non performants | Moyenne des composantes de l'indice STOXX Europe 600 Banks au 12/10/2016 ; ratios de solvabilité calculés selon les règles transitoires Bâle III

Source : ODDO BHF AM GmbH, Bloomberg | Données au 2<sup>ème</sup> trimestre 2017

## Volatilité des contrats à terme sur le Bund



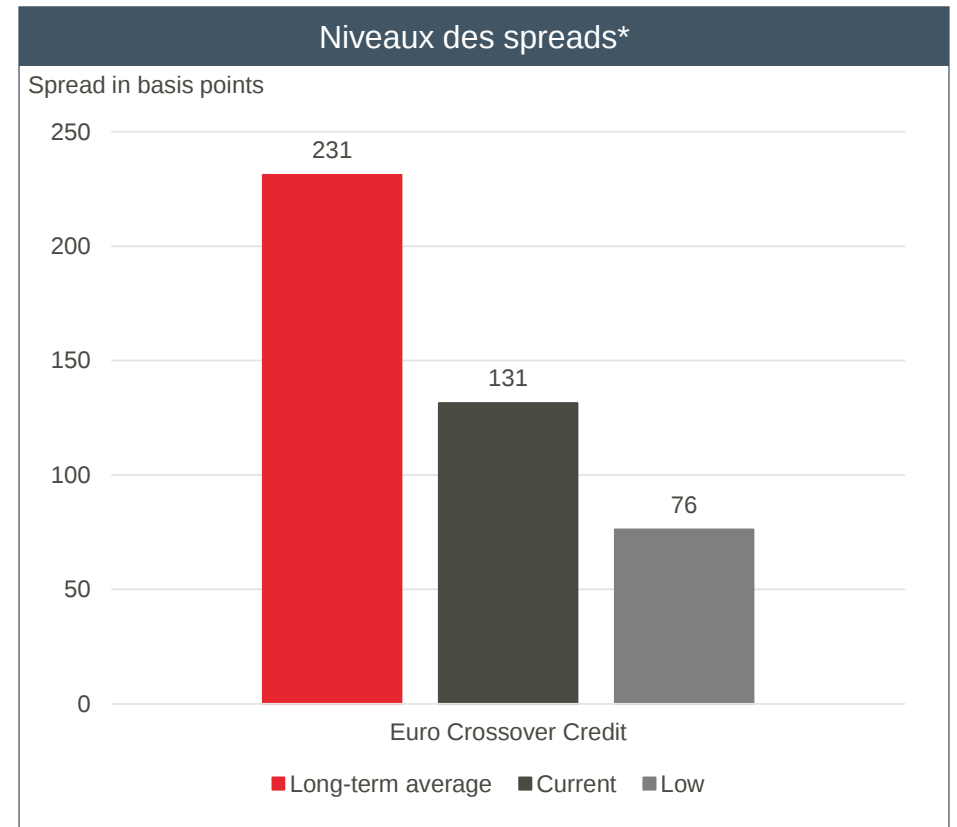
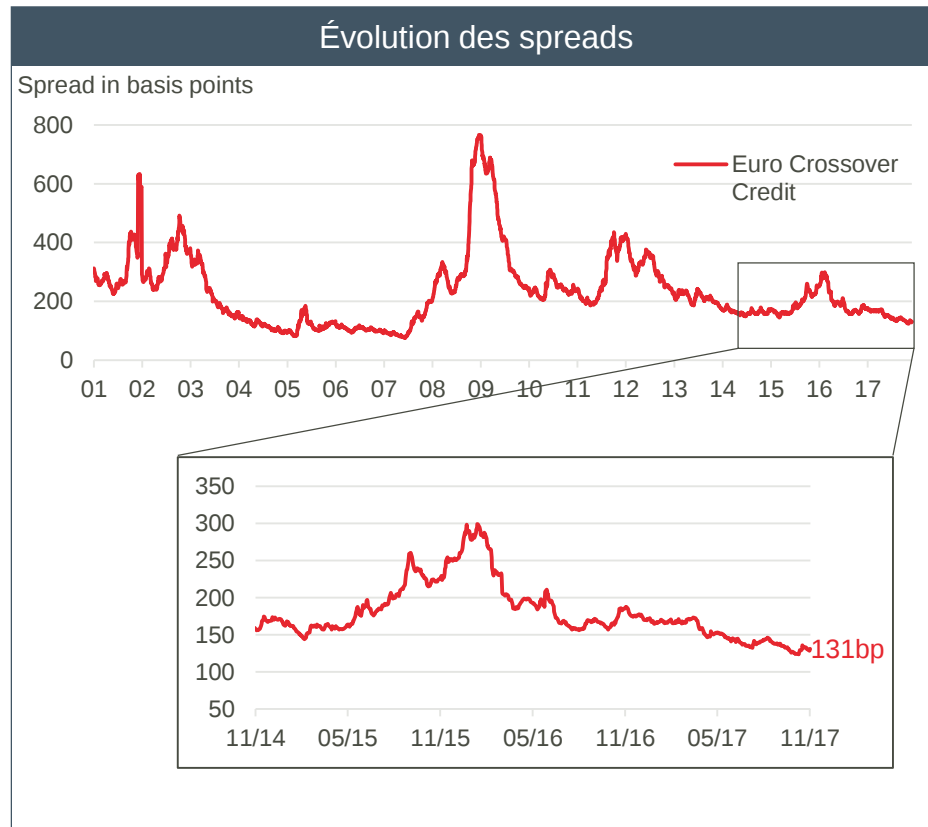
## Volatilité des actions européennes : indice Vstoxx



- La volatilité des contrats à terme sur le Bund est inférieure à sa moyenne à long terme (5 %)
- La volatilité des actions européennes est inférieure à sa moyenne à long terme (Moyenne de long terme de 20 pour l'indice Vstoxx)
- L'affaiblissement de la volatilité est favorable au développement des spreads de crédit

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

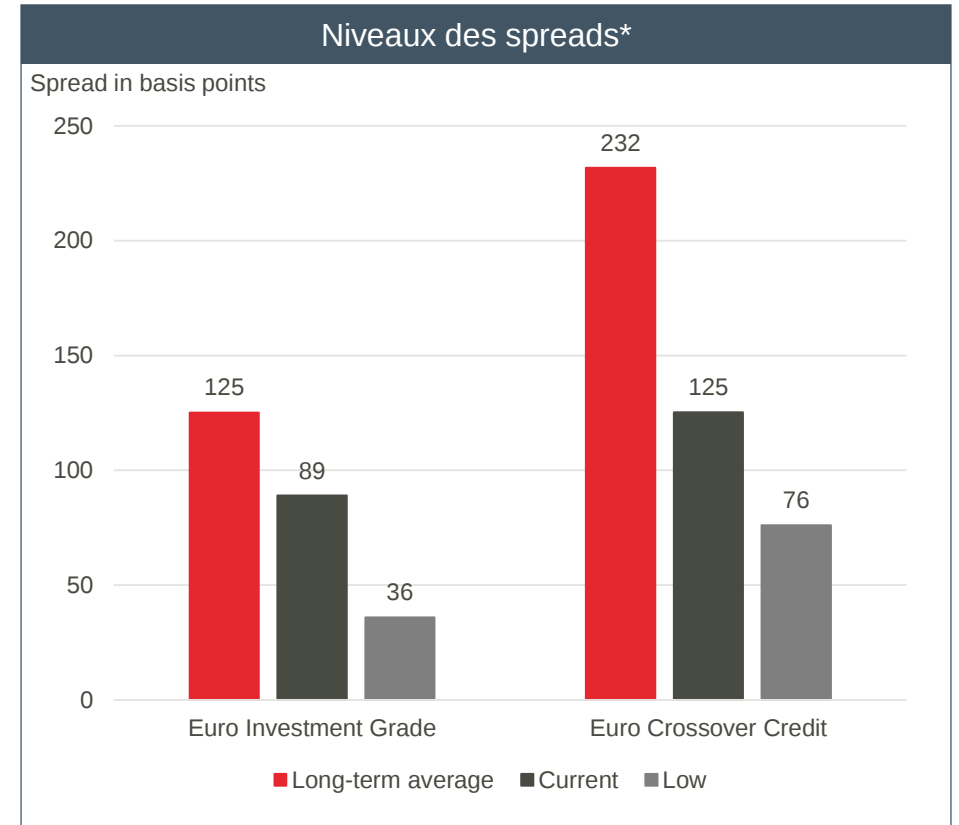
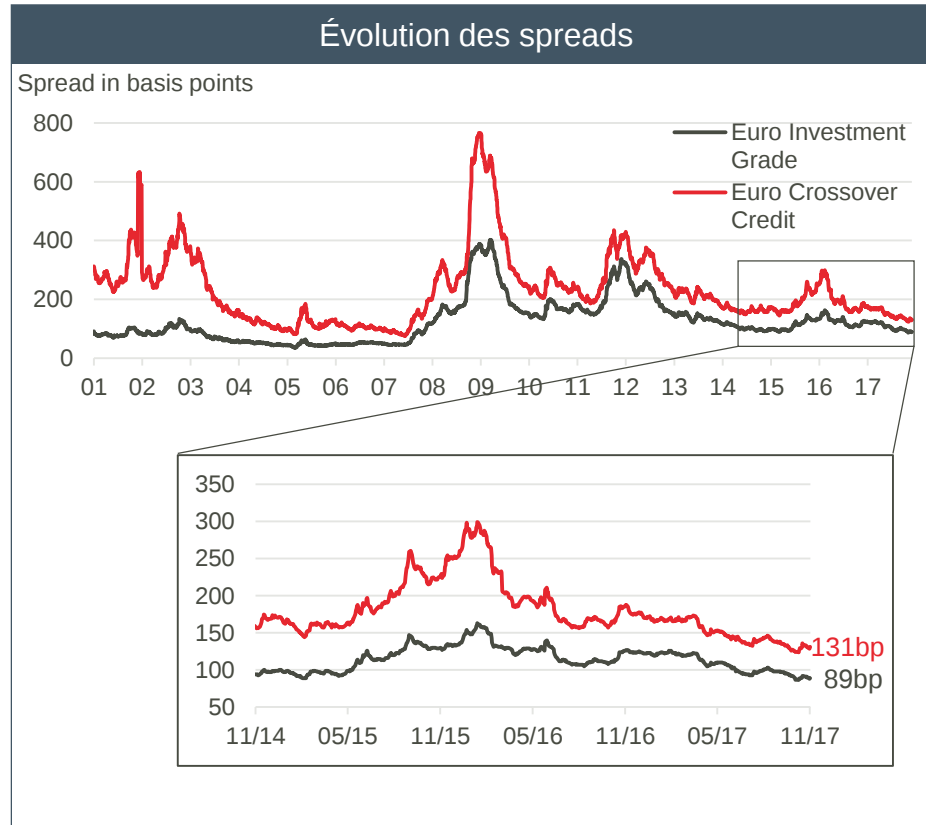
Sources : Bloomberg, ODDO BHF AM SAS | Données au 30/11/2017



- L'écart de spread entre le crédit crossover et Investment-Grade demeure relativement attrayant

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

\*Janvier 2001– Novembre 2017 | Analyse basée sur les indices BofA ML suivants : crédit crossover en EUR : 70% EN40 Index +30% HE1C Index. Sources: BofA ML, ODDO BHF AM SAS | Données au 30/11/2017

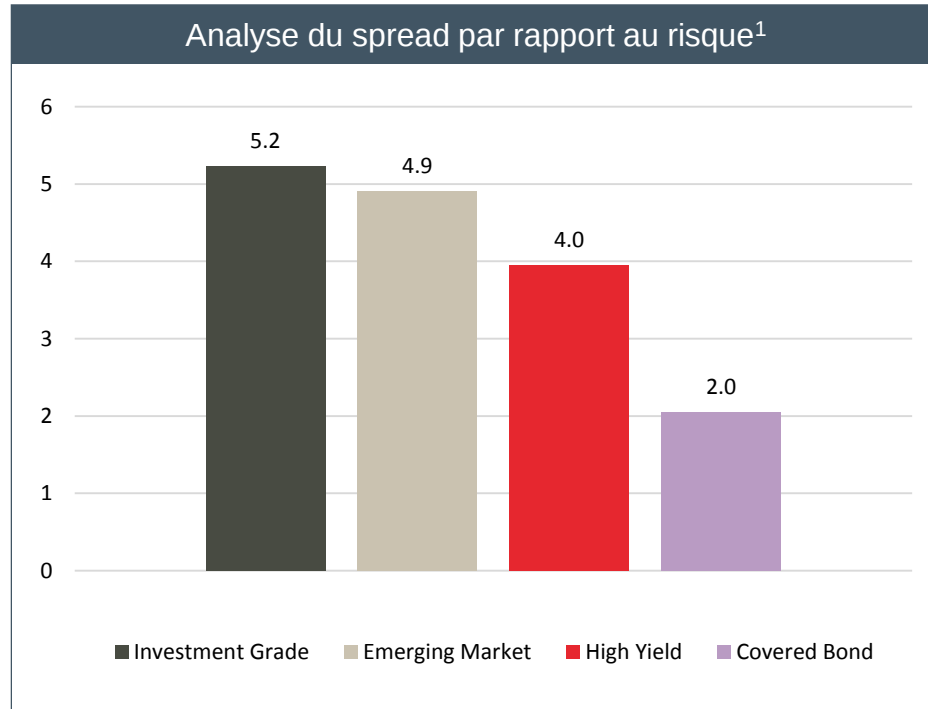


- Les spreads actuels du crédit IG en euro sont inférieurs à la moyenne à long terme\*
- L'écart de spread entre le crédit crossover et Investment-Grade demeure relativement attrayant

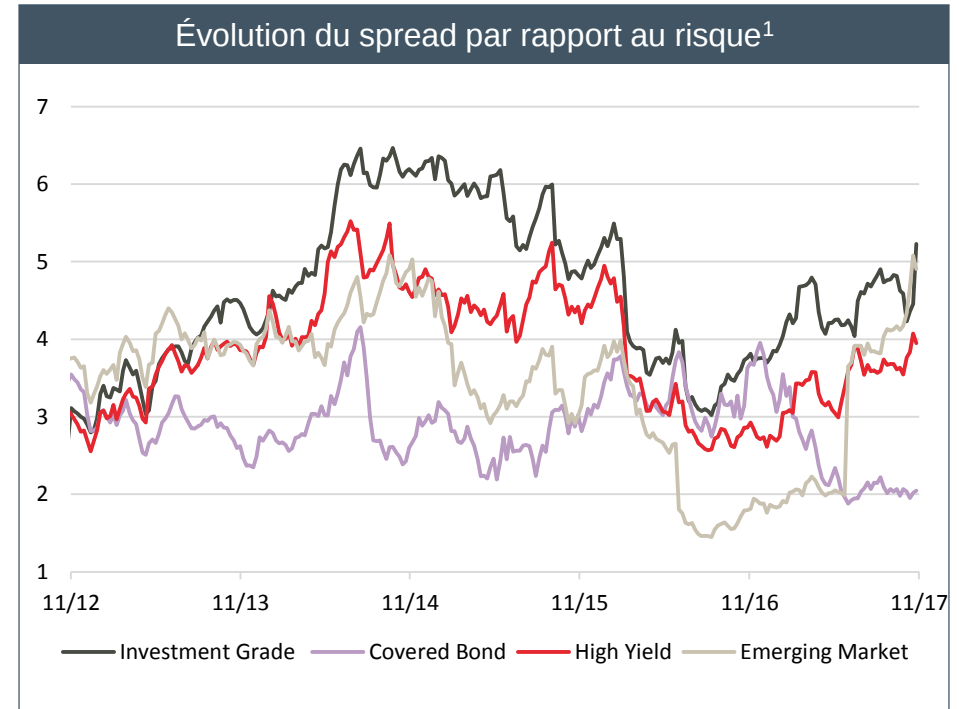
**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

\*Janvier 2001– Novembre 2017 | Analyse basée sur les indices BofA ML suivants : crédit Investment Grade en EUR : ER00 Index, crédit crossover en EUR : 70% EN40 Index +30% HE1C Index.  
Sources : BofA ML, ODDO BHF AM SAS | Données au 30/11/2017

## Spread par rapport au risque

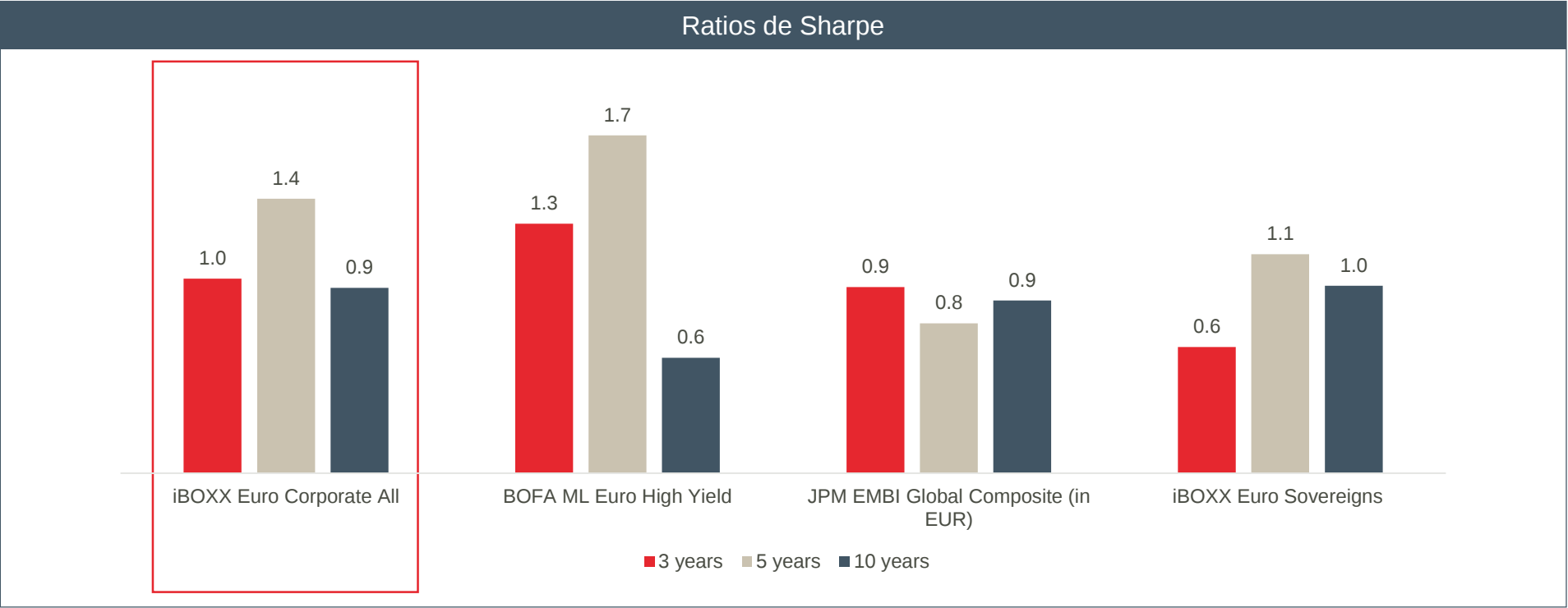


- La rémunération par unité de risque varie considérablement selon les classes d'actifs obligataires
- En base ajustée des risques, les obligations Investment Grade offrent toujours beaucoup de valeur



- En termes de spread par rapport au risque, les obligations Investment Grade et High Yield deviennent plus attractives
- En revanche, les « covered bonds » sont proches de plus bas pluri-annuels et se présentent actuellement comme la classe d'actifs obligataire la plus chère

<sup>1</sup> Indice BofA Merrill Lynch Currency High Yield (HP00), indice BofA Merrill Lynch Euro Emerging Markets Corporate Plus (EMEB), indice BofA Merrill Lynch Euro Corporate (ER00), indice BofA Merrill Lynch Euro Covered Bonds (ECV0). Spread par rapport au risque : spread divisé par la volatilité du spread sur 52 semaines  
Source : BofA Merrill Lynch ; ODDO BHF AM SAS & ODDO BHF AM GmbH | Données au 24/11/2017



- Historiquement, les émetteurs Investment Grade ont offert une performance ajustée du risque potentiellement attractive

Credit Outlook

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Sources : ODDO BHF AM SAS, J.P. Morgan | Données au 31/10/2017



## Résumé

- Les perspectives macroéconomiques sont toujours favorables aux obligations d'entreprises
- Les profils de crédit semblent robustes dans l'ensemble. Les politiques financières en Europe restent équilibrées entre les intérêts des actionnaires et des porteurs d'obligations
- Les facteurs techniques du marché concernant le volume d'émissions net devraient rester positifs Les investissements nets ainsi que le programme CSPP demeurent les principaux moteurs de l'évolution des spreads
- La volatilité croissante des taux d'intérêt pourrait influencer négativement les spreads de crédit
- Les spreads de crédit devraient continuer de bénéficier du plan d'achats d'obligations de la BCE
- Les obligations d'entreprises restent une classe d'actifs potentiellement attractive dans l'environnement de taux faibles

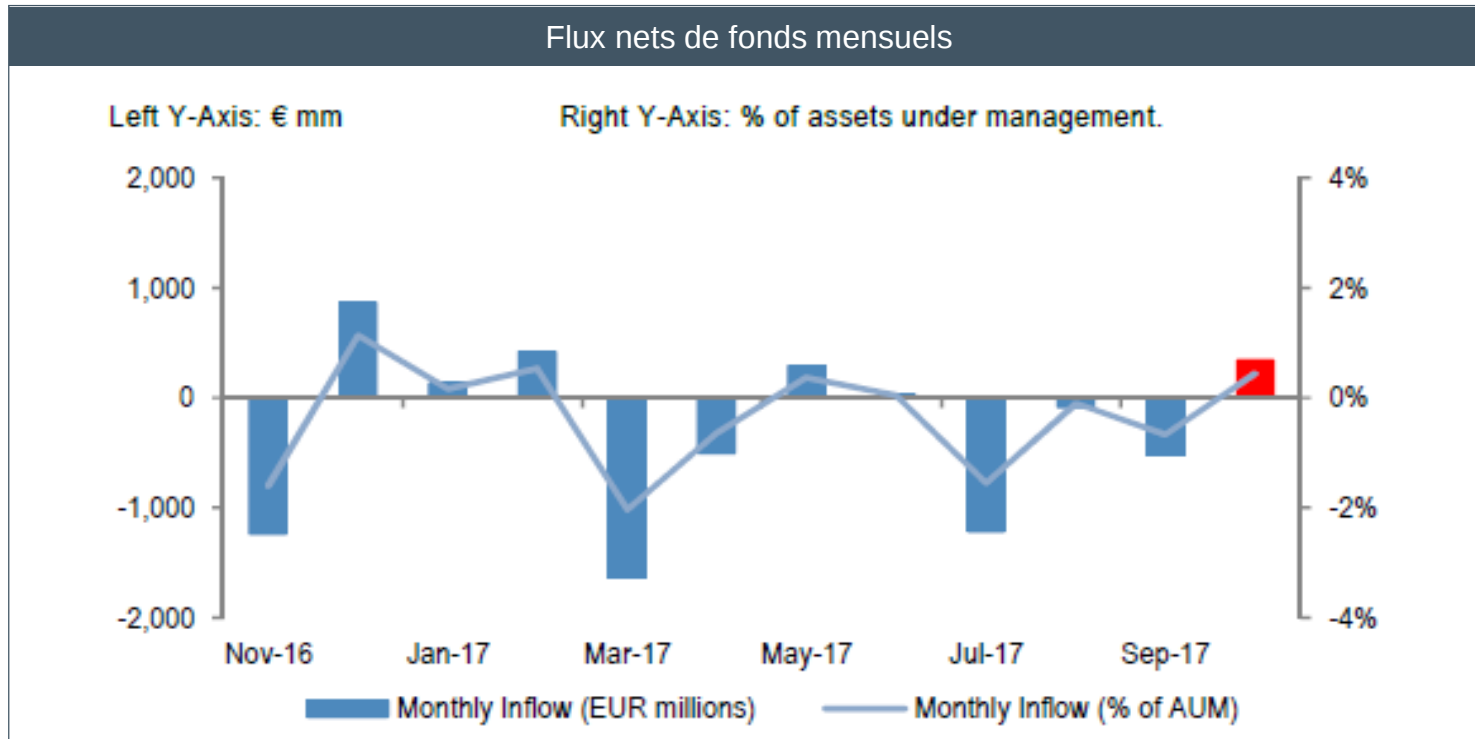
Source : ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/11/2017



HIGH YIELD

04

# Flux nets de fonds mensuels dans le crédit High Yield européen



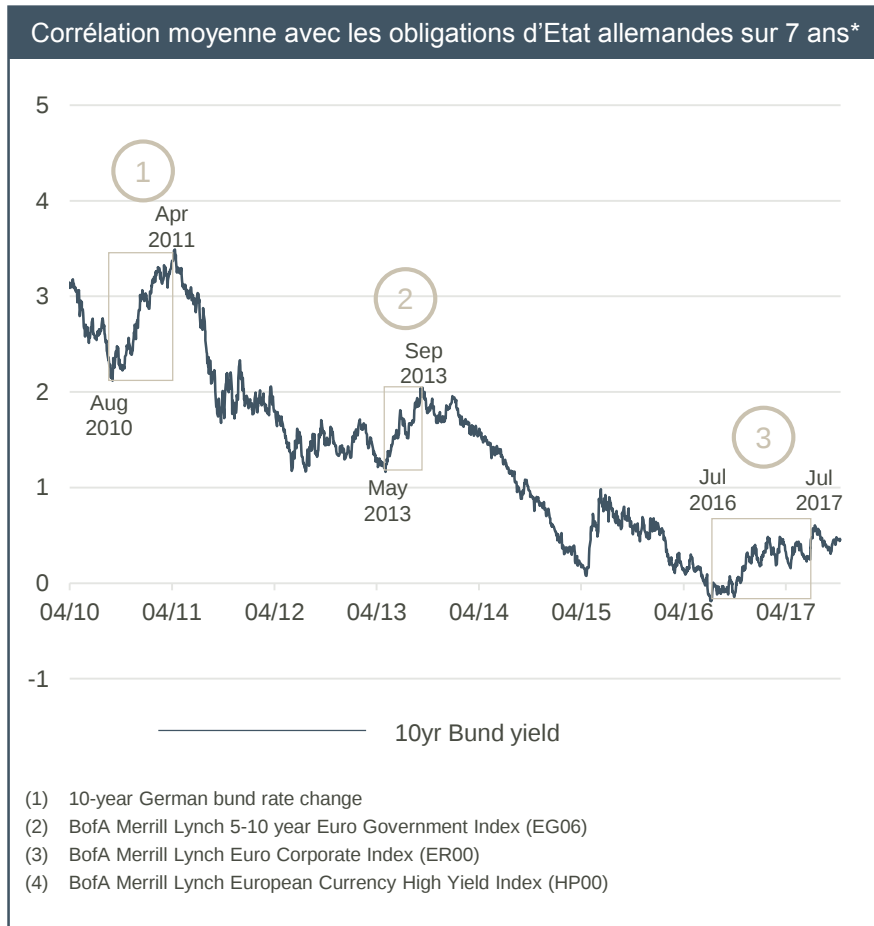
- Décollectes en 2017

Les présentes informations sont fournies à titre d'illustration uniquement et ne sauraient être interprétées comme un conseil d'investissement.  
Source : J.P. Morgan, Bloomberg | Données de novembre 2017

# L'impact de la hausse des taux d'intérêts sur les marchés obligataires



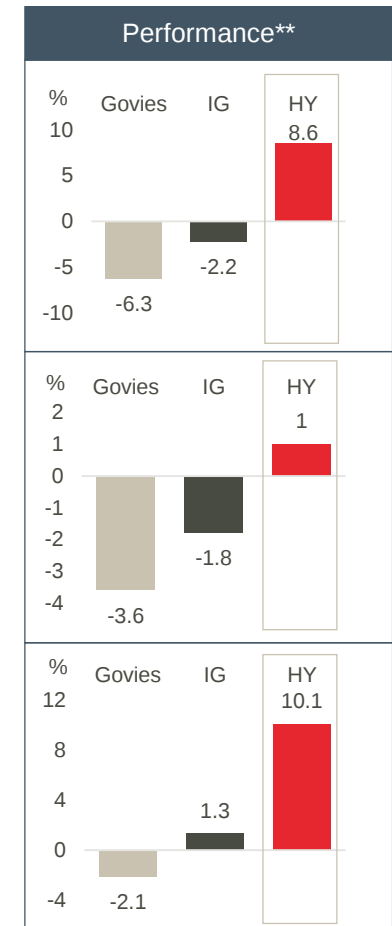
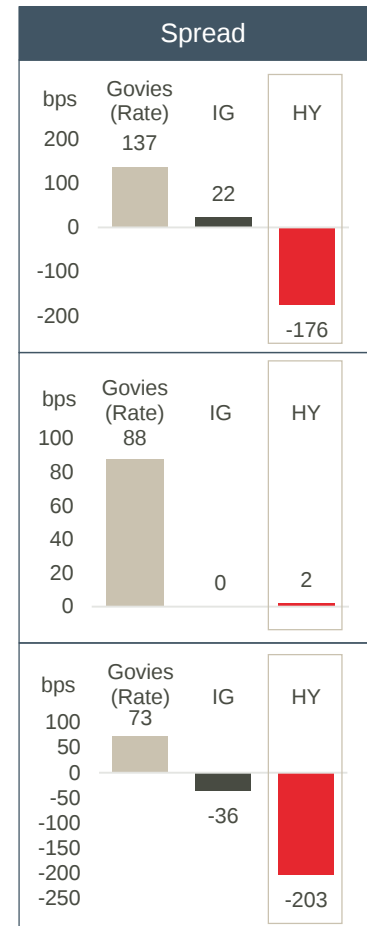
Les obligations High Yield performent en période de hausse des taux



1

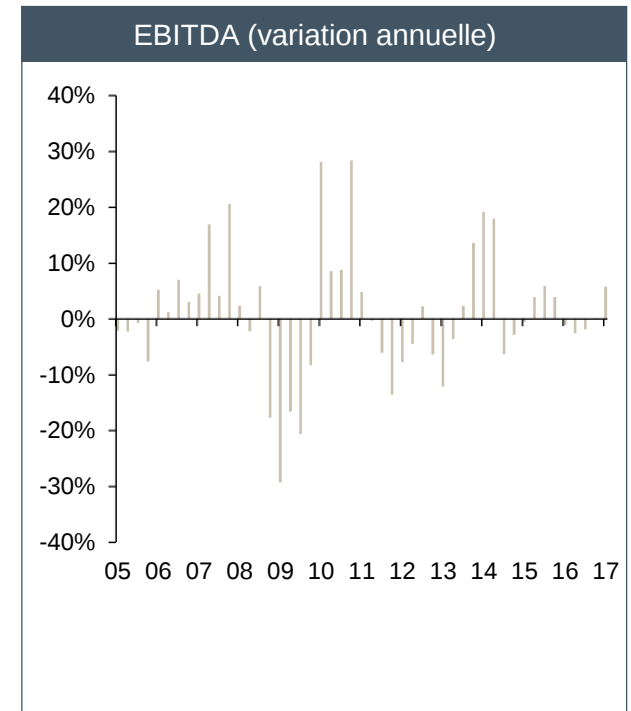
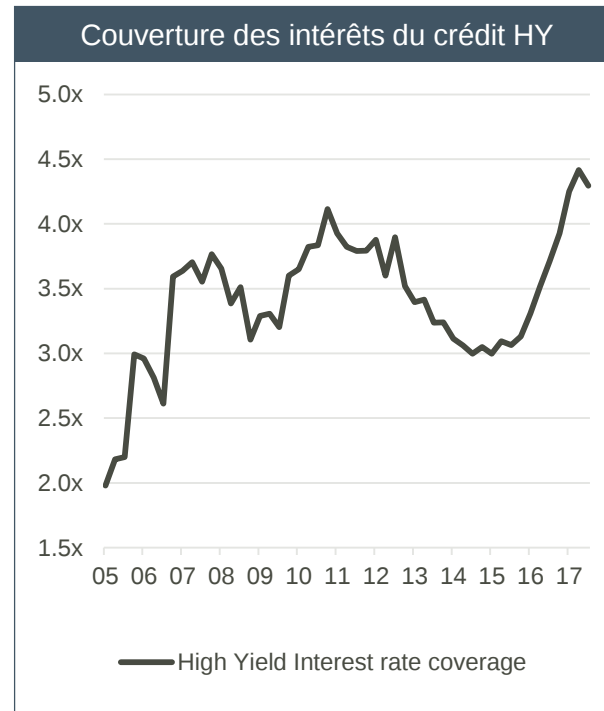
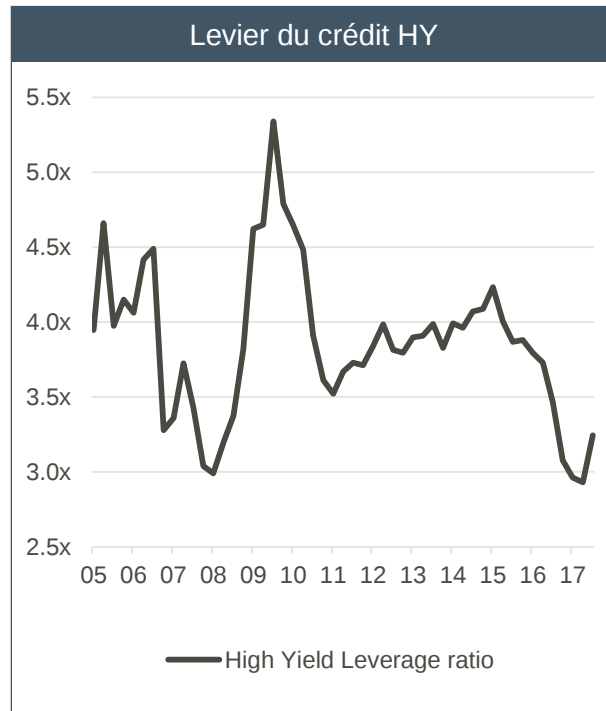
2

3



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

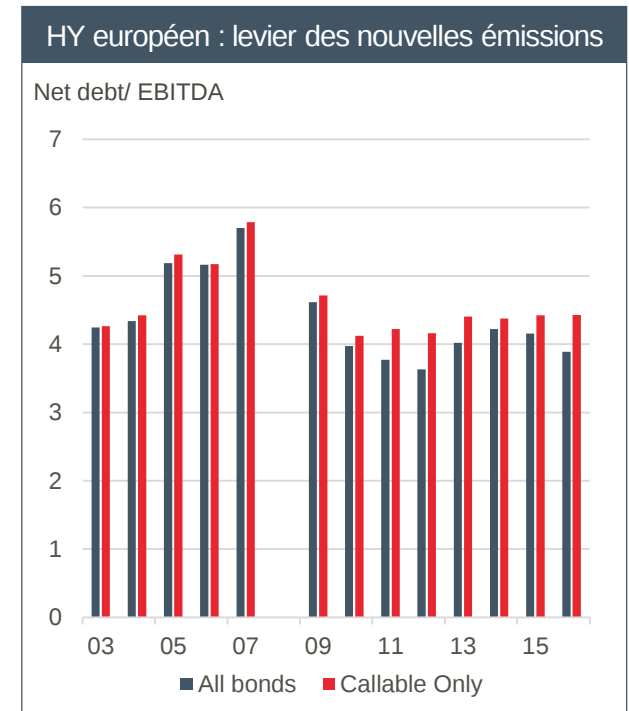
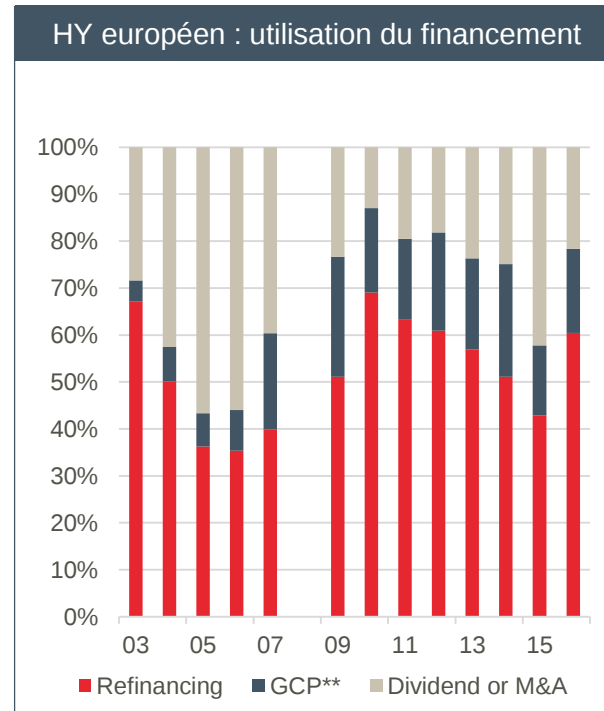
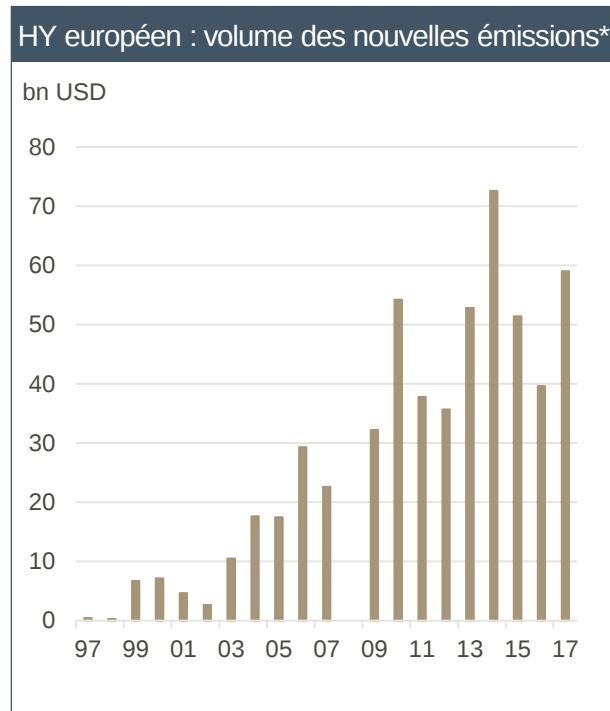
\* Changement de spread sur la période, \*\* Indice de performance sur la période; Source: Bloomberg et BofA ML, ODDO BHF AM GmbH, Septembre 2017



- Le levier des obligations à haut rendement diminue
- Amélioration du ratio de couverture des intérêts
- La stabilité des EBITDA devrait soutenir le marché du High Yield européen

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

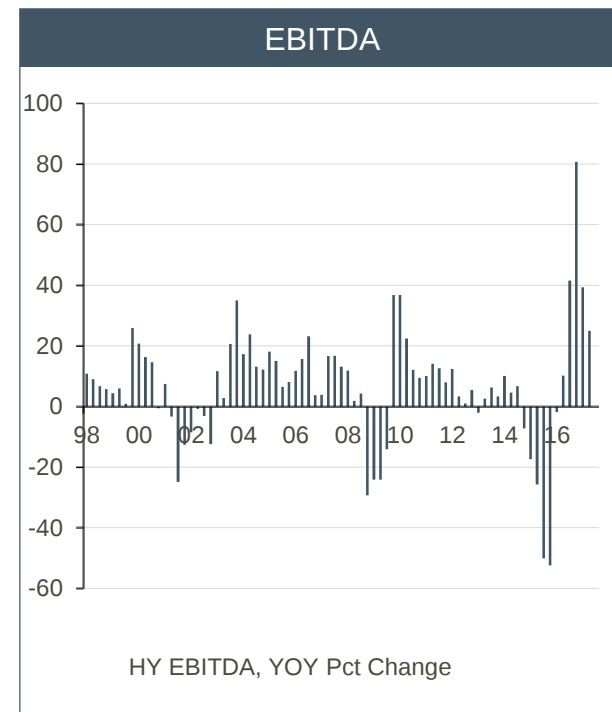
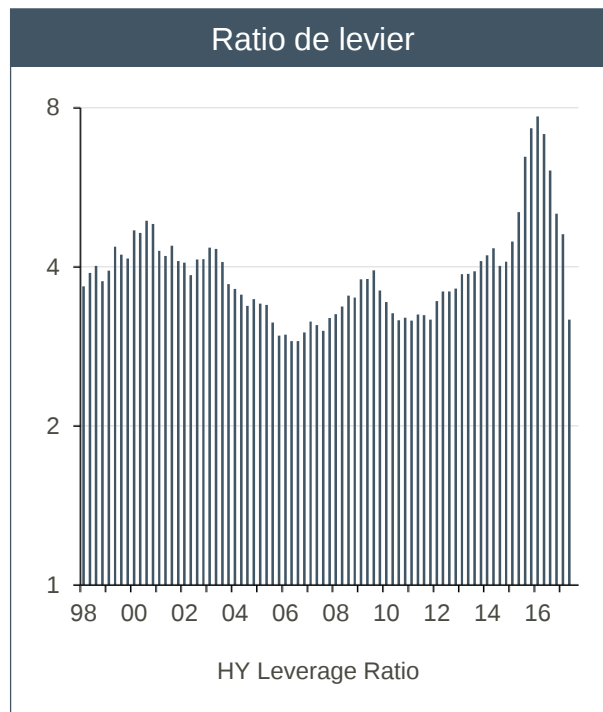
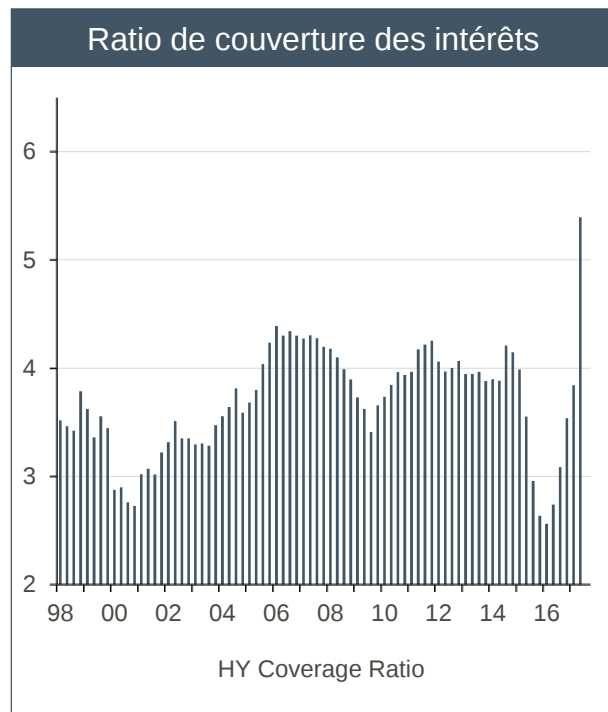
Les présentes informations sont fournies à titre d'illustration uniquement et ne sauraient être interprétées comme un conseil d'investissement | Source : À gauche : Deutsche Bank au 30/09/2017 ; à droite : BofA Merrill Lynch, données du 1er trimestre 2017.



- Le pic historique des nouvelles émissions a été atteint en 2014, principalement sous l'effet de programmes de refinancement
- Le levier des nouvelles émissions est plus faible aujourd'hui qu'en 2006 et 2007

Les présentes informations sont fournies à titre d'illustration uniquement et ne sauraient être interprétées comme un conseil d'investissement.

\* Source : BofA Merrill Lynch ; Données au 31/10/2017 | \*\* Besoins généraux de financement | Source : J.P. Morgan ; Données du 4è trimestre 2016



- Amélioration des fondamentaux au cours des derniers trimestres
- Ratios de couverture des intérêts en hausse et ratios de levier en baisse

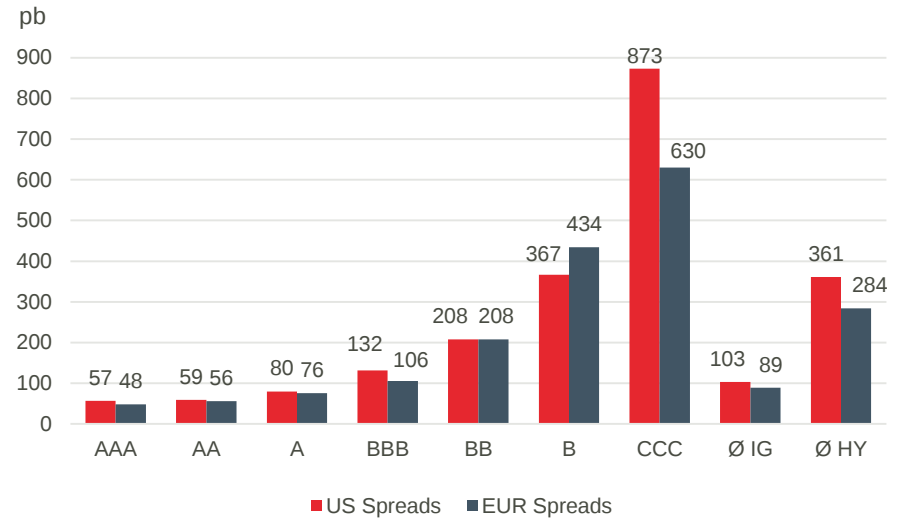
Les présentes informations sont fournies à titre d'illustration uniquement et ne sauraient être interprétées comme un conseil d'investissement.

\* Source : BofA Merrill Lynch ; Données au 30/06/2017

## Comparaison des marchés du crédit High Yield en USD et en EUR (11/2017)

|                                     | US High Yield | Euro High Yield |
|-------------------------------------|---------------|-----------------|
| Modified Duration to Worst          | 3.8           | 3.4             |
| Modified Duration to Maturity       | 4.9           | 4.5             |
| Ø Rating                            | B1            | BB3             |
| Share of CCC Bonds in the Index     | 13%           | 4%              |
| Share of BB Bonds in the Index      | 47%           | 71%             |
| Share of Energy Sector in the Index | 14%           | 5%              |
| Default Forecast for one year*      | 2.1%          | 1.1%            |

## Spreads par notation

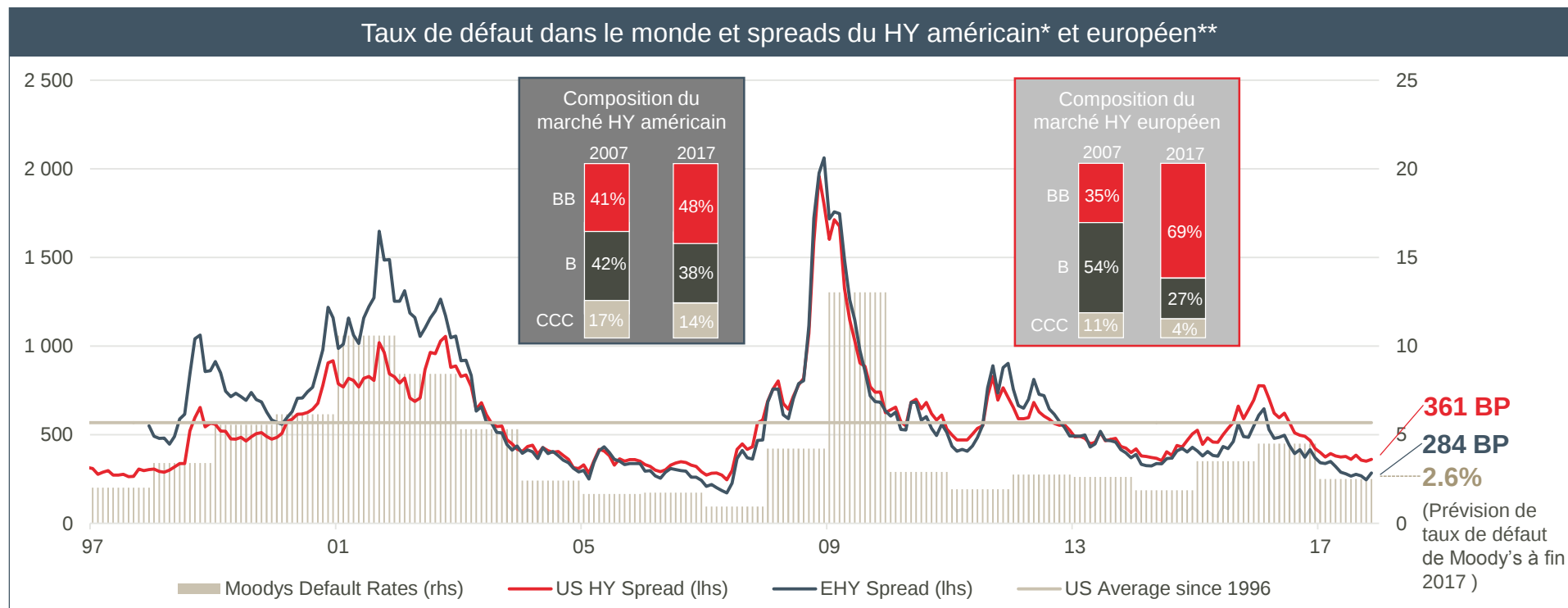


## Le marché européen du High Yield est plus attractif pour les raisons suivantes :

- Duration plus courte en cas de hausse inattendue des taux d'intérêt (en particulier aux États-Unis)
- Faible dépendance envers le secteur énergétique dans un environnement de prix des matières premières très volatils
- Valorisations intéressantes par rapport aux taux de défaut attendus
- Incertitudes concernant l'évolution de la situation politique aux États-Unis

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

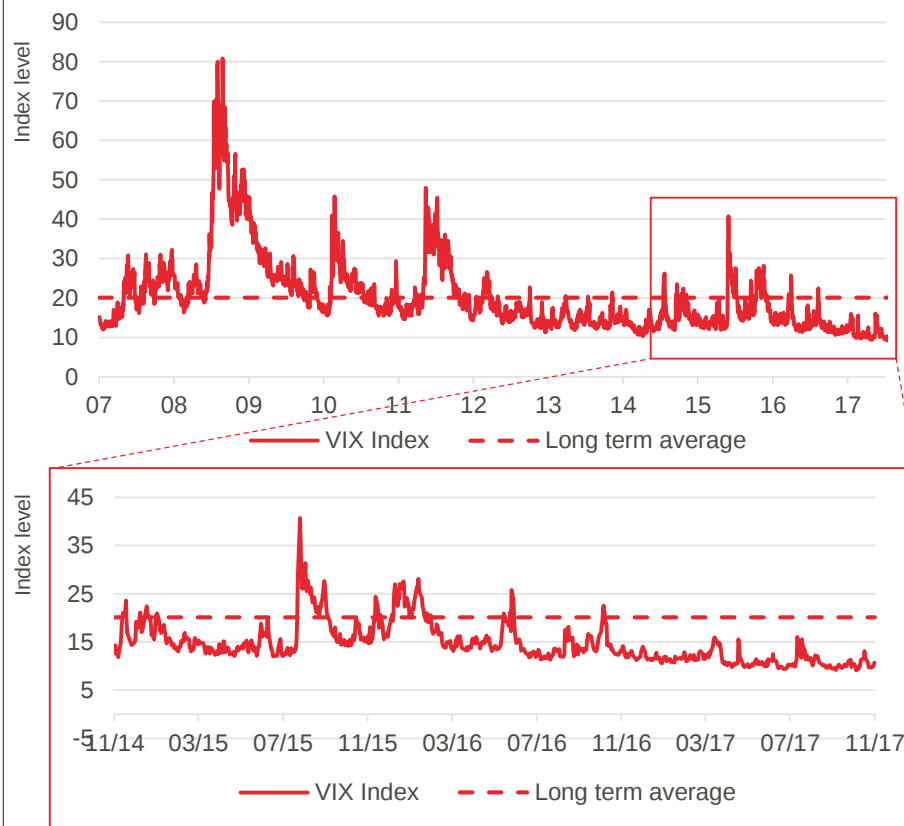
Prévision de défaut d'ici fin octobre 2018 | Source : BofA ML. Données au 30/11/2017 | Secteur financier inclus dans les statistiques de spread du crédit High Yield américain mais exclu du High Yield européen



- Les spreads sont actuellement plus larges qu'en 2007 en Europe (172 pb) et aux États-Unis (245 pb)
- Moody's prévoit des taux de défaut toujours faibles à travers le monde à horizon 12 mois (1,7%)
- La note de solvabilité moyenne des émetteurs du marché HY européen est nettement meilleure qu'en 2007

\* Spread de l'indice BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Constrained par rapport aux bons du Trésor américain ; \*\* Spread de l'indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Fixed Rate Constrained puis, à partir de 2007, de l'indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Fixed Floating Rate Constrained ;  
 Source : Moody's, ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/11/2017, composition de l'indice en novembre 2017

## Volatilité des actions américaines (VIX<sup>1</sup>)



## Volatilité du crédit High Yield en EUR<sup>2</sup> (ex-post)



- La volatilité du crédit High Yield européen a diminué avec la dissipation des inquiétudes entourant les marchés émergents, les cours pétroliers et la politique de la Fed
- Volatilité du crédit High Yield en EUR<sup>2</sup> (ex-post)
  - Volatilité sur les 12 derniers mois : 2.1% seulement
  - Mais 11,3% en moyenne au cours des 10 dernières années

<sup>1</sup> indice de volatilité des options du Chicago Board Options Exchange | <sup>2</sup> HEAE : BofA ML Euro Non financial Fixed & Floating rate High Yield constrained Index  
Source : Bloomberg, ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/11/2017

# Quelle est la juste valeur du marché du High Yield ?



## Modèle de régression JPM à 2 facteurs

### Modèle de juste valeur des spreads de marché (pb)

|              |      | VIX                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|------|------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              |      | VIX: Chicago Board Options Exchange Volatility Index |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|              |      | 11.5%                                                | 12.5% | 15.0% | 17.5% | 20.0% | 22.5% | 25.0% | 30.0% | 35%   | 40.0% | 45%   | 50.0% |
| Default Rate | 1%   | 285                                                  | 301   | 341   | 381   | 421   | 461   | 501   | 581   | 661   | 741   | 821   | 901   |
|              | 1.7% | 314                                                  | 330   | 370   | 410   | 450   | 490   | 530   | 610   | 690   | 770   | 850   | 930   |
|              | 3%   | 382                                                  | 398   | 438   | 478   | 518   | 558   | 598   | 678   | 758   | 838   | 918   | 998   |
|              | 4%   | 411                                                  | 427   | 467   | 507   | 547   | 587   | 627   | 707   | 787   | 867   | 947   | 1 027 |
|              | 5%   | 453                                                  | 469   | 509   | 549   | 589   | 629   | 669   | 749   | 829   | 909   | 989   | 1 069 |
|              | 6%   | 495                                                  | 511   | 551   | 591   | 631   | 671   | 711   | 791   | 871   | 951   | 1 031 | 1 111 |
|              | 7%   | 537                                                  | 553   | 593   | 633   | 673   | 713   | 753   | 833   | 913   | 993   | 1 073 | 1 153 |
|              | 8%   | 579                                                  | 595   | 635   | 675   | 715   | 755   | 795   | 875   | 955   | 1 035 | 1 115 | 1 195 |
|              | 9%   | 621                                                  | 637   | 677   | 717   | 757   | 797   | 837   | 917   | 997   | 1 077 | 1 157 | 1 237 |
|              | 10%  | 663                                                  | 679   | 719   | 759   | 799   | 839   | 879   | 959   | 1 039 | 1 119 | 1 199 | 1 279 |

### Performance à un an

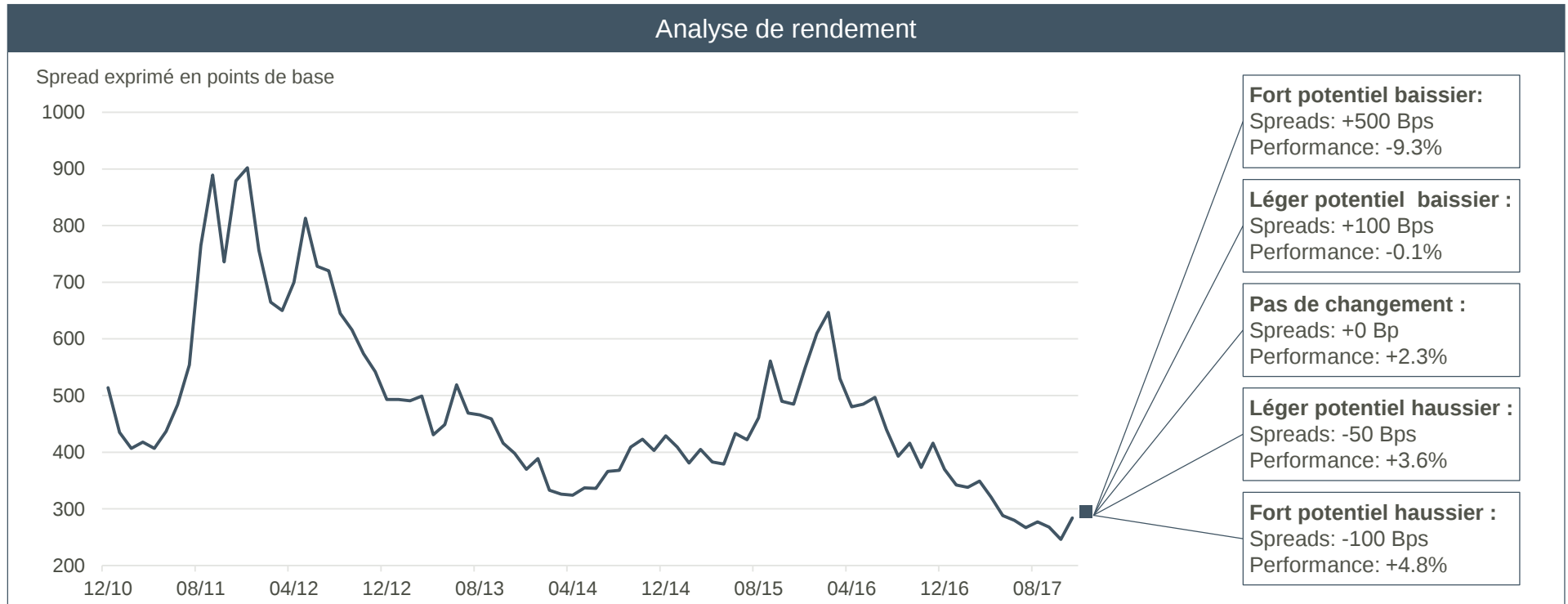
|              |      | VIX                                                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------|------|------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              |      | VIX: Chicago Board Options Exchange Volatility Index |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|              |      | 11.5%                                                | 12.5% | 15.0% | 17.5% | 20.0% | 22.5% | 25.0% | 30.0% | 35%   | 40.0% | 45%   | 50.0% |
| Default Rate | 1%   | 2.0                                                  | 1.5   | 0.3   | -0.9  | -2.1  | -3.3  | -4.5  | -7.0  | -9.4  | -11.8 | -14.2 | -16.7 |
|              | 1.7% | 1.1                                                  | 0.6   | -0.6  | -1.8  | -3.0  | -4.2  | -5.4  | -7.9  | -10.3 | -12.7 | -15.1 | -17.6 |
|              | 3%   | -0.9                                                 | -1.4  | -2.6  | -3.8  | -5.1  | -6.3  | -7.5  | -9.9  | -12.3 | -14.7 | -17.2 | -19.6 |
|              | 4%   | -1.8                                                 | -2.3  | -3.5  | -4.7  | -5.9  | -7.2  | -8.4  | -10.8 | -13.2 | -15.6 | -18.1 | -20.5 |
|              | 5%   | -3.1                                                 | -3.6  | -4.8  | -6.0  | -7.2  | -8.4  | -9.6  | -12.1 | -14.5 | -16.9 | -19.3 | -21.8 |
|              | 6%   | -4.4                                                 | -4.9  | -6.1  | -7.3  | -8.5  | -9.7  | -10.9 | -13.3 | -15.8 | -18.2 | -20.6 | -23.0 |
|              | 7%   | -5.6                                                 | -6.1  | -7.3  | -8.5  | -9.8  | -11.0 | -12.2 | -14.6 | -17.0 | -19.5 | -21.9 | -24.3 |
|              | 8%   | -6.9                                                 | -7.4  | -8.6  | -9.8  | -11.0 | -12.2 | -13.5 | -15.9 | -18.3 | -20.7 | -23.2 | -25.6 |
|              | 9%   | -8.2                                                 | -8.7  | -9.9  | -11.1 | -12.3 | -13.5 | -14.7 | -17.2 | -19.6 | -22.0 | -24.4 | -26.8 |
|              | 10%  | -9.5                                                 | -9.9  | -11.2 | -12.4 | -13.6 | -14.8 | -16.0 | -18.4 | -20.8 | -23.3 | -25.7 | -28.1 |

VIX : indice de volatilité des options du Chicago Board Options Exchange ; Données au 30/11/2017 ; Source : Bloomberg, ODDO BHF AM GmbH ; indice : BofA ML Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained Index ex-Financials – HEAE ; Il peut exister des écarts entre les estimations présentées et les résultats réels. Les estimations ne supposent en aucune manière que les performances estimées sont garanties.

### Paramètres du marché

### Paramètres de l'indice HY (HEAE )

|                          |      |                       |     |
|--------------------------|------|-----------------------|-----|
| Taux de défaut           | 1.7% |                       |     |
| Volatilité               | 11.5 | Duration modifiée     | 3.4 |
| Spread juste valeur (pb) | 314  | Spread                | 284 |
| Performance              | 1.1  | Rendement « au pire » | 2.4 |



- La performance sera positive tant que les spreads ne s'écartent pas de plus de 97 pb environ (calcul le moins favorable)

BofA Merrill Lynch Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained Index ex Financials ; Il peut exister des écarts entre les estimations présentées et les résultats réels. Calculs basés sur le rendement et la duration « au pire ». Hypothèse : les variations des rendements sont distribuées de manière égale sur les 4 trimestres et se produisent au milieu de chaque trimestre. La duration du portefeuille reste identique pendant tout l'horizon des prévisions. Les estimations ne supposent en aucune manière que les performances estimées sont garanties. Sources : ODDO BHF AM GmbH ; BofA Merrill Lynch ; Données au 30/11/2017



## Résumé

- L'environnement macroéconomique est satisfaisant et les fondamentaux de la plupart des entreprises sont robustes (à l'exception de la vente au détail)
- Le marché est soutenu par les facteurs techniques tels que la recherche de rendement des investisseurs
- Les marchés à haut rendement peuvent être affectés en cas de ralentissement plus prononcé que prévu de certaines économies émergentes comme la Chine, d'affaiblissement de l'économie dans les pays développés, ou encore de retrait du soutien des banques centrales

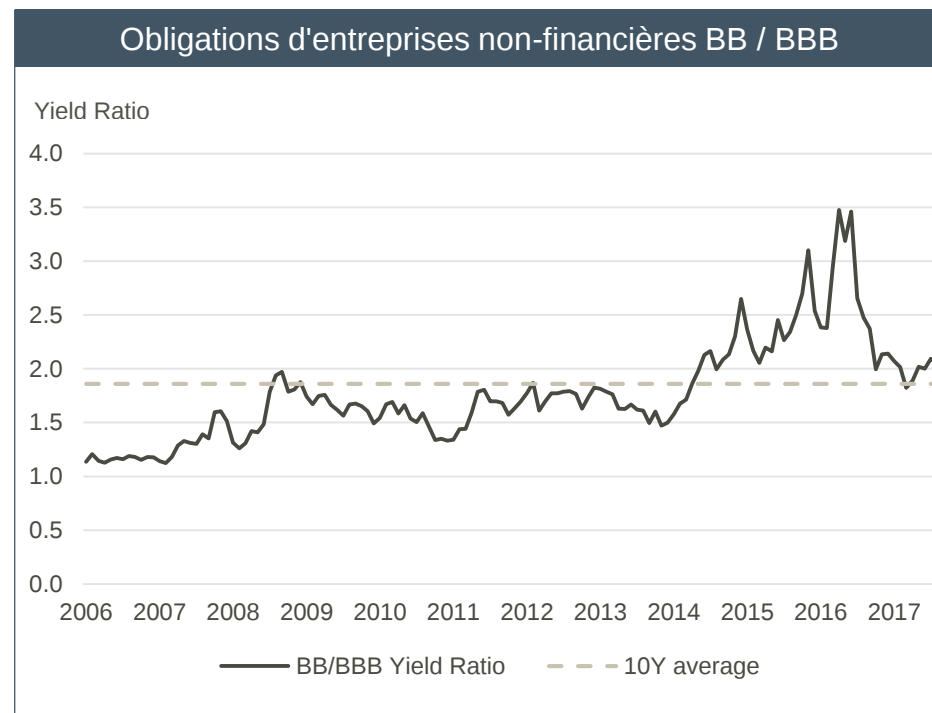
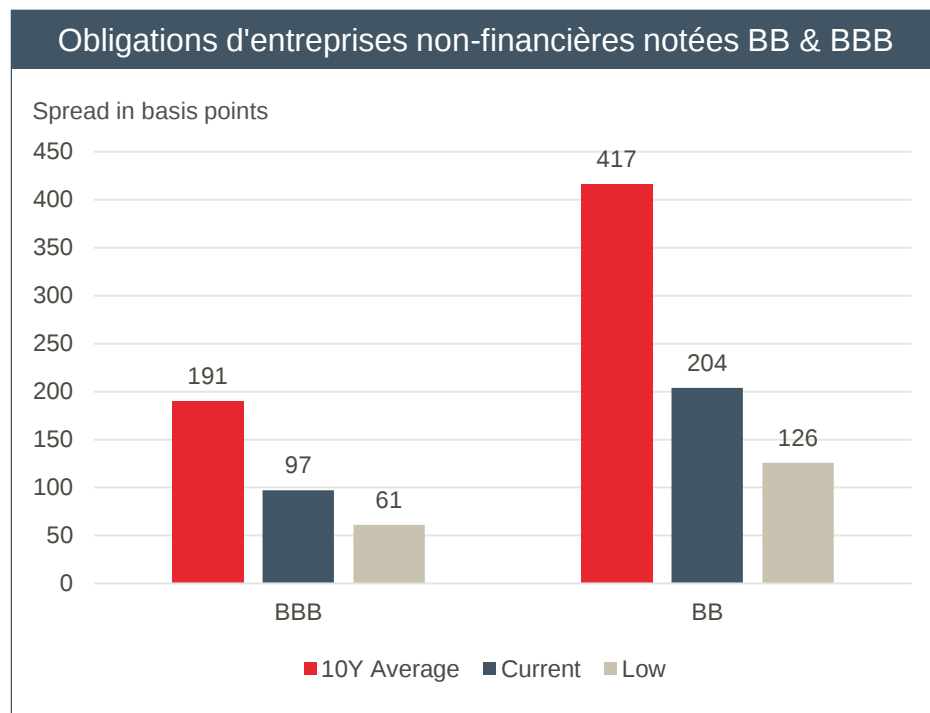
Source : ODDO BHF AM GmbH | données de novembre 2017

|                           |                                      |                  |            |           |                 |        |
|---------------------------|--------------------------------------|------------------|------------|-----------|-----------------|--------|
| Environnement obligataire | Opportunités sur le marché du crédit | Investment Grade | High Yield | Crossover | Duration courte | Annexe |
|---------------------------|--------------------------------------|------------------|------------|-----------|-----------------|--------|



CROSSOVER

05



- Les spreads des obligations BBB et BB sont inférieurs à la moyenne à long terme, mais offrent toujours un potentiel de resserrement
- Le ratio de rendement des titres « BB » par rapport aux « BBB » est légèrement supérieur à la moyenne à long terme

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

Spreads du crédit en EUR hors financières par rapport aux obligations d'État, en pb

Sources : BofA Merrill Lynch, ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/11/2017



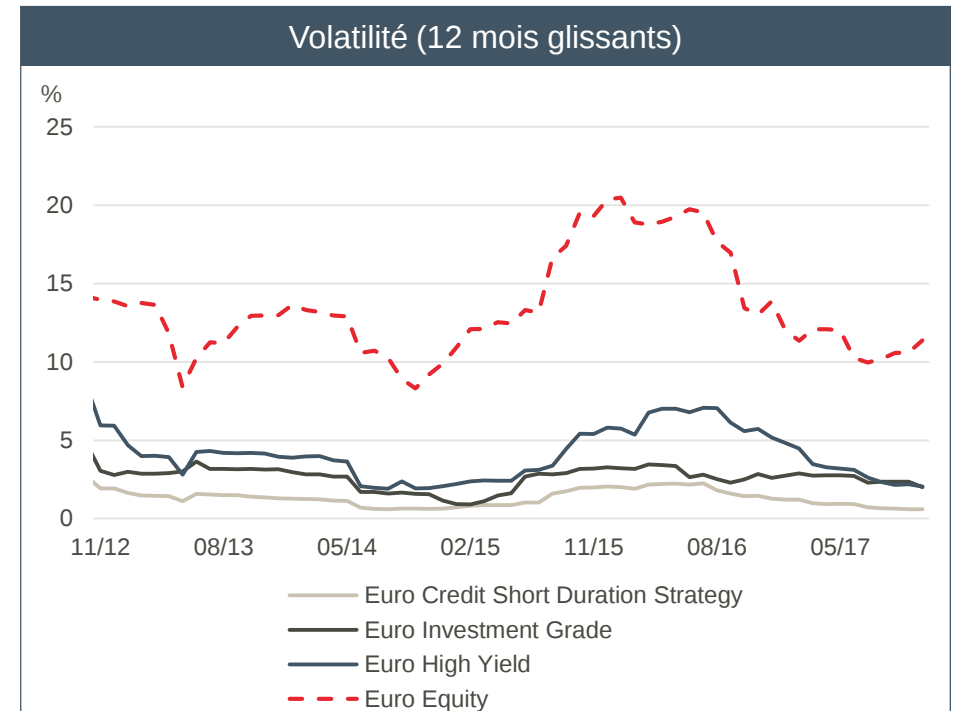
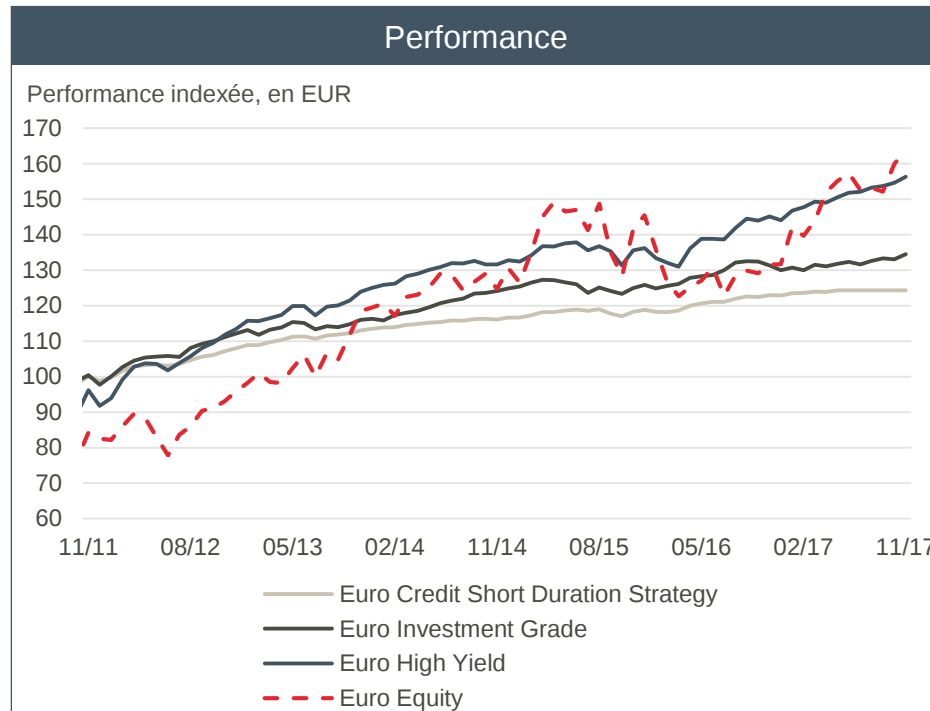
DURATION COURTE

06

# Crédit à duration courte en euro



Sensibilité plus faible aux facteurs de risque

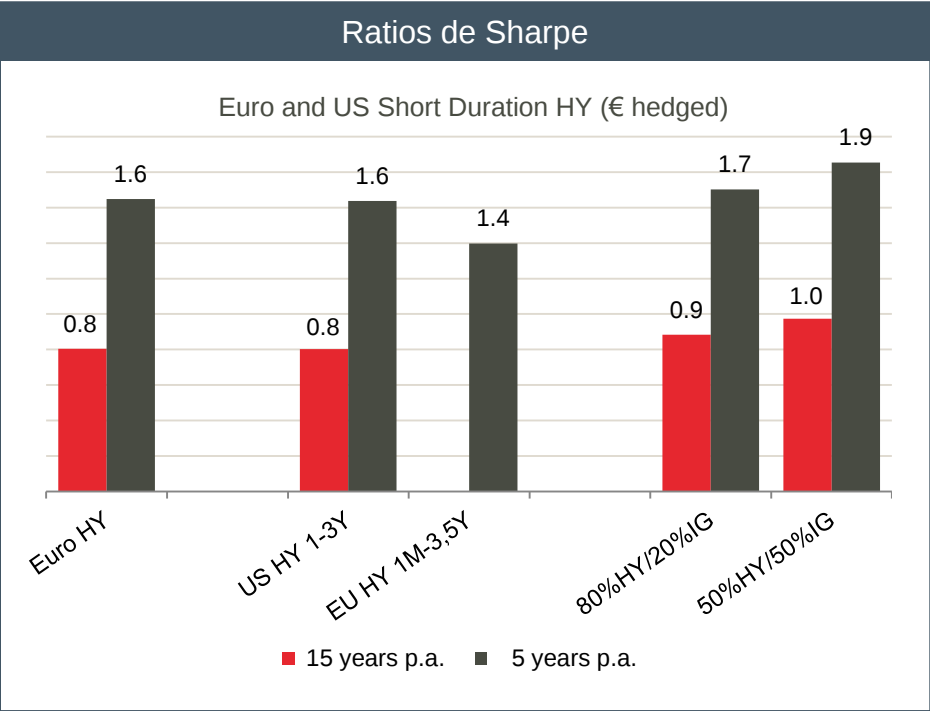


- Performance stable et positive pendant les phases de turbulence
- Volatilité faible par rapport au crédit high yield (HY) ou investment grade (IG) « pur »

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

Crédit à duration courte en euro : stratégie Euro Credit Short Duration de ODDO BHF AM GmbH (performance cumulée et brute de frais) ; Investment Grade EUR : ER00 Index BofA ML; High Yield EUR : indice BofA ML Euro High Yield Fixed-Floating Rate ex FNCL 3% Cap (HEAE) (l'indice n'est pas l'indicateur de référence de la stratégie) ; actions EUR : EURO STOXX 50 (l'indice n'est pas l'indicateur de référence de la stratégie) ; Les présentes informations sont fournies à titre d'illustration uniquement et ne sauraient être interprétées comme un conseil d'investissement.

Sources : ODDO BHF AM GmbH, Bloomberg, Markit | Données au 30/11/2017



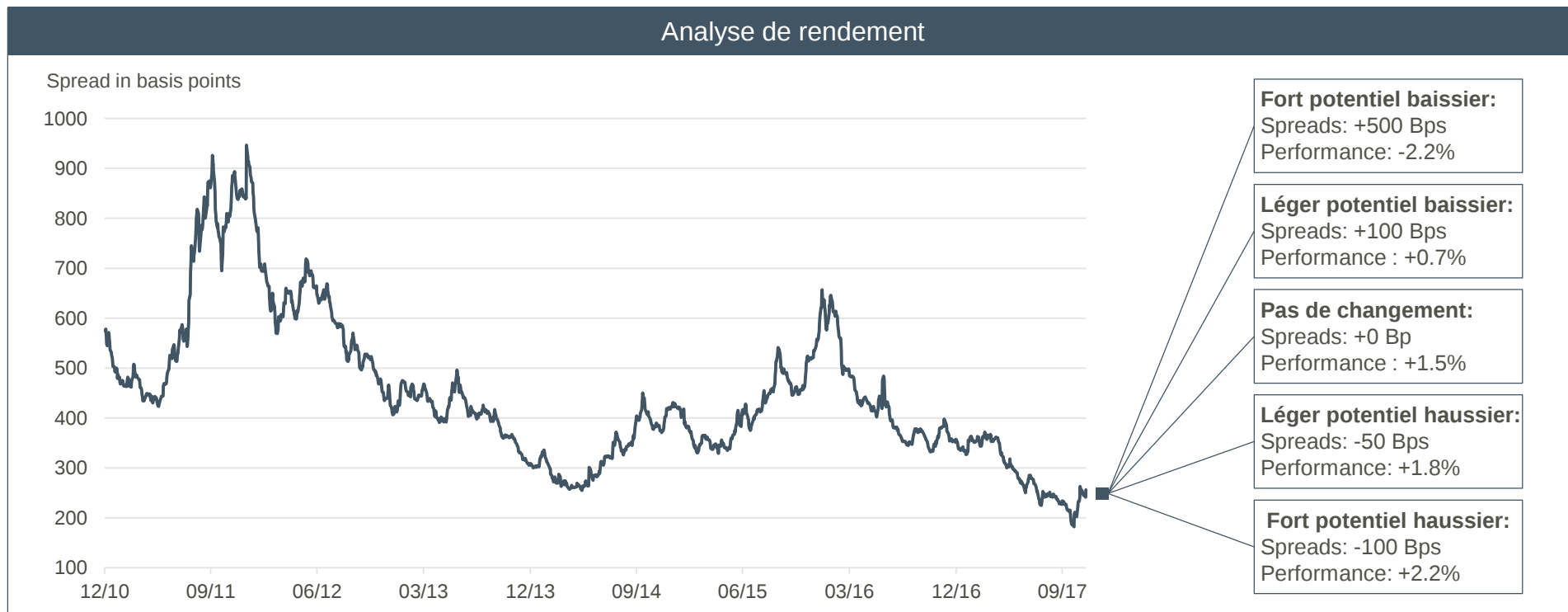
Risque et rendement sur différentes périodes

|                               | IG NON-FIN<br>1-3 Y | US HY<br>1-3 Y | EURO HY<br>1M-3,5Y | EURO HY | SD Index Combination |           |
|-------------------------------|---------------------|----------------|--------------------|---------|----------------------|-----------|
|                               |                     |                |                    |         | 80HY/20IG            | 50HY/50IG |
| Performance (in % annualised) |                     |                |                    |         |                      |           |
| 5 years                       | 1.4                 | 5.1            | 3.9                | 7.0     | 4.4                  | 3.2       |
| 10 years                      | 3.2                 | 6.9            | -                  | 7.6     | 6.2                  | 5.2       |
| 15 years                      | 3.3                 | 7.8            | -                  | 9.6     | 7.2                  | 5.7       |
| Risk (in % annualised)*       |                     |                |                    |         |                      |           |
| 5 years                       | 0.8                 | 3.2            | 2.9                | 4.3     | 2.6                  | 1.8       |
| 10 years                      | 1.6                 | 9.5            | -                  | 11.8    | 7.7                  | 5.2       |
| 15 years                      | 1.5                 | 8.0            | -                  | 10.2    | 6.5                  | 4.4       |

- Historiquement, le crédit HY à duration courte a généré des performances ajustées du risque supérieures à celles du HY standard. Une combinaison d’actifs HY et IG contribue à améliorer les ratios de Sharpe à long terme
- Sur 15 ans, un portefeuille 80 % HY/20 % IG aurait enregistré une performance légèrement plus faible que celle du HY EUR, avec seulement 65 % de sa volatilité

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Indice iBoxx € Corporate Non Financial 1-3 Year ; indice BofA Merrill Lynch High Yield US Corporates Cash Pay 1- 3 Year (avec couverture EUR), BofA ML Euro High Yield Non-Financials BB1-B3 1 mo-3.5 Y; HY EUR : indice BofA ML Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained Bond Index ex Financials ; crédit à duration courte : BofA ML High Yield US Corporates Cash Pay 1-3 Y (avec couverture EUR) associé à indice iBoxx € Corporate Non-Financial 1-3 Y. \* Écart-type des taux de performance mensuelle ; Sources : Bloomberg, Markit, ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/09/2017



- La performance sera positive tant que les spreads ne dépasseront pas 196 pb environ (calcul le moins favorable)

Graphique des spreads basé sur l'indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Short Duration ; Scénario de performance calculé pour un portefeuille d'obligations à duration courte. Il peut exister des écarts entre les estimations présentées et les résultats réels. Calculs basés sur le rendement et la duration « au pire ». Hypothèse : les variations des rendements sont distribuées de manière égale sur les 4 trimestres et se produisent au milieu de chaque trimestre. La duration du portefeuille reste identique pendant tout l'horizon des prévisions. Les estimations ne supposent en aucune manière que les performances estimées sont garanties.

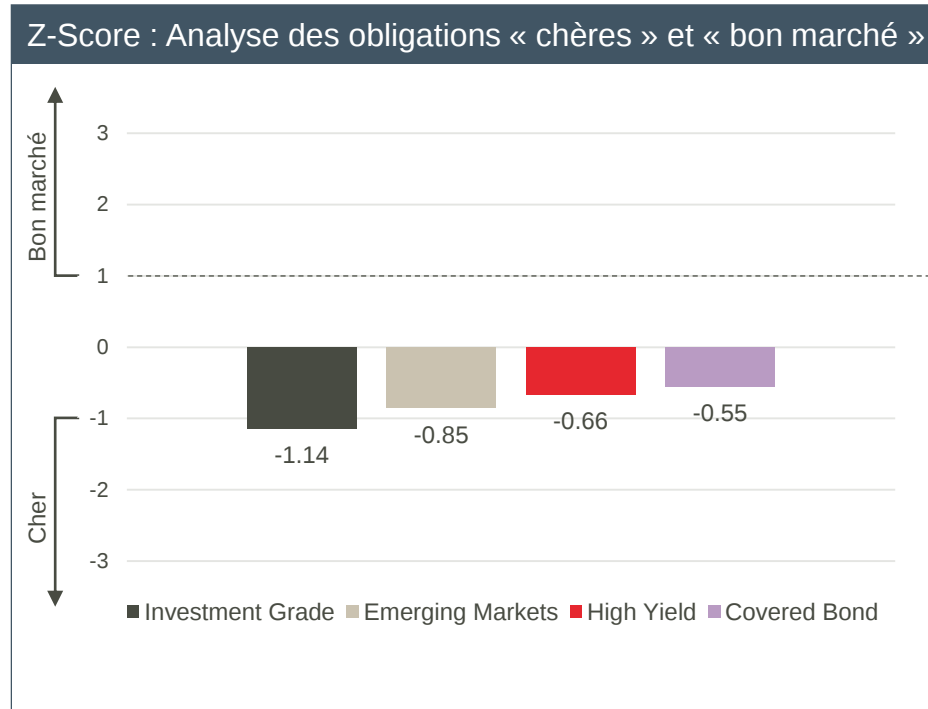
Source : ODDO BHF AM GmbH ; BofA Merrill Lynch | Données au 30/11/2017



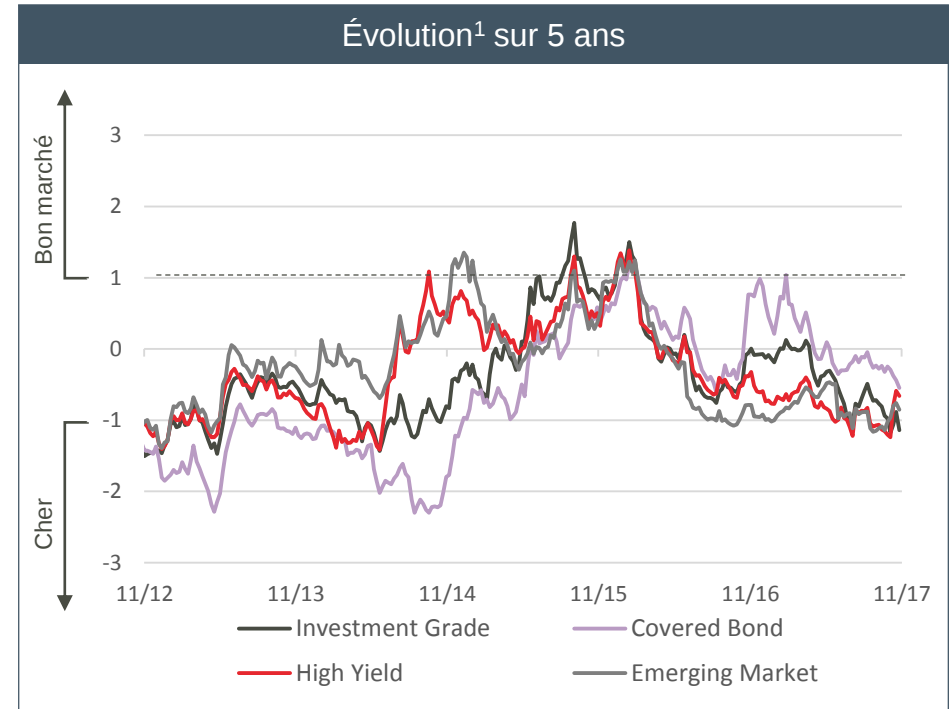
ANNEXE

07

## Z-score : Analyse des obligations « chères » et « bon marché »



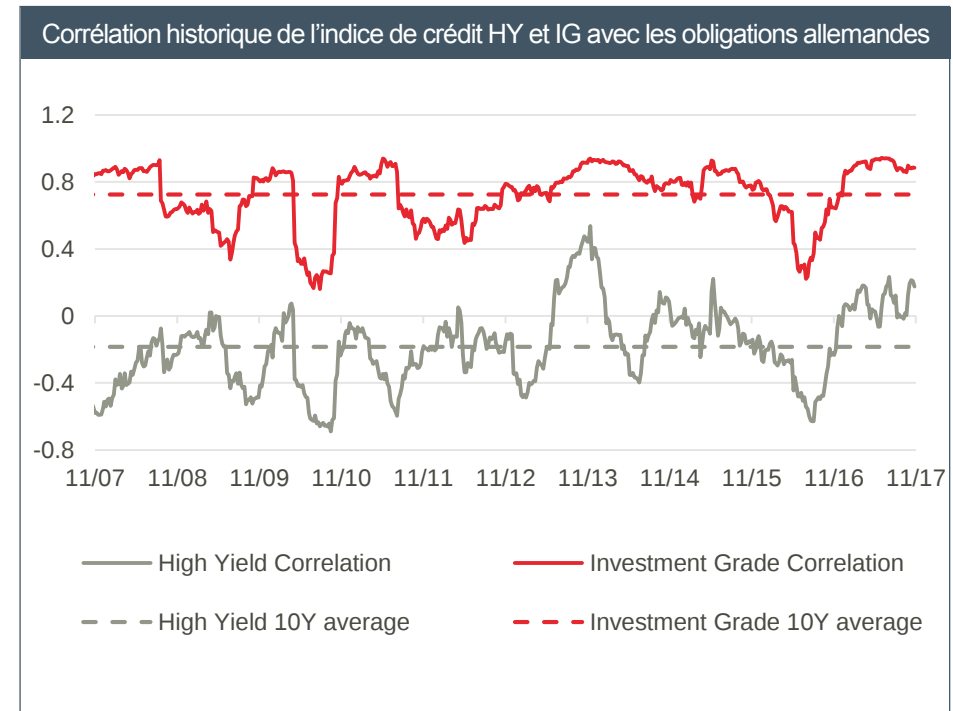
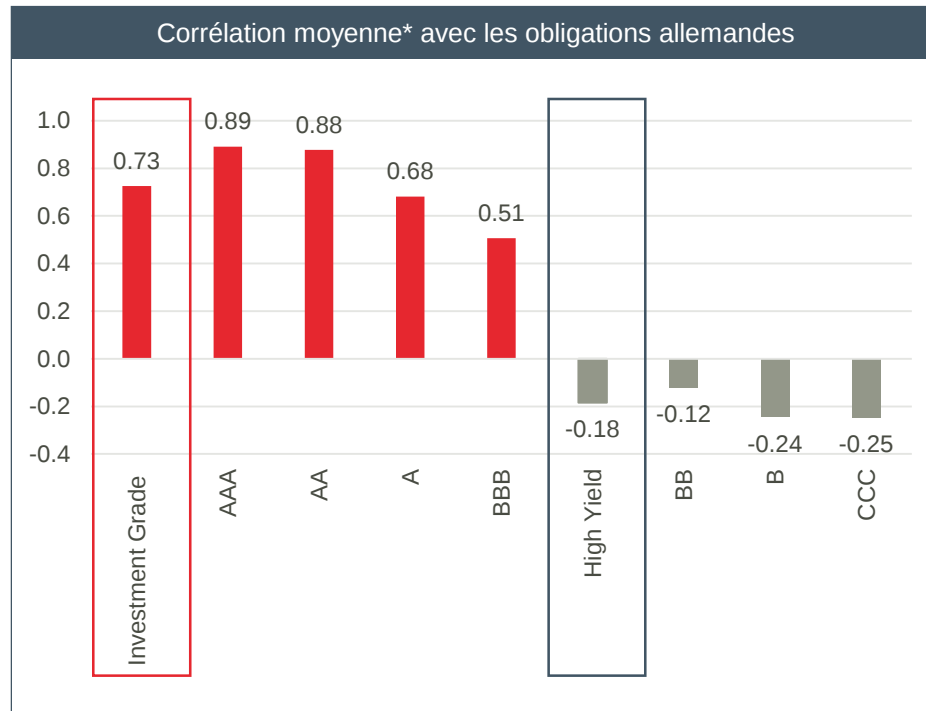
- Du point de vue du Z-Score, les obligations sécurisées sont la classe d'actifs la moins chère
- La dette émergente et le crédit High Yield restent toujours légèrement chers et les obligations Investment Grade sont la classe d'actifs la plus onéreuse au regard de l'historique des 12 derniers mois



- Si l'on considère les Z-scores dans une perspective de moyen terme, les valorisations actuelles sont bien moins extrêmes qu'on ne peut le croire au regard des niveaux de spread actuels
- La tendance des obligations sécurisées et Investment Grade est toujours à la baisse, tandis que le crédit High Yield et la dette émergente commencent à devenir moins chers par rapport aux mois précédents

<sup>1</sup> Indice BofA Merrill Lynch Currency High Yield (HP00), indice BofA Merrill Lynch Euro Emerging Markets Corporate Plus (EMEB), indice BofA Merrill Lynch Euro Corporate (ER00), indice BofA Merrill Lynch Euro Covered Bonds (ECV0). Z-score : Spread moins le spread moyen sur 52 semaines divisé par la volatilité du spread.

Sources : BofA Merrill Lynch ; ODDO BHF AM SAS & ODDO BHF AM GmbH | Données au 30/11/2017



- Plus la qualité du crédit est grande, plus la corrélation de l'indice avec les obligations allemandes est importante.
- Les titres High Yield affichent une corrélation négative avec les obligations allemandes (-0,2 en moyenne)

**Les performances passées ne présagent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

\*Septembre 2007 – Octobre 2017 | Analyse fondée sur l'indice BofA ML : corrélation entre l'indice de crédit Investment Grade EUR (ER00) et l'indice des obligations d'État allemandes à 5-7 ans (G3D0), corrélation entre l'indice de crédit AAA Euro Corporate (ER10) et l'indice des obligations d'État allemandes à 5-7 ans (G3D0), corrélation entre l'indice BBB Euro Corporate (ER40) et l'indice des obligations d'État allemandes à 5-7 ans (G3D0), corrélation entre l'indice de crédit High Yield EUR (HE00) et l'indice des obligations d'État allemandes à 3-5 ans (G2D0), corrélation entre l'indice de crédit High Yield EUR BB (HE10) et l'indice des obligations d'État allemandes à 3-5 ans (G2D0), corrélation entre l'indice de crédit High Yield EUR B (HE20) et l'indice des obligations d'État allemandes à 1-3 ans (G1D0), corrélation entre l'indice de crédit High Yield EUR CCC & notes inférieures (HE30) et l'indice des obligations d'État allemandes à 1-3 ans (G1D0) | Sources : BofA ML | Données au 30/11/2017



## ODDO BHF Asset Management GmbH (Allemagne)

Registre du commerce : HRB 11971 tribunal local de Düsseldorf - réglementée et supervisée par : Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (« BaFin ») - Numéro d'identification TVA (Ust-Id-Nr.) : DE 15314487  
Herzogstrasse 15 – 40217 Düsseldorf – téléphone : +49 211 23924 01

[am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com)