

Newsletter

High Yield

Décembre 2024

Le mois de novembre a été marqué par l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis et la nouvelle baisse des taux directeurs par la Fed, qui envisage une troisième réduction en décembre. À la suite de la victoire de Trump, les taux US à 5 ans ont finalement baissé de 10 bp, après une hausse temporaire marquée. En Europe, les taux se sont resserrés de manière significative avec -34 bp sur le 5 ans allemand, alimentés par des inquiétudes croissantes concernant la santé économique de la zone euro et des attentes accrues de baisse des taux par la BCE en décembre.

Faits marquants du mois

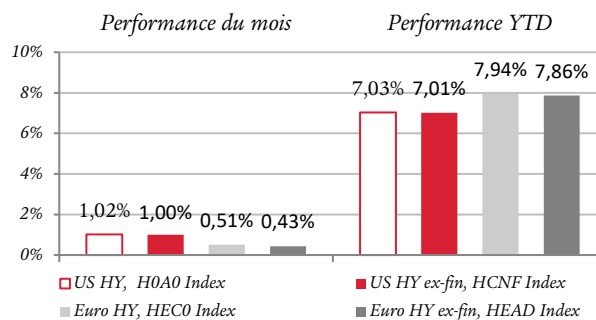
Performances

En novembre, la victoire de D. Trump aux élections a entraîné une hausse du marché US de +1%, porté par un léger effet taux mais surtout par un resserrement de 15bp des primes de risque. L'Europe progresse également (+0.43%) soutenue par des taux qui se sont nettement resserrés, en raison de craintes grandissantes sur la santé économique de la zone et des anticipations plus marquées de baisse des taux par la BCE en décembre, alors que les primes de risque se sont écartées de 25bp.

Segments de notation

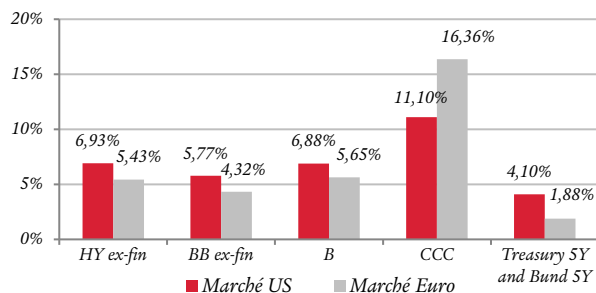
En Europe, les notations plus défensives surperforment (BB Euro : +0.65% ; B Euro : +0.62%). Le segment CCC souffre des perspectives économiques moins optimistes. Côté américain, au contraire les notations les plus risquées surperforment dans une envolée générale (BB US : +0.85% ; B US : +0.99% et CCC US : +1.32%).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.11.2024

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.11.2024

Avertissement : Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.

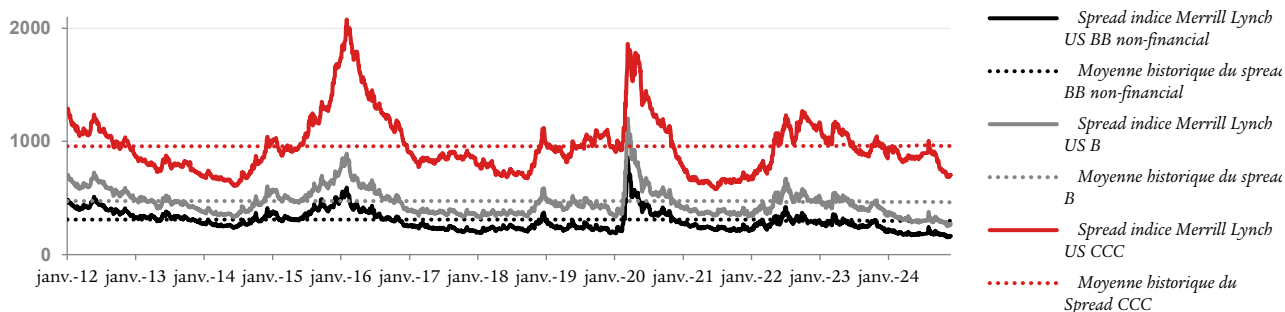
Secteurs

En Europe, le secteur des médias est arrivé en tête des performances sectorielles (+1.29%). Il est suivi par l'énergie et les loisirs (+0.9%, +0.7%). Le secteur des services termine en performance légèrement négative accompagné par le secteur des télécommunications (-0.24% ; -0.19%). Outre-Atlantique, les meilleures performances sont celles des secteurs média et automobile (+2.02% ; +1.51%) suivi du secteur des matières premières. Les secteurs plus sensibles aux taux (utilities et technologies ; +0.5% ; +0.55%) ont sous-performé.

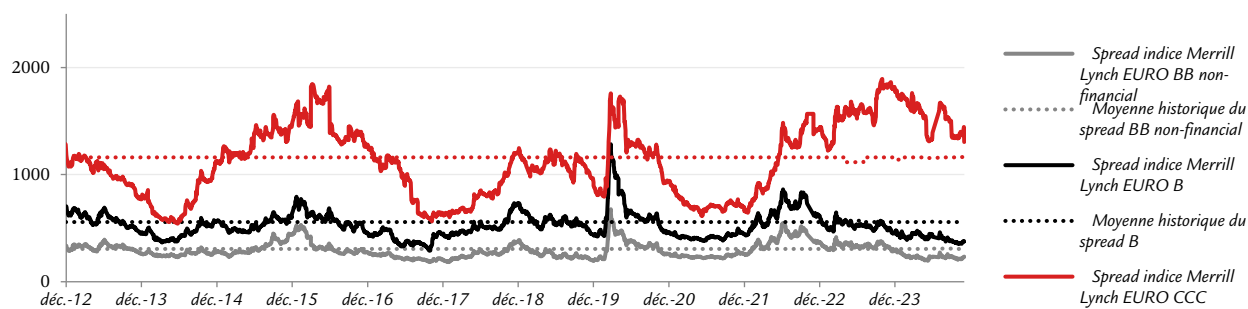
Marché primaire

Le primaire US affiche une légère baisse à 22.04Mds\$ ce mois-ci vs 23.03Mds\$ en octobre. Le mois a été marqué par un volume important d'émissions de qualité spéculative (77%), favorisées par le resserrement des primes de risque sur ce segment, permettant ainsi un refinancement opportun. En Europe, le marché primaire a été très calme avec 2.8Mds€ d'émissions vs 12.9Mds€ octobre, avec également plus d'émetteurs spéculatifs que le mois précédent. L'absorption des émissions est meilleure en Europe qu'aux US avec un prix moyen de 102.6 et une hausse légère aux US à 101.5.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, on note pour 2.3Mds\$ de défauts en novembre à la suite d'un échange de dette « distressed » sur Cmg Media Corporation un opérateur de média pour 0.9Mds\$, ainsi que Hearthsides Food, un producteur alimentaire pour 0.4Mds et enfin Spirit Airlines pour 1.1Mds\$. Le taux de défauts se stabilise à 1.4% vs 1.3% en octobre et un pic à 2.6% survenu en octobre 2023. En Europe, le taux de défaut remonte légèrement à 2.7%, en hausse par rapport à 1.4% l'an dernier.

Sur l'évolution du gisement, on note l'absence de Fallen Angels aussi bien en Europe qu'aux Etats Unis. En revanche, nous avons un Rising Star dans le secteur de la vente au détail avec Marks&Spencer avec des émissions des deux côtés de l'Atlantique c'est-à-dire en USD et en GBP.

Avertissement : Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.



Notre stratégie

« Trump 2.0 : nouvelle menace pour l'Europe »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

La Fed a poursuivi son cycle de baisse de taux en effectuant une deuxième baisse en novembre, à seulement -25bp (contre -50bp en septembre) mais qui sera probablement suivie d'une troisième du même ordre en décembre. Si pour l'instant les anticipations sont toujours pour une poursuite de la baisse en 2025, le rythme semble plus incertain avec d'un côté la tendance inflationniste créée par les tarifs douaniers potentiels de Donald Trump et de l'autre côté la bonne tenue de l'économie américaine qui appellerait finalement à baisser les taux moins rapidement. Ainsi, pour le mois de novembre, les taux US ont finalement baissé de 10bp sur le 5ans après une hausse temporaire très marquée suivant la victoire de Donald Trump. De notre côté de l'Atlantique, l'élection de Donald Trump a jeté un froid, le marché craignant l'impact des tarifs sur l'économie Européenne en général et sur les exportations allemandes en particulier. En conséquence de ces craintes grandissantes, les taux se sont bien plus resserrés qu'aux Etats-Unis (-34bp sur le 5 ans allemand) et les anticipations de baisse des taux de la BCE se sont accentuées (une de plus attendue dans un an que le mois dernier)

Le crédit, et en particulier le High Yield, continue d'être soutenu par des facteurs techniques : les rendements toujours attractifs attirent les flux de souscriptions. Les fonds HY aux US continuent d'enregistrer des souscriptions importantes avec 2.9Mds\$ ce mois-ci contre 1.9Mds\$ le mois précédent. La dynamique reste également positive en Europe avec 0.9Md€ de souscriptions sur les fonds HY en novembre (portées par les fonds standards, i.e. hors ETF qui ont perdu 0.4Md € sur la même période après un mois record de souscription de 1.45Mds € en octobre).

Tout comme le mois dernier, nous observons une divergence entre les segments de notations entre l'Europe et les Etats-Unis. Alors qu'outre-Atlantique, le resserrement des *spreads* a été d'autant plus marqué que la notation était spéculative, le phénomène inverse s'est observé en Europe : le CCC affiche une performance négative (-1.3%) impactée par la dégradation des perspectives économiques alors que les BB profitent de la baisse des taux (+0.65%) et que les B maintiennent également une bonne performance (+0.62%) grâce à une demande soutenue pour le HY.

Du côté américain au contraire, les notations les plus risquées surperforment dans une envolée générale (BB US : 0.85% ; B US : 0.99% et CCC US : +1.32%). Les investisseurs espèrent que la politique "America First" aura un effet bénéfique sur l'économie américaine et restent donc plus enclins à investir dans des sociétés plus spéculatives.

Nous continuons de profiter des opportunités du marché primaire en cette fin d'année. Ainsi nous avons encore réduit notre sous-pondération dans les secteurs de l'automobile, qui offre des primes intéressantes après la récente correction et dans le secteur de l'immobilier qui continue de voir les valorisations des actifs se redresser après une longue période de repli. Enfin, nous restons sélectifs sur les secteurs les plus cycliques en n'augmentant pas nos pondérations sur ces derniers. À la suite du fort mouvement de taux, nous avons légèrement augmenté la durée de nos portefeuilles.

2. Le pic de défauts en Europe bientôt (et déjà) derrière nous

Les taux de défauts ont augmenté en 2024, avec un pic (en notionnel) à 2.8% en Europe atteint en septembre dernier. Fait plutôt rare, la divergence des défauts entre le High Yield US et Euro s'est inversée cette année avec un taux plus élevé en Europe pour la première fois depuis la crise de la zone Euro sur la période 2011-2013. Aujourd'hui, l'écart entre les deux zones est de 1.3pt plus élevé en Europe tandis qu'il était de -1.2pt en moyenne sur la décennie passée. La principale raison est liée à la composition plus spéculative de l'univers du High Yield américain et la prépondérance de secteurs cycliques comme l'Energie et l'Industrie de base.

Alors que l'on constate une stagnation des défauts autour de 2.7% en Europe depuis septembre, la tendance pour les prochains mois devrait être à la hausse et atteindre 5.0% ; faut-il s'en préoccuper ? Non, au regard de l'évolution des primes de risque HY qui se sont contractées de 65bp depuis le début de l'année, malgré un écartement de 24bp sur le mois, ainsi que de l'évolution de la part des crédits stressés (sous 80% du pair) qui continue de baisser à 5.6%, dont seulement 1.5% sous 60% (vs. un plus haut à 5.1% sur trois ans). La réponse est purement technique, c'est-à-dire que les primes de risques actuelles du High Yield EUR intègrent déjà deux défauts majeurs à venir sur des structures de capital importantes : Altice France (SFR) (5.9Mds EUR) dans les télécoms et Thames Water (2.8Mds sur les souches EUR) dans les services aux collectivités au Royaume-Uni. En effet, ces deux émetteurs ont déjà entamé les discussions avec leurs créditeurs et l'issue de la restructuration devraient aboutir à une coupe de 20-25% de la dette, tels que reflétée par les prix actuels des obligations senior. Cela devrait compter pour environ 3.5% des défauts dans les mois qui viennent une fois que la restructuration sera officiellement actée. Si l'on exclut ces deux derniers, les défauts sur 2025 sont attendus en baisse par les principaux stratégestes, soit autour de 1.5%.

Nous ne craignons pas de risque de défauts induit par un problème de liquidité : le marché primaire a nettement rebondi en 2024 à 117Mds€ (+113% vs. 2023), permettant d'adresser le mur de maturités 2025 et 2026 encore redouté un an auparavant. Ainsi, les émetteurs ont été proactifs sur les maturités 2026 qui ne représentent plus que 17.8% de l'indice HY Euro corporate, dont seulement 7.1% avec une échéance de 12 à 18 mois, qui correspond sur le HY au délai moyen maximal de refinancement avant la maturité finale. Cette cohorte d'échéances courtes ne soulève pas de risque de défaut majeur, puisque composée à 80% de BB qui vont prolonger au maximum les faibles coupons (3.0% en moyenne), et ne comptant seulement qu'un émetteur stressé avec un risque élevé de refinancement (0.04% de l'indice) et enfin trois émetteurs (0.4% de l'indice) présentant un risque de restructuration déjà engagée et intégrée par le marché au vu du prix des obligations entre 90 et 95% du pair. Le risque de défaut sur l'ensemble des échéances 2026 est à peine plus élevé : 0.6% de l'indice présente un risque élevé de défaut mais un taux de recouvrement élevé de 70% (entre 43 et 83%) ; 1.2% de l'indice sont susceptibles ou ont déjà engagé une restructuration et affichent également un taux de recouvrement élevé de 85% (entre 55 et 95%).

À propos de Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 165 ans d'expérience dans la gestion des actifs du groupe Swiss Life. Ce lien étroit avec l'assurance conditionne sa philosophie d'investissement qui a pour principaux objectifs d'investir dans le cadre d'une approche responsable des risques et d'agir chaque jour dans l'intérêt de ses clients. Swiss Life Asset Managers propose également cette approche éprouvée à des clients tiers en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg, au Royaume-Uni, en Italie et dans les pays nordiques.

Au 30 juin 2024, Swiss Life Asset Managers gérait 272,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 121,2 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un investisseur et gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 272,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 91,1 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 21,6 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2024, Swiss Life Asset Managers gérait ainsi 112,7 milliards d'euros de biens immobiliers.

Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 200 collaborateurs en Europe.

Construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix

Swiss Life permet à chacun de construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix et envisager l'avenir en toute confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de nos connaissances et de notre expérience, nous développons des solutions d'investissement d'avenir. Nous aidons ainsi nos clients à atteindre leurs objectifs d'investissement à long terme. Cela permet ensuite à leurs clients de planifier à long terme et à construire leur indépendance financière pour vivre selon leurs propres choix.

¹ Enquête 2024 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2023).

Avertissement :

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'art 4 de la LSFIn qui reprend les directives de MiFid. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une incitation à effectuer un placement. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Managers France.

La responsabilité de Swiss Life Asset Managers France ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées dans ce document peuvent faire l'objet de modifications. Tout investisseur potentiel doit prendre connaissance du DIC et du prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription. Ces documents sont disponibles gratuitement sous format papier ou électronique, auprès de la Société de Gestion du fonds ou son représentant : Suisse : Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, P.O. Box 2831, 8002 Zürich ; France : Swiss Life Asset Managers France, 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris ou sur le site fr.swisslife-am.com. Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 30/11/2024. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

* Le Yield to worst ou « rendement au pire » s'apparente au rendement le plus faible qu'une obligation pourra offrir à son détenteur, hors défaut de paiement.

Retrouvez toutes nos publications sur

www.swisslife-am.com

N'hésitez pas de nous contacter pour des plus amples questions :

En France : service.clients-securities@swisslife-am.com,

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

En Suisse : info@swisslife-am.com

Swiss Life Asset Managers France

Société de Gestion de portefeuille

GP-07000055 du 13/11/2007

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance
au capital de 671.167 Euros

Siège social : Tour la Marseillaise, 2 bis, boulevard
Euroméditerranée, Quai d'Arenc 13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris

