

Newsletter

High Yield

Juillet 2024

Les marchés High Yield terminent le mois de juin en territoires positifs.

Le marché américain a gagné 0,84 % et dépasse le marché européen qui progresse de 0,54 %, impacté par l'élargissement des primes de risque dû aux tensions politiques en France après les élections européennes. Les facteurs techniques continuent de soutenir la classe d'actif Crédit malgré un ralentissement des chiffres de collecte. Le cycle de baisse de taux commence à se préciser, la BCE ayant acté sa première baisse et les chiffres américains laissant croire, pour le moment, une probable baisse de taux de la FED en 2024. Enfin, le marché primaire, bien qu'en baisse, est resté actif.

Faits marquants du mois

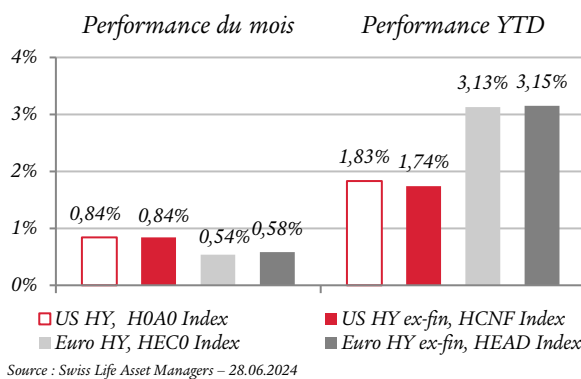
Performances

Les marchés High Yield EUR et US affichent des performances positives au mois de juin, avec une meilleure dynamique aux Etats-Unis (+0.84%) qu'en zone euro (+0.54%). Les performances ont été davantage soutenues par le resserrement des taux souverains, dû à un phénomène de "fly to quality" (-13bps sur le 5 ans US et -23bps pour le 5 ans allemand, avec néanmoins +3bps sur le 5 ans français), plutôt que par les primes de risque (risques (-2bps aux US et +19bp en zone euro).

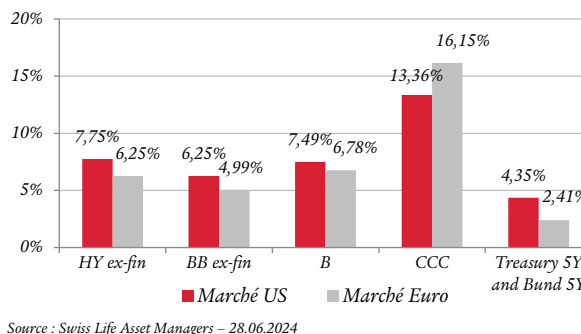
Segments de notation

La surperformance du CCC euro fait exception (+1.91%) en raison des situations idiosyncratiques avec un resserrement des primes de risque (-39bps) alors que le BB (+0.36%) et le B (+0.54%) voient leurs primes s'écarter (+21bps et +25bps). A l'inverse, sur le marché US, le BB profite le plus logiquement de l'effet taux avec une performance de +0.92% et un léger resserrement de -5bps. Le B et le CCC progressent respectivement de +0.77% (prime -1bp) et de +0.39% (prime +8bps).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



YIELD TO WORST*



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.

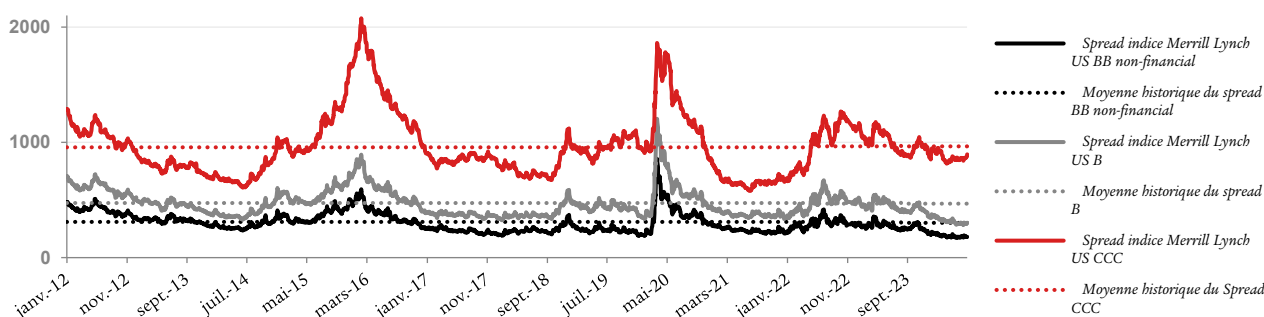
Secteurs

En Europe, après une forte progression en mai, le secteur Technologie est le seul en retrait en juin (-1.27%). La Consommation Non-Cyclique (+0.01%) et les Transports (+0.12%) sous-performent, tandis que les secteurs des Biens d'Équipement (+0.66%) et des Télécommunications (+0.59%) surperforment. Aux US, les secteurs de l'Alimentation et du Retail (+1.47%) et de TV par Cable et Satellites (+1.45%) affichent les meilleures performances alors que les secteurs de Radio et Télédiffusion (+0.46%) et des Télécommunications (+0.33%) sont en queue de peloton.

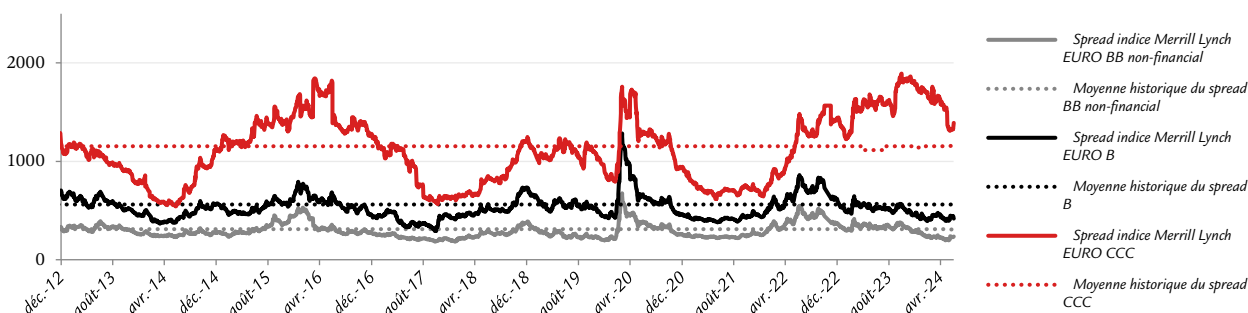
Marché primaire

Le primaire High Yield US ralentit nettement au mois de juin à 13.4md\$ (contre 26md\$ en mai), avec une concentration sur les émissions BB (62% du total) et B (38%) ; le secteur des Services représente près de 40% des émissions. On observe également un ralentissement du côté du High Yield Euro avec 4.6md€ émis (contre 10.8md€), avec la même répartition entre BB et B (62% et 38%) ; les émetteurs des secteurs de Télécommunications, Alimentation et Construction concentrent près de 60% du volume du primaire euro en juin.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

En juin, aucun défaut n'a été constaté aux États-Unis. Un échange « distress » est tout de même à noter avec le groupe spécialisé dans l'immobilier de bureau Office Properties Income Trust. Aucun émetteur ne devient « Rising Star » ou au contraire « Fallen Angel ».

Dans l'univers High Yield Euro, le groupe immobilier allemand Adler a été placé en « Selected default » par l'agence S&P à la suite du plan de recapitalisation (comprenant notamment des changements de maturités et la conversion de certains titres en titres subordonnés perpétuels). De plus, le groupe espagnol de « Gaming » Codere a fait défaut sur sa dette. Aucune évolution à noter d'émetteurs passés de la catégorie « Speculative Grade » vers la catégorie « Investment Grade », et inversement.

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

« Profiter des écartements de spread pour ajouter des noms de nouveau attractifs »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

Les décisions des banques centrales et l'évolution des taux sont restés les éléments clés du marché au mois de juin. Fait inattendu, les risques politiques se sont accrus en fin de mois avec la décision d'E. Macron de dissoudre l'Assemblée Nationale suite au revers subi par son parti politique aux élections européennes. La montée des partis populistes, et en particulier du Rassemblement National et du Nouveau Front Populaire ont inquiété les marchés. La prime de risque entre les taux d'Etat 10 ans français et allemand a significativement augmenté pour atteindre un peu plus de 80bps (contre environ 50bps en moyenne depuis le début de l'année 2024).

Concernant les banques centrales, la BCE a procédé, comme attendu, à sa première baisse de taux de 25bp. Le discours associé à cette baisse de taux était plus prudent, C. Lagarde a continué de marteler que le cycle de baisse de taux n'avait pas encore commencé et que l'aspect « data dependent » prévalait toujours. Le marché a donc conclu que cette baisse semblait être une « correction » de la dernière hausse surprise de septembre 2023. Côté US, les chiffres d'inflation continuent de pointer vers une baisse alimentant les spéculations quant à une première baisse de taux de la FED d'ici la fin l'année. Les taux d'Etats ont réagi positivement, les taux 5 ans ayant baissé de 23bps et 13bps en Allemagne et aux Etats-Unis respectivement.

Lorsque l'on se focalise sur les marchés High Yield, ceux-ci continuent de profiter d'une très bonne dynamique avec des performances positives. Si le marché américain a profité à la fois de la baisse des taux et d'un léger resserrement de primes de risque, côté européen, les tensions politiques ont pesé sur les primes de risque qui terminent en hausse sur le mois.

Au-delà du portage inhérent à la classe d'actifs High Yield, la baisse des taux a plus que compensé cet écartement, permettant au marché HY Euro de terminer le mois dans le vert. Le marché primaire est resté actif au mois de juin, bien qu'en deçà des volumes des mois précédents. Les facteurs techniques continuent de soutenir la classe d'actif : l'appétit pour le crédit est toujours important grâce au portage attractif et aux perspectives de baisse des taux. Le mois de juin marque tout de même une pause en termes de flux entrants dans la classe d'actif, il s'agit d'un des rares mois de collecte (légèrement) négative pour le High Yield depuis le début de l'année 2024.

Nous avons profité de la baisse des taux en juin grâce à l'ajout de durée ces derniers mois dans l'ensemble de nos portefeuilles. Nous pensons toujours que la principale contribution à la performance des marchés crédit dans les prochains mois proviendra du portage et de la baisse des taux. Ainsi, nous augmentons notre proportion de titres BBB et sélectionnons quelques émetteurs ayant un portage attractif dans le bas du segment BB et le haut du B, notamment via le marché primaire et les primes d'émission proposées aux investisseurs. D'un point de vue sectoriel, nous avons allégé notre exposition au secteur du commerce de détail aux US craignant un tassement de la demande lié à une normalisation de la consommation post-Covid. Nous avons également profité de l'écartement des primes de risque en fin de mois pour ajouter quelques émetteurs dont les primes de risque redeviennent attractives.

2. Les fondamentaux des émetteurs High Yield, toujours robustes, démontrent leur capacité à encaisser la hausse des coûts de financement

Les émetteurs High Yield ont publié des résultats solides au 1er trimestre 2024, nombreux sont ceux qui ont dépassé les attentes et communiqué des perspectives positives au marché. Du moins, on peut considérer que les attentes du marché étaient prudentes vu la détérioration sur les principales mesures de performances : les revenus baissent de 3.4% par rapport au trimestre précédent mais sont toujours en hausse de 1.5% sur l'année, tandis que les marges se sont nettement détériorées par rapport au précédent trimestre de -90bp et de -150bps sur un an. Par la même, l'appréciation de crédit des émetteurs reste bonne malgré le tassement des résultats avec des niveaux de levier d'endettement toujours en dessous des moyennes historiques, i.e. 3.5x net en tenant compte de la trésorerie au bilan vs. 3.4x à fin décembre 2023, un pic post-Covid de 5.0x fin mars 2021 et une moyenne long terme de 3.6x.

Dans le contexte de hausse des taux, l'attention des analystes porte sur le ratio de couverture des intérêts de la dette qui est la principale mesure de crédit qui se dégrade avec l'effet des derniers refinancements de dette à taux fixe. Cet indicateur sera encore scruté de près au cours des prochains trimestres à mesure que les émetteurs paient les coupons suivant la vague de primaire observée depuis le début de l'année (+88% aux US à fin mai). Le coût des intérêts continue ainsi à augmenter, pour le 4e trimestre consécutif, il progresse encore de 11% sur un an mais nettement moins par rapport au précédent trimestre à seulement +1.3%. Pour rappel, la hausse sur un an avait atteint un pic à +16% à fin septembre 2023. Cela est donc plutôt de bon augure pour la suite et indique que l'essentiel de la hausse est derrière nous, cet indicateur clé de liquidité devrait donc cesser de se dégrader ou du moins se stabiliser autour de 5.0x. Aujourd'hui, il se situe à 4.9x, ce qui est confortablement au-dessus de la moyenne de long terme de 4.5x et du point bas post-Covid de 3.6x fin décembre 2020. Par ailleurs, il convient de distinguer l'ampleur de la hausse du coût de la dette ressentie selon les structures de capital contenant une part plus importante de dette à taux variable : les émetteurs avec une part variable d'au moins 50% ont enregistré une hausse de leur charge d'intérêts de +27% tandis que ceux n'ayant que de la dette à taux fixe ont moins subi le choc avec une hausse limitée à +6%. Enfin, un dernier élément de confort sur la capacité des émetteurs à absorber la hausse des coûts de financement tient au fait que la part des émetteurs les plus sensibles reste sous sa moyenne historique à 5 ans soit 13 % vs. 14%, i.e. ceux ayant le moins de marge de manœuvre pour payer leurs intérêts avec un ratio de résultat brut d'exploitation inférieur ou égal à 2x le montant des intérêts. Le constat demeure à nouveau rassurant en approfondissant l'analyse sur la partie la plus risquée, i.e. la part de ceux ayant un ratio inférieur ou égal à 1x est tombée à seulement 4% soit en dessous de la moyenne historique de 7.4%.

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 et dans les pays nordiques.

Au 31 décembre 2023, Swiss Life Asset Managers gère 275,4 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 120,4 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 275,4 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 91,9 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 22,9 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2023, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 114,9 milliards d'euros de biens immobiliers.

Les clients de Swiss Life Asset Managers bénéficient de l'engagement et de l'expertise de plus de 2 200 collaborateurs en Europe.

Vie en toute liberté de choix

Swiss Life permet à chacun de mener une vie en toute liberté de choix et d'envisager l'avenir avec confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de notre expertise et de notre expérience, nous développons des solutions d'épargne et d'investissement tournées vers l'avenir. Nous accompagnons nos clients dans la réalisation de leurs objectifs d'investissement de long terme afin qu'ils puissent à leur tour prendre en compte les besoins de leurs propres clientèles et construire un avenir financier en toute liberté de choix.

¹ Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2021).

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 28/06/2024. « 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'Arcenc 13002 Marseille

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



