

# Newsletter

## High Yield

Mai 2024

Dans un contexte où les tensions géopolitiques reprennent de l'ampleur et où l'inflation aux États-Unis reste élevée, l'aversion au risque a été plus marquée sur les actions (-4,1% pour le S&P500). En revanche, les marchés High Yield ont mieux résisté, notamment en Europe où la performance est neutre et les primes de risque stables. Aux États-Unis, bien qu'ils aient reculé de 0,96% (en devise locale), ces marchés voient leurs primes de risque augmenter de 6 bps, bien qu'elles restent à des niveaux historiquement bas. Pourtant, les facteurs techniques du High Yield se retournent : afflux de primaire et rachat sur les fonds High Yield. Enfin, les taux d'Etats ont fortement reflué avec +50bps sur les bons du trésor US et +30bps sur le Bund.

## Faits marquants du mois

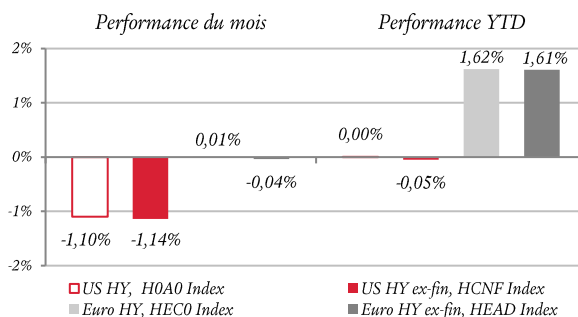
### Performances

Les marchés High Yield clôturent le mois d'avril en ordre dispersé, avec une nette sous-performance du High Yield US dans un contexte d'inflation persistante à -1,1% (en EUR) contre 0% sur le High Yield EUR. Ce différentiel s'explique par la forte remontée des taux US 10Y à +48bps contre +29bps sur le Bund. Les primes de risque sur le High Yield US s'écartent de 6bps alors qu'elles sont quasi stables en Europe à -2bps.

### Segments de notation

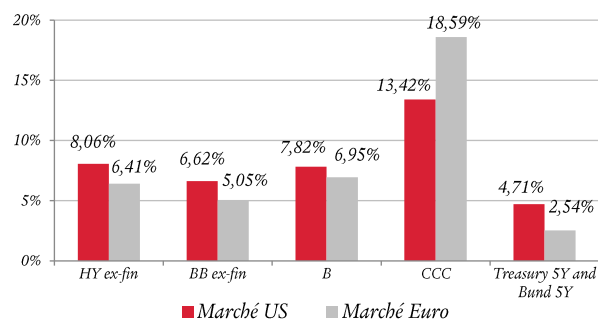
En Europe, le segment BB surperforme largement les autres catégories de notation avec +0,17% contre -0,39% pour le B Euro et -0,38% pour le CCC Euro, malgré des taux en hausse sur la période. Sur le High Yield US, toutes les catégories sont en territoire négatif avec le BB US à -1,07% (en EUR), le B US à -0,95% (en EUR) et le CCC US à -1,69% (en EUR).

### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.04.2024

### YIELD TO WORST\*



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.04.2024

**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.

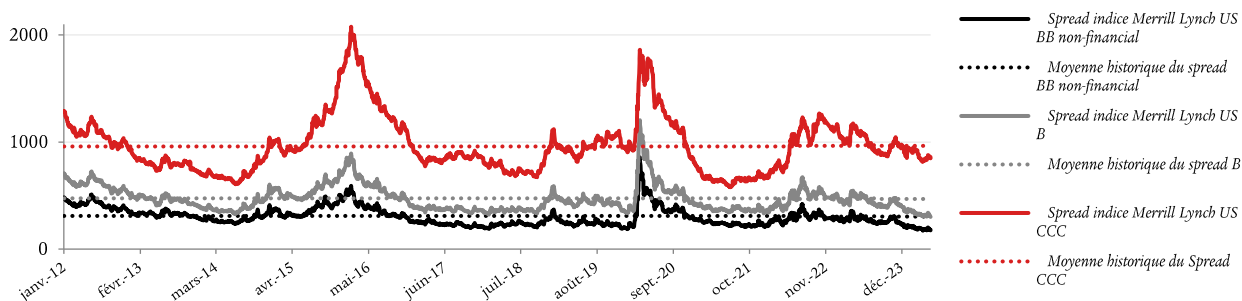
## Secteurs

En avril, les secteurs de l'Énergie (+1,17%) et de la Technologie (+1,03%) surperforment en Europe alors qu'aux États-Unis, ce sont les secteurs de la Santé (-0,14%) et du Transport (-0,07%) qui surperforment. En Europe, les déceptions se concentrent sur les secteurs des Télécoms (-3,16% sur le HY US; -0,88% sur le HY EUR), des Médias (-3,04% HY US; -0,51% EUR) et des Loisirs (-1,06%), et du Commerce de Détail aux US (-1,25%).

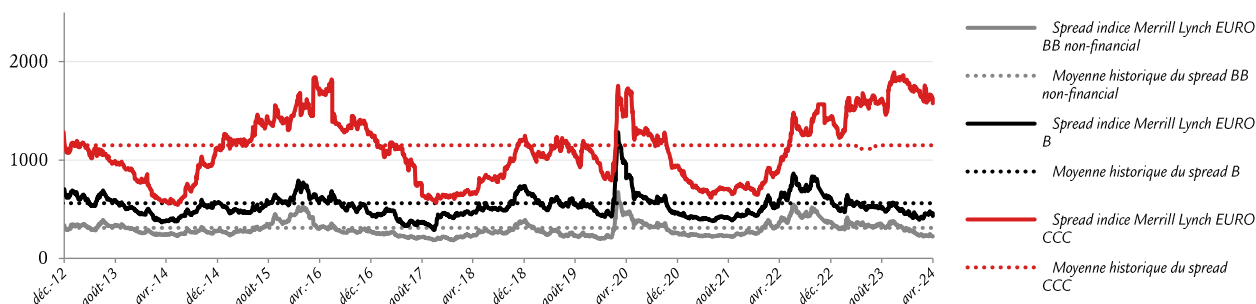
## Marché primaire

Avec 17 émissions pour 9,3Md€ dont 1,6Md€ sur les hybrides, le primaire High Yield EUR poursuit l'accélération observée en mars. Il se concentre principalement sur des émissions BB pour 76% avec quelques dossiers idiosyncratiques comme Auchan et Eutelsat. Sur le High Yield US, le nombre d'émissions progresse à 36 (contre 27) pour un montant de 27,6Md\$ (contre 19,2Md\$), marqué par des refinancements opportunistes de notation B et CCC pour 44% du total, avec notamment les primaires Bombardier et Transocean.

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



## Taux de défaut et évolution du gisement

Aux États-Unis, nous observons uniquement un défaut sur le détaillant hard discount « 99 Cents Only Stores » pour 350m\$. Sur les « Fallen Angels » en Europe, nous notons uniquement la compagnie française de fourniture en eau Saur dégradée en catégorie High Yield pour un volume de 1,25Md€. Aucun Fallen Angel n'est à signaler ce mois-ci aux États-Unis. Concernant les « Rising Stars », le plus emblématique est le producteur britannique de moteurs d'avions Rolls Royce qui retrouve son statut Investment Grade qu'il avait perdu pendant la pandémie pour un montant de 2,0Md\$ et 1,3Md€. On note également la remontée des obligations hybrides de British American Tobacco pour 2,0Md€. Enfin, sur le HY US, le producteur et distributeur d'électricité américain, First Energy, a été rehaussé pour un volume de 4,8Md\$.

**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

« *La hausse de la volatilité a été de courte durée* »

**Édouard Faure**

Responsable de la gestion Crédit

### 1. *Stratégie High Yield*

Le marché a connu un regain de volatilité au cours du mois d'avril. Plusieurs éléments expliquent ce mouvement : tout d'abord, les chiffres d'inflation aux US plus élevés qu'attendus couplés à de solides chiffres de l'emploi, ont fait craindre aux investisseurs un report des baisses de taux de la part de la FED, alors qu'une croissance du PIB plus faible qu'attendue pourrait laisser présager une situation de « stagflation ». Ensuite, la résurgence des tensions géopolitiques au Moyen-Orient a eu un impact sur les actifs risqués. Enfin, les facteurs techniques sur la classe d'actifs High Yield étaient moins porteurs que les mois précédents.

Les craintes d'un report des baisses de taux de la part de la FED ainsi que les risques grandissant d'une « stagflation » ont eu un impact direct sur les taux d'Etats : le 5 ans allemand et américain ont augmenté respectivement d'environ +30bps et +50bps. Les opérateurs de marché tablent désormais sur 1 à 2 baisses de taux pour l'année 2024 côté américain contre 6 en fin d'année dernière. Par conséquent, une inflation qui se maintiendrait au-dessus de 3% soutenue par de solides chiffres économiques pourrait raviver le risque d'une hausse de taux supplémentaire de la part de la FED, impactant négativement les primes de risque.

Les primes de risque sont restées globalement stables au cours du mois d'avril malgré l'augmentation de la volatilité. Les performances négatives du High Yield s'expliquent donc quasi exclusivement par l'effet taux. Les résurgences du conflit au Moyen-Orient ont bien eu un impact négatif sur les primes de risque en début de mois, mais celles-ci sont rapidement revenues à leur niveau de fin mars. Et cela malgré les flux de décollecte dans les fonds HY ainsi que l'augmentation significative du volume de marché primaire.

La dispersion était encore bien présente en avril, en témoigne la performance des indices CCC. Si les émetteurs de taille importante ont restructuré ou engagé des discussions en vue d'une restructuration (Altice France, Atos, Ardagh, Dish, Lumen...) certaines petites sociétés semblent à risque. En particulier, celles ayant un niveau d'endettement élevé, des performances opérationnelles sous pression et des échéances courtes à refinancer. Dans un contexte de taux plus élevés qu'espéré, un refinancement semble aujourd'hui compliqué, augmentant le risque de défaut.

Nous avons profité du mouvement important sur les taux souverains pour augmenter la duration des portefeuilles en améliorant leur qualité de crédit. Nous estimons que les primes de risque sont serrées et que, même si le risque de nouveaux reports de baisse de taux est toujours bien présent, investir dans des émetteurs de haute qualité dans des secteurs moins cycliques (et donc plus sensibles à l'évolution des taux) permettra de bénéficier des futurs mouvements de marché. Nous avons participé à quelques nouvelles émissions en étant très strict sur les rendements offerts. En effet, nous observons une diminution importante des primes d'émissions. Nous n'hésitons pas à passer si nous les estimons trop faibles.

## 2. Les défauts en Europe (enfin) supérieurs à ceux aux Etats-Unis ?

Historiquement, les taux de défaut sur le High Yield US sont supérieurs à ceux du High Yield EUR avec une médiane à 1,8% depuis 2005 aux US contre 1% en Europe. Toutefois, sur l'année glissante, les taux de défaut du High Yield EUR s'établissent à 2,3% contre 1,6% aux US, situation inédite depuis 2007. Il convient toutefois de nuancer ce propos dans la mesure où le High Yield Euro est relativement récent (la taille du gisement avant 2004 était limitée à uniquement 50Md€ contre plus de 300Md€ de nos jours) par rapport à son homologue US. En revanche, dans des phases de forte progression des taux de défaut, le High Yield US a systématiquement enregistré un pic supérieur au High Yield Euro :

- Grande Crise Financière de 2008-2009 avec 18% sur le HY US contre 16% Financières incluses sur le HY EUR et 9% Financières exclues,
- Crise énergétique de 2015-2016 avec 4,8% sur le HY US contre 3,0% sur le HY EUR,
- Pandémie Covid de 2020 avec 6,0% sur le HY US contre 3,0% sur le HY EUR

Si les défauts du HY US ont donc historiquement été plus élevés, l'origine de cet écart régulièrement cité en exemple provient de la qualité du gisement. Or, celui-ci a évolué de part et d'autre de l'Atlantique : la part des BB s'est nettement réduite dans le HY EUR (de 61% en moyenne à 56%) alors qu'elle a légèrement progressé dans le HY US (de 44% à 45%). Dans le même temps, la part des CCC a augmenté dans le HY EUR (de 8% à 10%) alors qu'elle a réduit dans le HY US (de 17% à 15%).

Un autre élément d'explication à retenir porte sur les tendances de défauts au sein du segment « B », le cœur du High Yield, où l'on observe un découplage entre le High Yield EUR qui affiche aujourd'hui 4% contre seulement 1.5% sur le HY US. Cela s'explique selon nous par un mur de maturités à refinancer plus proche en Europe (par rapport aux Etats-Unis) ainsi qu'une tendance macroéconomique davantage porteuse aux Etats-Unis qu'en Europe.

Enfin, les différences de composition sectorielle permettent de comprendre la divergence de tendance sur les défauts actuellement observée entre l'Europe les Etats-Unis. En effet, celle-ci provient du poids plus important du secteur financier dans les indices Européens avec notamment le secteur immobilier qui entre dans cette catégorie, secteur qui a le plus enregistré d'événements de crédit au cours des 12 derniers mois.

Les taux de défaut en Europe sont aujourd'hui plus élevés si l'on raisonne en montant de dette émise plutôt qu'en nombre d'émetteurs. Les émetteurs ayant fait défaut lors du cycle actuel portent notamment sur de larges structures précédemment notées en catégorie Investment Grade (Casino, Adler Real Estate, SBBB Real Estate) et qui ont bénéficié de la phase de taux d'intérêts bas/négatifs pour s'endetter lourdement. Dans le contexte actuel, de telles structures sont devenues insoutenables avec des taux plus élevés et une activité dégradée.

# 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 Europe<sup>1</sup>. 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.

<sup>1</sup> 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](http://fr.swisslife-am.com). Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 30/04/2024. « 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](http://www.swisslife-am.com)

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

**En France :** [service.clients-securities@swisslife-am.com](mailto:service.clients-securities@swisslife-am.com),  
Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

**En Suisse :** [info@swisslife-am.com](mailto: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

