

Newsletter

High Yield

Octobre 2024

Le marché High Yield continue d'enregistrer de bonnes performances au mois de septembre (Euro HY 1,02% et US HY 1,57%). Le cycle de baisse des taux des banques centrales, ainsi que la baisse inattendue - habilement orchestrée - par la FED ont grandement soutenu le marché. Les taux souverains ont largement contribué à la performance du marché High Yield et les primes de risques ont également eu un impact positif, principalement aux US. Les facteurs techniques porteurs, dont le rendement attractif, jouent un rôle clé expliquant la bonne performance de la classe d'actif.

Faits marquants du mois

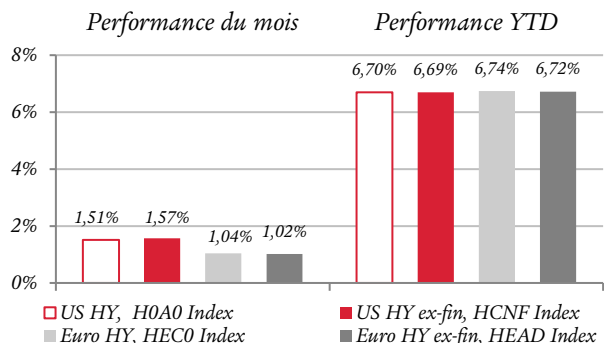
Performances

Malgré une saisonnalité historiquement défavorable en septembre, cette année les marchés enregistrent des performances positives. Le HY Euro et le HY US terminent le mois avec des performances respectives de 1,02% et 1,57%. La baisse des taux souverains explique une grande partie de la performance positive du HY Euro, la prime de risque s'étant modestement resserrée de 6bp alors que la contribution de cette dernière est plus significative aux US avec un resserrement de 13bp.

Segments de notation

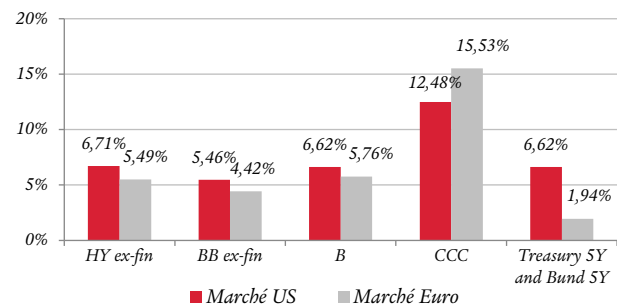
La dynamique par segment de notation a été similaire entre Europe et Etats-Unis : les notations les plus spéculatives ont significativement surperformé portées par des ressernements marqués des primes de risque. BB Euro : 0,83% ; B Euro : 1,26% et CCC Euro : 2,06%
BB US : 0,95% ; B US : 1,05% et CCC US : 4,09%

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.09.2024

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.09.2024

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.

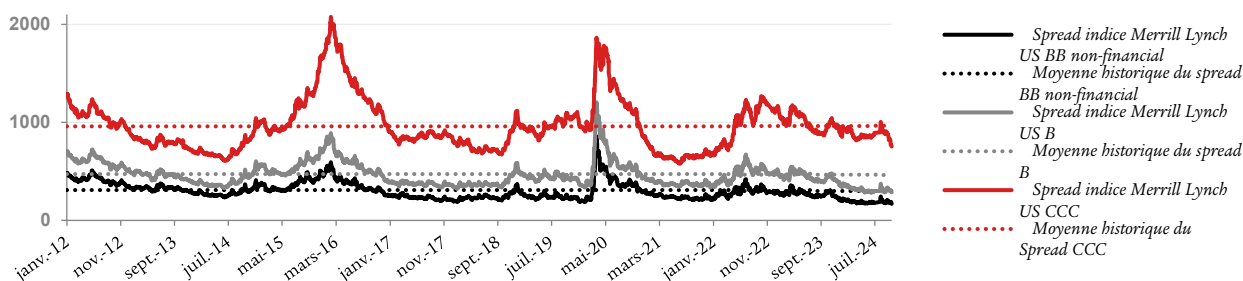
Secteurs

En Europe le secteur de l'immobilier continue de très bien performer (+6,10%) porté par la baisse des taux souverains et un accès au marché primaire permettant aux sociétés de ce secteur de se refinancer et étaler leur planning de dette. De l'autre côté du spectre, le secteur Automobile continue de souffrir (-0,46%) avec des révisions de résultats de la part de l'ensemble des sociétés sur fond de faiblesse de la demande, notamment sur l'électrique et en Chine. Aux US, les Médias surperforment (+4,99%) en raison du poids important d'émetteurs spéculatifs, alors que l'Energie a nettement sous-performé (0,10%) sous l'effet de la baisse de 7% du baril de pétrol.

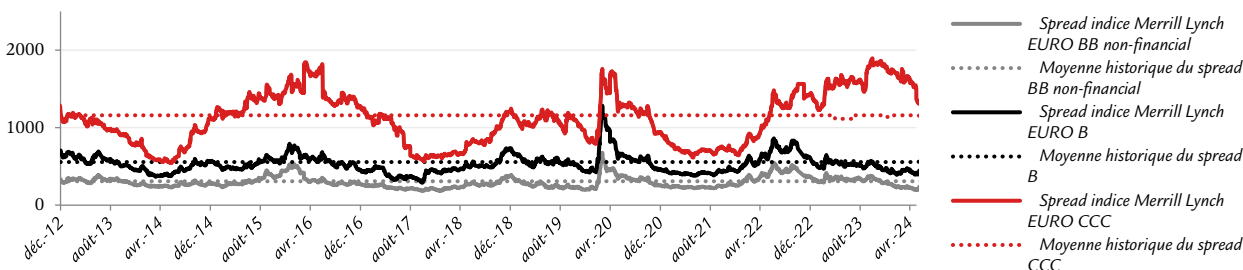
Marché primaire

Le primaire US n'en finit plus d'accélérer avec encore 24,9Mds\$ ce mois-ci après la reprise (inhabituelle) observée en août (20,1Mds\$). Toujours marqué par une part importante de BB à 59%, on note toutefois de nombreux émetteurs spéculatifs qui refinancent opportunément, aidés par le mouvement de baisse des taux. En Europe, le marché primaire reprend très fortement avec 7,7Mds€ après une pause estivale de seulement deux émissions pour 0,9Md€ mais en ligne avec les mois précédents (7,8Mds€, 4,8Mds€ et 10,8Mds€), dominé par les BB à 85%.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Le taux de défauts continue de baisser aux Etats-Unis à 1,4% contre 1,7% en août et un pic à 2,6% en octobre dernier. On note trois défauts en septembre avec l'opérateur télécom Lumen à la suite d'un échange de dette « distress » sur une de ses souches pour 0,4Mds\$, Exela Technologies pour 1,1Mds\$ et SI Group spécialiste dans la Chimie pour 0,3Mds\$. En Europe, les défauts de la foncière allemande Adler Real Estate pour 2,4Mds€ ainsi que celui de l'opérateur de jeux Codere pour 0,5Mds€ font remonter le taux de défaut à 2,8% contre 2,2% en août et 1,2% l'an dernier.

Aux Etats-Unis, le groupe OCI, spécialiste des fertilisants, repasse *High Yield* pour 0,6Mds\$. On mentionne en Europe le groupe britannique de Transport Mobico pour 0,5Mds€ comme « *Fallen Angel* ». Enfin, sur les deux marchés US et Euro, le groupe américain VF Corp, fabricant et distributeur de célèbres marques de vêtements (Timberland, North Face, Vans) pour respectivement 1,8Mds\$ et 2,0Mds€. Sur les « *Rising Stars* », on note aussi des émetteurs communs aux deux marchés : le célèbre groupe de label musical Warner Music pour 1,9Mds\$ et 0,8Mds€, le spécialiste de matériaux de construction James Hardie pour 0,4Mds\$ et 0,4Mds€. Aux US, un « *Rising Star* » de plus à mentionner avec Harbour Energy pour 0,5Mds\$ après l'acquisition de Wintershall.

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 FED a soutenu le crédit* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. *Stratégie High Yield*

Il était attendu, il a été repoussé mais il semble enfin arriver : le cycle de baisse de taux a bel et bien commencé. Si la BCE agit, pour le moment, par pallier de 25bp, la FED a décidé de frapper fort en appliquant une première baisse de 50bp. Inattendue par les marchés, une si forte baisse pouvait laisser entendre que le risque de récession grandissait et qu'il fallait agir de manière forte afin de le contenir. Il n'en a rien été, le discours très bien orchestré par Jerome Powell a permis d'éviter cette spirale négative. Il a d'ailleurs évoqué la bonne tenue de l'économie américaine et la nécessité de l'entretenir en ne laissant pas les taux aussi élevés. Coup de maître de la FED qui a ancré la notion de « soft landing » dans les esprits des investisseurs. La BCE va-t-elle suivre le même chemin ?

Les baisses de taux directeur des banques centrales ont eu un effet immédiat sur la courbe des taux souverains : la pentification continue. Si les taux longs semblent déjà proches de leur niveau d'équilibre (hors scénario de récession), les taux courts ont plus fortement baissé en réaction à l'ajustement des politiques monétaires. Le taux souverain US 2 ans a baissé de 27bp alors que le 10 ans n'a baissé que de 12bp. Même constat en Europe : le 2 ans allemand a baissé de 16bp alors que le 10 ans a baissé de 8bp. Le discours rassurant de la FED a permis aux primes de risque de crédit, en particulier aux US, de se resserrer pour revenir à des niveaux historiquement faibles.

La classe d'actif High Yield, en plus de la bonne dynamique liée aux politiques monétaires, continue d'être soutenue par des facteurs techniques porteurs : les rendements absolus restent attractifs, les flux dans les fonds High Yield sont positifs, les taux de défaut sont faibles et devraient continuer de diminuer, le marché primaire bien que plus dynamique se concentre sur des refinancements (le gisement est donc en décroissance). Nous estimons que le niveau actuel des primes de risque ne laisse que peu de place pour un resserrement supplémentaire. En revanche, le portage reste un élément clé rendant la classe d'actif attractive. Afin d'en profiter et de se prémunir du risque d'écartement lié aux différents risques présents dans le marché (récession potentielle, faiblesse de la consommation, faiblesse de l'économie chinois...), il convient de privilégier les secteurs moins cycliques et les émetteurs offrant une prime attractive.

Dans ce contexte, nous avons profité de la bonne dynamique du marché primaire et des primes offertes. Nous sommes cependant restés exigeants sur les niveaux auxquels les obligations ont été émises. Nous privilégions les émetteurs des secteurs moins cycliques. Nous gardons une forte sous-pondération au secteur automobile toujours en proie à de grandes difficultés. Des opportunités intéressantes se présentent sur le secteur de l'immobilier. Nous ne souhaitons pas augmenter notre exposition crédit tout en ayant un portage attractif et gardons une durée légèrement supérieure à celle du marché.

2. Les problèmes politiques en France peuvent-ils avoir un impact sur le High Yield Euro ?

Les élections européennes, rarement source de volatilité, ont entraîné des conséquences inhabituelles en France en début d'été. Suite à la déconvenue de son parti, Emmanuel Macron a décidé de dissoudre l'Assemblée Nationale et d'appeler l'ensemble des citoyens aux urnes pour des élections législatives anticipées. Avec un résultat sans majorité claire, s'en est suivi une longue période de tergiversation politique où le gouvernement a seulement été nommé à la fin du mois de septembre.

La montée des partis d'extrême droite et d'extrême gauche ainsi que l'incertitude politique n'ont pas rassuré le marché. Cela s'est traduit par un impact immédiat sur le coût de la dette française. Le rendement de l'OAT 10 ans a ainsi augmenté de près de 50bp en l'espace de quelques jours. Le spread entre le taux souverain allemand et français a également bondi à des niveaux rarement atteints (80bp) et se stabilise autour de cette valeur. Aujourd'hui, l'Etat français emprunte à des rendements plus élevés que le Portugal ou l'Espagne et à des niveaux proches de celui de la Grèce !

Le marché HY est composé à 21,6% de sociétés industrielles basées en France. Si nous avons constaté un pic – mesuré – de volatilité au moment de la dissolution de l'Assemblée Nationale sur les émetteurs français, nous ne constatons pas de défiance sur les sociétés industrielles comme cela peut être le cas sur le taux souverain.

Plusieurs raisons permettent d'expliquer ce constat. Tout d'abord la plupart des sociétés ont des activités internationales permettant de mitiger l'impact. Ensuite, les émetteurs ayant un risque de défaut plus élevé étaient déjà bien identifiés par le marché (SFR, ATOS...) et la qualité des émetteurs HY français est supérieure à la moyenne du marché avec 79% de BB (contre 68% pour l'indice Euro HY). Enfin, la hausse du taux souverains de la France n'a pas d'impact direct sur le coût de financement des sociétés industrielles privées, seule une dégradation de l'Etat en catégorie HY pourrait changer la donne (la note actuelle est AA). Le secteur bancaire pourrait être davantage sous pression, mais ce dernier se porte très bien avec des résultats en moyenne au-dessus des attentes du marché.

Afin d'illustrer ce constat, prenons quelques exemples : les obligations de la société de produits surgelés Picard (dont le chiffre d'affaires issu de la France est proche de 100%) ont perdu environ 2% en début d'été. Les prix ont rapidement rebondi et sont à des niveaux supérieurs aujourd'hui comparés à ceux d'avant les élections européennes. Même constat lorsqu'on s'intéresse à une société avec une empreinte internationale plus forte : les obligations de la compagnie aérienne Air France (seulement 30% du chiffre d'affaires réalisé en France) n'ont baissé que d'environ 1% et sont aujourd'hui à des niveaux plus élevés.

En conclusion, nous n'envisageons pas que les difficultés politiques aient un impact sur la qualité de crédit et le risque de défaut des sociétés du HY Euro implantées en France. Si nous constatons une perte de confiance des dirigeants d'entreprise pouvant amener à plus de prudence dans les investissements, le remboursement de la dette reste un objectif central des directions financières. De plus le marché primaire reste bien ouvert pour les émetteurs français (Picard, Infopro Digital, CMA CGM, Afflelou, Accor...). Une dégradation de la notation de la France ne devrait pas non plus avoir d'impact significatif sur les émetteurs HY. Toute source de volatilité liée à des raisons politiques en France est donc une opportunité d'investissement sur les émetteurs français.

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 gère 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 gère 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 30/09/2024. « 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

