

Actualités

A l'aube d'une probable récession économique, le comportement inédit du marché obligataire High Yield !

12 juillet 2022

Dans un environnement de marché affecté par l'inflation et les risques de récession économique, la classe d'actifs High Yield se distingue par des fondamentaux robustes et des facteurs techniques favorables.

Selon Swiss Life Asset Managers, qui invitait récemment ses investisseurs à une présentation sur le crédit, les données conjoncturelles témoignent d'une probable récession technique, conjuguée à la poursuite des tensions inflationnistes et à une remontée vigoureuse des taux d'intérêt sous l'impulsion du resserrement monétaire des banques centrales, Réserve fédérale américaine en tête.

Le scénario macroéconomique de Swiss Life Asset Managers table sur une récession modérée entre 2023 et 2025. « Aux Etats-Unis, nous anticipons une récession de courte durée en raison des effets négatifs du resserrement monétaire sur la production de richesse et non une crise du crédit ou du système bancaire. En Europe, nous tablons plutôt sur une reprise cyclique en 2023 due à l'atténuation des problèmes d'approvisionnement, puis à une recrudescence des risques de récession, en raison d'une réponse plus tardive de la BCE en comparaison à celle de la Fed » explique Edouard Faure, Responsable de la gestion obligataire High Yield chez Swiss Life Asset Managers. Les pressions inflationnistes aux Etats-Unis qui provenaient initialement du secteur des matières premières se sont propagées à celui des services.

Pas de dérapage des spreads ni de pic de volatilité sur le High Yield

Ce choc attendu sur la croissance est d'ores et déjà perceptible sur les marchés obligataires, en témoigne l'inversion des courbes de taux souverains américains sur les titres 2 et 10 ans. « C'est un signe précurseur des

chocs de croissance, déjà observé à la fin des années 80, en 2000, 2006 et 2019 » constate Edouard Faure. Toutefois, contrairement aux périodes d'inversion précédentes, le segment obligataire High Yield a mieux réagi que l'Investment Grade depuis le début de l'année. Y compris sur les titres de moindre qualité, notés « CCC ». Contre-intuitive, cette situation est ainsi inédite. « On peut l'expliquer non seulement par le fait que le crédit High Yield est moins sensible que la catégorie Investment Grade à la hausse des taux d'intérêt, mais aussi par le sentiment de marché : les investisseurs semblent confiants dans les fondamentaux des sociétés notées High Yield » ajoute-t-il. Il faut cependant nuancer l'impact de la hausse des taux sur les titres High Yield, « celle-ci affectant surtout les durations les plus longues. D'où la nécessité d'aborder la classe d'actifs selon une gestion active des maturités et du risque crédit »

A ce stade, l'écartement des spreads de crédit High Yield n'anticipe pas de récession importante : il a évolué d'environ 350 points de base à un peu plus de 470 depuis 2021, quand il bondissait d'environ 250 à plus de 800 en 2006-2007, à la veille de la Grande Récession¹. « Nous constatons également que la hausse de la volatilité des marchés actions, ces derniers mois, n'a pas entraîné de pic de volatilité sur le High Yield. L'écartement des spreads est resté mesuré » affirme Edouard Faure.

Des émetteurs aux fondamentaux solides

Sur différents critères, les émetteurs High Yield se distinguent par des fondamentaux robustes. « Globalement, ces sociétés ont fait preuve de beaucoup de prudence pendant la crise du Covid-19. Elles se sont fortement désendettées et ont amélioré leurs ratios de crédit, aujourd'hui plus solides qu'avant la crise sanitaire et à des niveaux historiquement satisfaisants » observe Emmanuel Jourdan, Analyste crédit chez Swiss Life Asset France.

La pandémie a conduit les dirigeants à opter pour un positionnement conservateur en matière de politique financière, permettant de disposer d'un coussin de liquidités conséquentes au sortir de la crise sanitaire. Les améliorations sur le ratio d'endettement ont porté sur l'ensemble des notations, notamment les émetteurs

les moins bien notés, tirées par leur moindre consommation de cash.

« Ce cycle d'assainissement a contribué à améliorer les ratios de couvertures des intérêts et conforte la confiance des investisseurs dans la capacité des émetteurs High Yield à honorer leurs dettes » précise Emmanuel Jourdan. Par ailleurs, sur le plan des résultats, les marges médianes d'EBITDA des émetteurs High Yield sont actuellement à des niveaux records, à plus de 16%ⁱⁱ, ce qui donne de la flexibilité face au mouvement inflationniste qui commence à se faire sentir après les publications de début d'année.

Des rendements et primes de risque attractifs en Europe

D'un point de vue technique, les rendements du compartiment High Yield s'avèrent aujourd'hui attractifs à près de 7% sur le marché européen. Hors crise du Covid-19, il faut remonter à la crise des dettes souveraines, pour trouver des tels niveaux. Nous sommes désormais au-dessus des rendements de début 2016 quand le prix du baril de pétrole était tombé à 25\$. « Les rendements et primes de risque sont aujourd'hui plus élevés en Europe, en raison de la proximité avec le conflit russo-ukrainien et de la hausse du prix de l'énergie qui représente un coût important pour les émetteurs européens. A l'inverse, il profite au secteur d'exploration et production du pétrole et gaz de schiste, très important dans le High Yield US. A niveau de risque équivalent, nous privilégions les titres de notation 'B' européens, plus attractifs que leurs pairs américains avec une prime supplémentaire proche de 150 points de base, 2 fois l'écart de ces 10 dernières années » compare Florent Rouget de Conigliano, Gérant de portefeuille High Yield chez Swiss Life Asset Managers.

Sur le marché primaire, les émetteurs se sont montrés frileux à faire appel aux créanciers depuis le début de l'année. Le premier semestre enregistre le plus faible volume d'émissions primaires depuis le début de la crise

des dettes souveraines, il y a plus d'une décennie.

« Le comportement des émetteurs est avant tout lié à la hausse des coûts de refinancement dans le sillage de la hausse des taux souverains et des primes de risque mais aussi hérité de leur prudence lors la crise sanitaire les incitant à faire le plein de liquidité. » analyse Florent Rouget de Conigliano.

En effet, si Moody's prévoit une légère remontée des taux de défaut aux Etats-Unis et en Europe, respectivement de 1,3% et 1,7% en avril 2022 à 3,3% et 2,9% en avril 2023, ces niveaux demeurent contenusⁱⁱⁱ. « En Europe, la politique monétaire de la BCE reste moins restrictive que celle de la Fed aux Etats-Unis, ce qui écarte a priori tout risque de flambée des taux de défaut, loin du scénario de 2008-2009 lorsque ceux-ci avaient atteint 13%. Aux Etats-Unis comme en Europe, sur la base des primes de risque actuelles, les marchés anticipent une remontée limitée des taux de défaut » corrobore Romy Kruger, Analyste-crédit chez Swiss Life Asset Managers.

Enfin, l'équipe High Yield de Swiss Life Asset Managers France n'entrevoit pas de « mur » de maturité à court terme auquel serait confronté le compartiment High Yield. Car seules 8% des obligations High Yield européennes devront être refinancées d'ici fin 2023 et moins de 20% avant fin 2024. Compte tenu du volume relativement faible de tombées de maturité à court-moyen terme, la progression du coupon moyen sera graduelle et il faudra attendre fin 2025 pour que le coupon moyen des notations « BB » et « B » augmente de 1 point^{iv}.

« L'ensemble de ces facteurs fondamentaux et techniques milite clairement en faveur de la classe d'actifs, qui présente des gages de robustesse et recèle des opportunités d'investissements. Nous sommes convaincus qu'il existe aujourd'hui un 'momentum' favorable pour commencer à construire des positions sur le crédit High Yield » conclut Edouard Faure.

Avertissement :

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les fonds sont investis sur les marchés financiers et présentent un risque de perte en capital. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, veuillez-vous référer à la documentation réglementaire disponible sur notre site internet fr.swisslife-am.com. "Swiss Life Asset Managers" est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life. Le nom "Swiss Life Asset Managers" et les logos associés sont des marques déposées par Swiss Life Intellectual Property Management

ⁱ Source: Bloomberg Morgan Stanley Research

ⁱⁱ Source: Bloomberg Morgan Stanley Research, S&P Capital IQ

ⁱⁱⁱ Source: Moody's

^{iv} Source: J.P. Morgan

Media Relations

Marie CARADEC - +33 (0)1 40 15 22 04 – marie.caradec@swisslife-am.com

FARGO pour Swiss Life Asset Managers France

Yohann HENDRICE - + 33 (0)6 16 83 28 89 – yhendrice@fargo.agency

Yohan ABRIEL - + 33 6 16 83 88 17 – yabriel@fargo.agency

Aliaksei KASYANENKA - + 33 (0)6 46 60 00 98 – akasyanenko@fargo.agency

www.swisslife-am.com



A 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 2021, Swiss Life Asset Managers gère 266,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 99,1 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 266,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 84 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 27,8 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2021, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 111,8 milliards d'euros de biens immobiliers.

Les clients de Swiss Life Asset Managers bénéficient de l'engagement et de l'expertise de plus de 2 500 collaborateurs en Europe.

1 Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2020)
Données Swiss Life Asset Managers au 31/12/2021

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.