



Insight

Risque en capital. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent baisser comme augmenter et ne sont pas garantis. Les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité du montant investi..

High Yield Européen : Ajuster votre point d'entrée

Octobre 2022



Thomas Samson
Gérant High Yield Européen

Malgré l'affaiblissement de l'environnement macroéconomique, les valorisations du high yield européen ont atteint ce que nous estimons être des niveaux intéressants. Est-ce le bon moment pour envisager une allocation ?

Sous l'effet conjugué des pressions inflationnistes, d'un choc brutal sur les matières premières et l'énergie et d'un changement de politique monétaire des banques centrales, les marchés obligataires ont subi l'une des corrections les plus importantes jamais enregistrées. Pourtant, alors que l'anxiété croissante des investisseurs s'est traduite par un *sell off* généralisé du marché, nous pensons que l'environnement technique négatif avec des sorties de capitaux ininterrompues sur le marché du high yield européen depuis le début de l'année, combinées à une hausse rapide des rendements réels, a généré des valorisations qui présagent de perspectives plus constructives pour générer des performances positives.

Selon nous, il existe plusieurs raisons pour lesquelles les investisseurs devraient envisager une allocation au high yield européen.

Valorisations

Les spreads de crédit se négocient à des niveaux plus larges que leur moyenne à long terme (y compris avant 2015, lorsque l'assouplissement quantitatif monétaire a été introduit en Europe). Combinée à la hausse des rendements, la classe d'actifs affiche désormais un prix moyen inférieur à 83 (au 30 septembre 2022).¹ Avec des obligations remboursables au pair, cela offre aux investisseurs un potentiel de plus-values que nous pensons significatif.

Graph. 1 : Prix et Spreads du High Yield Européen

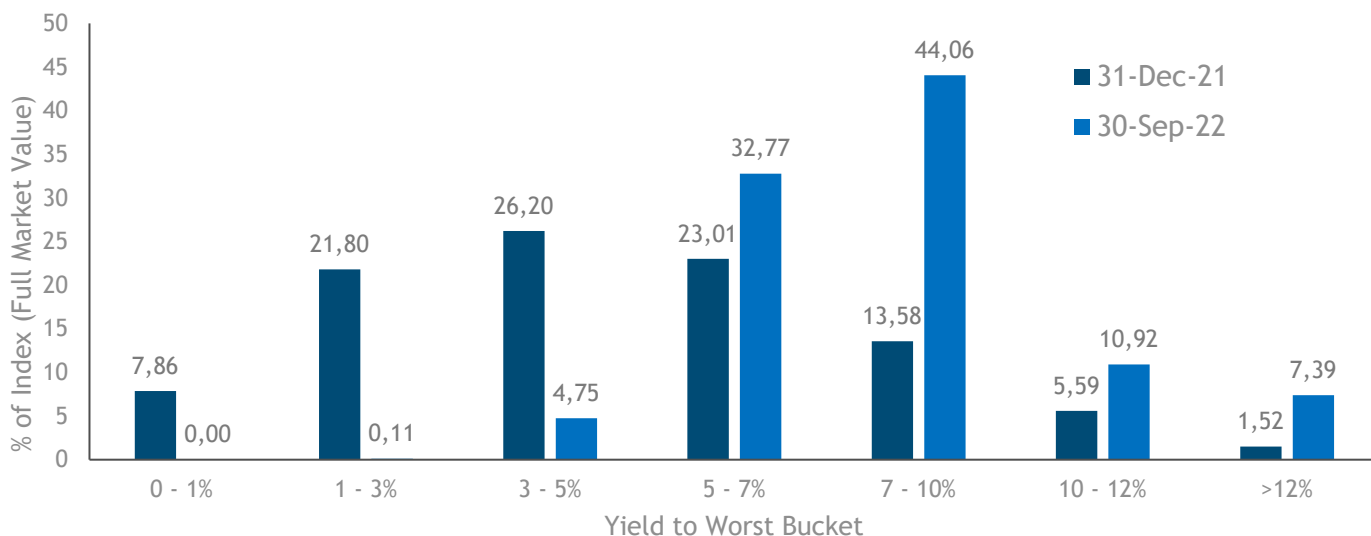


Source : ICE Index Platform. Données au 30 septembre 2022. ICE BofA BB-B European Currency Non-Financial High Yield Constrained Index (HP4N). Les points de vue et l'opinion de Muzinich sont donnés à titre d'illustration uniquement et ne doivent pas être interprétés comme des conseils en matière d'investissement.

1. Source : ICE Index Platform. ICE BofA BB-B European Currency Non-Financial High Yield Constrained Index (HP4N).

Toutefois, si les rendements sont aujourd'hui nettement supérieurs à ce qu'ils étaient au début de 2022, le nombre d'obligations en difficulté (distressed) dont le rendement est supérieur à 10 % reste relativement faible (graphique 2), ce qui indique que les fondamentaux sous-jacents de la classe d'actifs restent relativement solides.

Graph. 2 : Alors que les rendements ont augmenté, le pourcentage d'obligations en difficulté (distressed) reste faible



Source : ICE Index Platform. Données au 30 septembre 2022. ICE BofA BB-B European Currency Non-Financial High Yield Constrained Index (HP4N). Les points de vue et l'opinion de Muzinich sont donnés à titre d'illustration uniquement et ne doivent pas être interprétés comme des conseils en matière d'investissement.

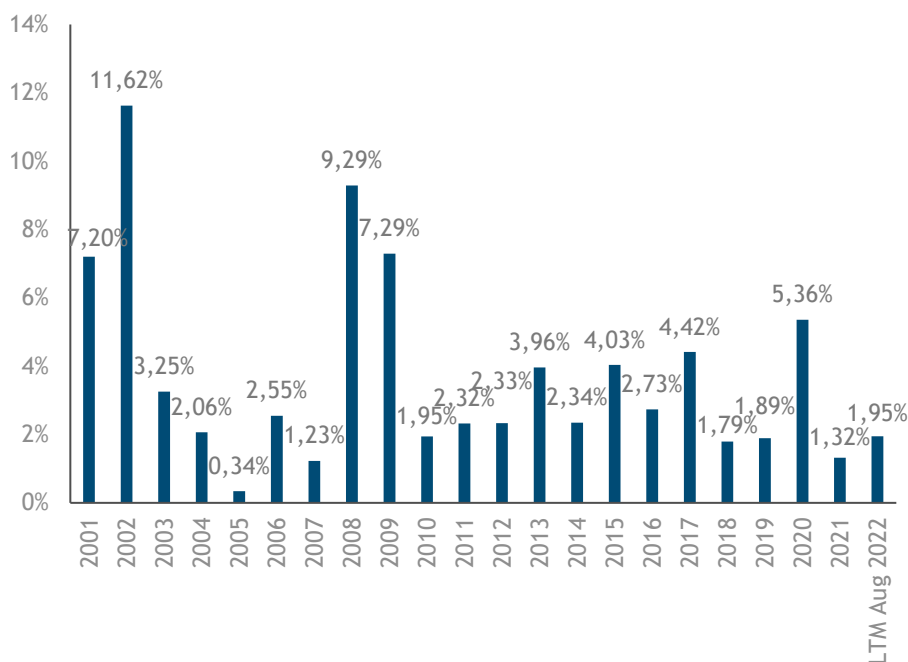
Niveau de défaut contenu

L'affaiblissement de l'environnement macroéconomique est susceptible d'affecter les entreprises. Comme le montre le graphique 3, le taux de défaut sur les douze derniers mois (LTM) est actuellement d'environ 2%, après avoir oscillé entre 2 et 5% au cours de la dernière décennie. Bien qu'il soit probable que les défauts augmentent, nous pensons que les taux de défaut devraient être relativement contenus (à moins que la récession ne devienne sévère) pour plusieurs raisons :

1. Historiquement, les défauts n'ont jamais atteint les niveaux actuellement pris en compte par le marché

Sur la base du niveau actuel de l'iTraxxCrossover à 655bps, le marché implique un taux de défaut cumulé de 44% au cours des 5 prochaines années, en supposant un taux de recouvrement de 40%. Ce n'est pas un niveau que nous avons connu auparavant ; même pendant la grande crise financière, les défauts ont culminé à un peu plus de 9% et ont ensuite diminué au cours des 3 années suivantes (Graph. 3).

Graph. 3 : Taux de défaut annuel

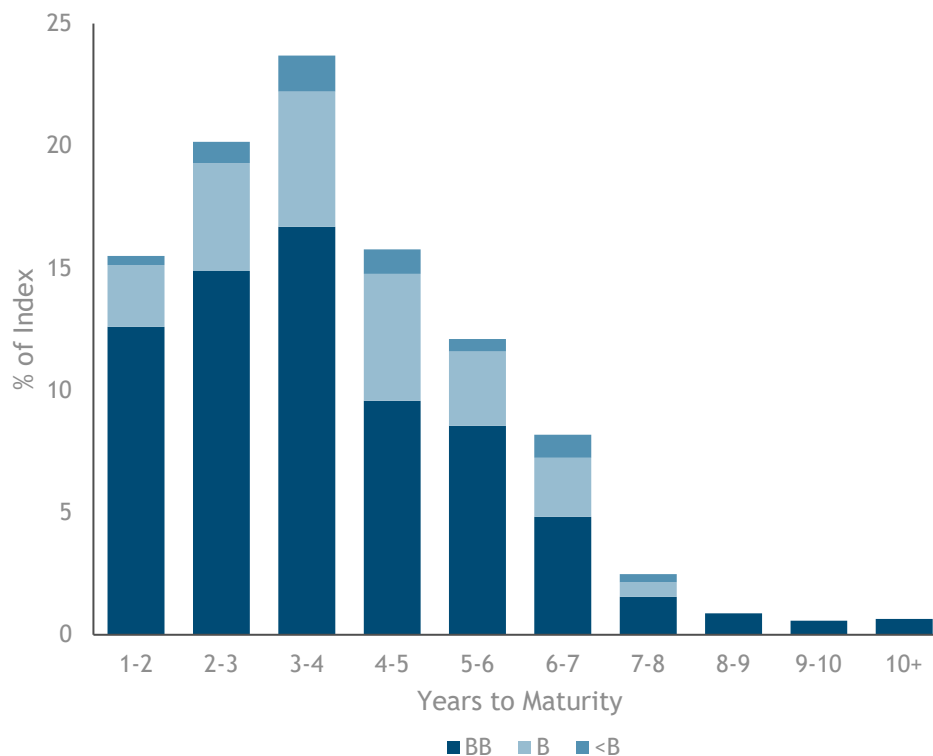


Source : Moody's Europe Trailing 12-Month Issuer-Weighted Spec-Grade Default Rate Forecasts. Données en date du 31 août 2022. Les données les plus récentes disponibles ont été utilisées. Vues et opinions de Muzinich, à ne pas interpréter comme des conseils d'investissement.

2. Pas de mur de refinancement

Il y a également un nombre limité d'émetteurs ayant besoin de se refinancer au cours des 12 à 24 prochains mois en raison des émissions importantes en 2021. Cela nous conforte dans l'idée qu'il est peu probable que nous assistions à un pic inattendu de défauts à court terme. En outre, les obligations notées BB constituent une proportion élevée de l'indice arrivant à échéance dans les 1-2 prochaines années, qui ont généralement un meilleur accès au financement du marché.

Graph. 4 : Pas de mur de refinancement



Source : ICE Index Platform. Données au 30 septembre 2022. ICE BofA Euro High Yield Constrained Index (HECO). A des fins d'illustration uniquement, ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement.

Positionner un portefeuille high yield dans un environnement de récession

Il est clair que des risques subsistent et que la classe d'actifs n'est pas à l'abri d'une faiblesse macroéconomique dans les mois à venir. Par conséquent, nous poursuivons une stratégie prudente de sous-allocation aux secteurs cycliques tels que la vente au détail d'une part et d'exposition aux secteurs plus défensifs tels que la santé et les télécommunications d'autre part.

L'augmentation de l'exposition aux crédits de qualité supérieure avec des bilans solides, tout en réduisant l'exposition aux émetteurs plus petits et moins connus (qui sont moins liquides et moins soutenus par les investisseurs), devrait également contribuer à fournir une protection pendant les périodes de volatilité élevée. Nous continuerons, bien entendu, à nous concentrer sur l'analyse fondamentale du crédit avant d'investir, en mettant l'accent sur la préservation du capital et la protection contre les baisses.

Ce document ne doit pas être considéré comme une prévision, une recherche ou un conseil en investissement, et ne constitue pas une recommandation, une offre ou une sollicitation pour acheter ou vendre des titres ou adopter une stratégie d'investissement. Les opinions exprimées par Muzinich & Co sont en date d'octobre 2022.

A propos de l'auteur

Thomas Samson, Gérant de portefeuille

Thomas est gérant de portefeuille chez Muzinich et possède 22 ans d'expérience dans la gestion en dettes d'entreprises. Avant de rejoindre Muzinich, Thomas a travaillé en tant qu'analyste chez Trafalgar Asset Managers, un fonds spéculatif de créances en difficulté. Avant cela, il a travaillé en tant qu'analyste financier chez GE Capital. Thomas est titulaire d'une maîtrise en finance de la London Business School, du Chartered Financial Analyst (CFA) et d'un M.Sc. en finance d'entreprise de l'Institut d'études politiques de Paris, en France.

Descriptions des indices

HP4N – L'indice ICE BofA ML BB-B European Currency Non-Financial High Yield Constrained Index contient tous les titres non financiers de l'indice ICE BofA ML European Currency High Yield Index notés de BB1 à B3, sur la base d'une moyenne de notation de Moody's, S&P et Fitch, mais plafonne l'exposition aux émetteurs à 3 %.

Information importante

Par "Muzinich & Co.", "Muzinich" et/ou la « société » auquel il est fait référence ici, on entend Muzinich & Co. Inc. et ses sociétés affiliées. Ce document a été produit à des fins d'information uniquement et, à ce titre, les opinions qu'il contient ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement. Les opinions sont celles de la date de publication et peuvent être modifiées sans référence ni notification. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération lors de la sélection d'un produit ou d'une stratégie. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent baisser ou augmenter, et ne sont pas garantis. Les taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur des investissements. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue des prix et une liquidité réduite du marché.

Toute recherche contenue dans ce document a été obtenue et peut avoir été mise en œuvre par Muzinich pour ses propres besoins. Les résultats de ces recherches sont mis à disposition à titre d'information et aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude. Les opinions et les déclarations sur les tendances des marchés financiers qui sont fondées sur les conditions du marché constituent notre jugement et ce jugement peut s'avérer erroné. Les points de vue et opinions exprimés ne doivent pas être interprétés comme une offre d'achat ou de vente ou une invitation à s'engager dans une quelconque activité d'investissement, ils sont uniquement destinés à des fins d'information.

Toute information ou déclaration prospective exprimée dans ce qui précède peut s'avérer incorrecte. Compte tenu des incertitudes significatives inhérentes aux déclarations prospectives incluses dans le présent document, l'inclusion de ces informations ne doit pas être considérée comme une représentation de la réalisation des objectifs et des plans qui y sont discutés. Muzinich ne s'engage pas à mettre à jour les informations, données et opinions contenues dans le présent document.

États-Unis : Ce document est réservé aux investisseurs institutionnels et n'est pas destiné à être distribué aux particuliers. Muzinich & Co., Inc. est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC). Le fait que Muzinich & Co., Inc. soit un conseiller en investissement enregistré auprès de la SEC n'implique en aucun cas un certain niveau de compétence ou de formation, ni une quelconque autorisation ou approbation par la SEC.

Émis dans l'Union européenne par Muzinich & Co. (Ireland) Limited, qui est autorisé et réglementé par la Banque centrale d'Irlande. Enregistrée en Irlande, numéro d'enregistrement de la société : 307511. Adresse du siège social : 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Irlande. Émis en Suisse par Muzinich & Co. (Suisse) AG. Enregistrée en Suisse sous le numéro CHE-389.422.108. Adresse du siège social : Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Suisse. Émis à Singapour et à Hong Kong par Muzinich & Co. (Singapore) Pte. Limited, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Enregistrée à Singapour sous le numéro 201624477K. Adresse enregistrée : 6 Battery Road, #26-05, Singapour, 049909. Émis dans toutes les autres juridictions (à l'exception des États-Unis) par Muzinich & Co. Limited, qui est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistré en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Adresse enregistrée : 8 Hanover Street, Londres W1S 1YQ, Royaume-Uni. 2022-10-03-9478