

# 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

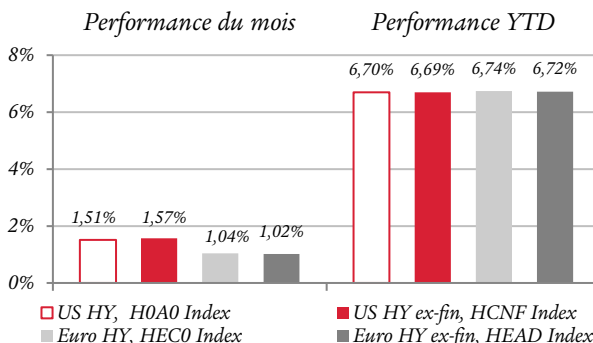
### Performances

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

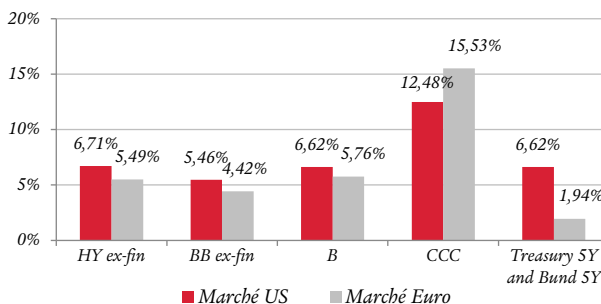
La dynamique par segment de notation a été similaire entre Europe et Etats-Unis : les notations les plus spéculatives ont significativement surperformé portées par des ressernements marqués des primes de risque. BB Euro : 0,83% ; B Euro : 1,26% et CCC Euro : 2,06%  
BB US : 0,95% ; B US : 1,05% et CCC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

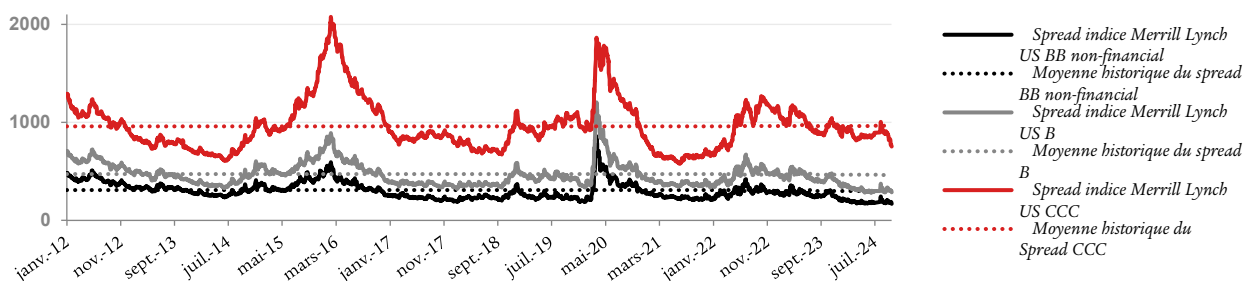
## Secteurs

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.

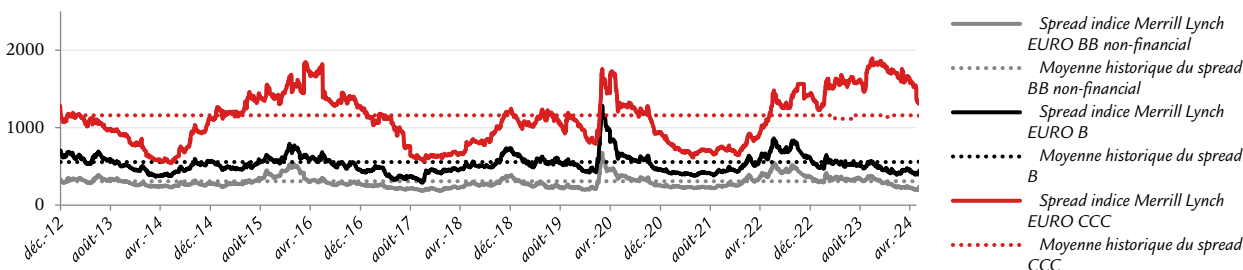
## Marché primaire

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.