

# Newsletter

## High Yield

Septembre 2024

Le marché High Yield termine le mois d'août avec des performances positives de part et d'autre de l'Atlantique (+1,25% pour le HY Euro et +1,40% pour le HY US) malgré un pic de volatilité en début de mois. L'écartement des primes de risque provoqué par le débouclage de positions de « carry trade » entre devises étrangères et par la remontée du risque de récession aux États-Unis s'est rapidement dissipé. Les publications rassurantes d'inflation outre-Atlantique et le discours accommodant de Jérôme Powell annonçant de futures baisses de taux de la part de la FED ont permis au marché du crédit de rebondir rapidement et d'effacer les inquiétudes du début de mois.

## Faits marquants du mois

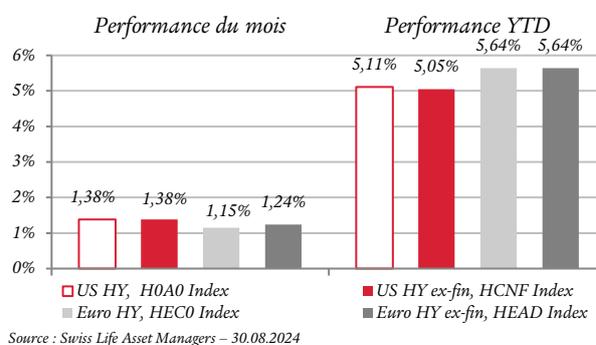
### Performances

Bien qu'il y ait eu un surcroît de volatilité en début de mois, les marchés High Yield terminent dans le vert (+1,25% en EUR, +1,40% en USD) avec une légère compression des primes de risque (-13bps en EUR, -8bps aux US). Les données d'inflation américaines auront dicté le ton des marchés, amenant les taux à baisser (-16bps sur le 5Y US à 3,79%, -6bps sur le 5Y allemand à 2,13%) et confirmant la première baisse de taux de la FED en septembre.

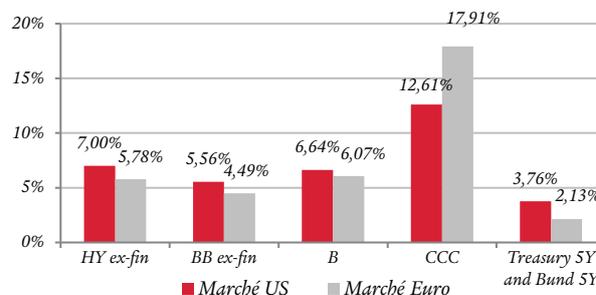
### Segments de notation

En Europe, les segments plus risqués ont surperformé, portés par une compression des primes de risque liée à une dissipation des craintes de récession avec le B à +1,46% et le CCC à +2,24%. Le BB a sous-performé (+1,04%). Sur le marché US, le CCC (+1,94%) surperforme grâce à un portage plus élevé. Les primes de risque des BB se sont resserrées (-13bps) avec une performance de +1,35%, les primes de risque des segments plus spéculatifs (B et CCC) stagnent.

### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



### YIELD TO WORST\*



**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.

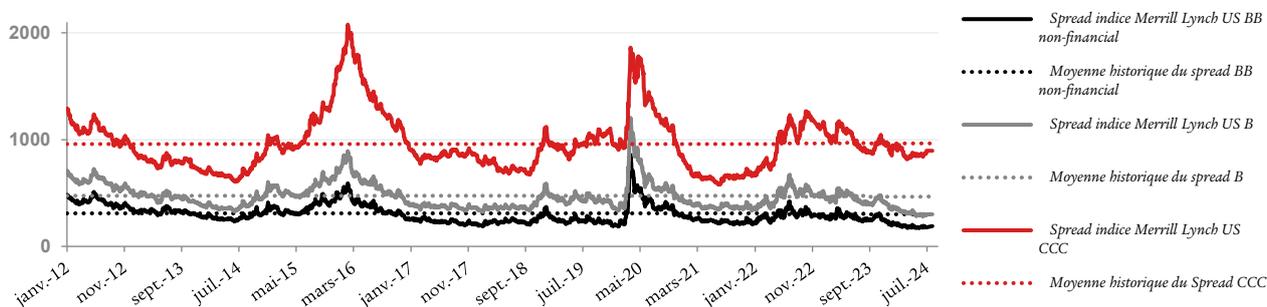
## Secteurs

Aux US, les Télécoms en difficulté depuis le début de l'année surperforment (+3,1%), alors que l'Énergie (13% de l'indice) perd une partie de sa surperformance annuelle (+1,0%) suivi par l'Auto (+0,9%). En Europe, l'Immobilier (+6,0%) accentue sa surperformance annuelle (+32,3% vs +5,6% pour l'indice), son poids remonte de 4,7% à 6,0% sur l'année, les Télécoms (17% de l'indice) surperforment (+1,4% vs +1,3%) du fait d'un intérêt sur certains noms spéculatifs tout comme la santé (+1,5%). A contrario, l'Auto (12% de l'indice) sous-performe avec des résultats décevants (+0,7%).

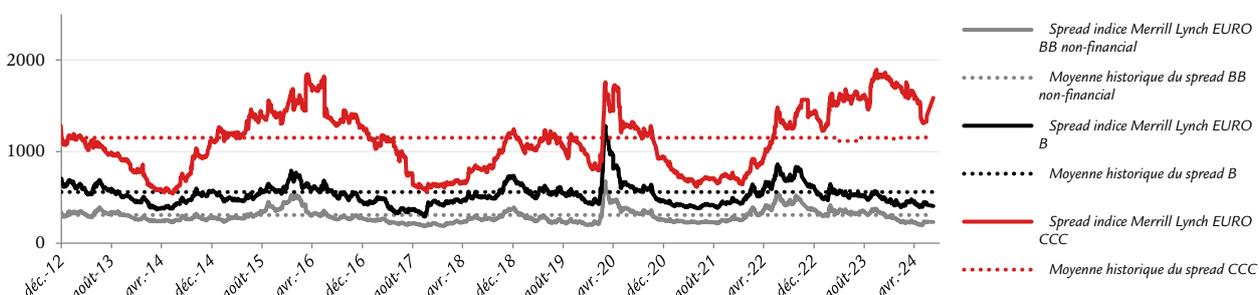
## Marché primaire

Après deux mois de ralentissement, le primaire US reprend nettement malgré la période estivale avec 20,1Mds\$ (vs 11,3 et 13,4Md\$ les mois précédents) marqué par une amélioration de la qualité des émissions avec 57% de BB et le reste en B, et une absence des CCC (vs. 21% en juillet). A contrario, en Europe, le marché primaire s'est asséché avec seulement deux émissions pour 0,9Md€, après l'effervescence des mois précédents (7,8Md€, 4,8Mds et 10,8Mds€), uniquement sur des BB.

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



## Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, seulement un défaut a eu lieu en août avec le fournisseur d'équipements mobiles de chantier USS à la suite d'un échange de dette « distress » sur son obligation de 500M\$. Le taux de défaut continue de baisser à 1,7% vs 1,8% en juillet et un pic à 2,6% en octobre dernier. Aucun *Fallen Angel* à mentionner aux US. En Europe, pas de défaut à signaler, le taux de défaut ressort à 2,2%, en hausse par rapport à 0,8% l'an dernier. Aux US, la célèbre plateforme de taxi Uber (3,2Md\$ de dettes obligataires) a été relevée en catégorie Investment Grade ainsi que les dettes sécurisées du croisiériste Carnival pour 2,9Mds\$. Aucune évolution à mentionner sur les « *Rising Stars* » et les « *Fallen Angels* » en Europe.

**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

« *Le marché de crédit résiste très bien* »

**Édouard Faure**

Responsable de la gestion Crédit

### 1. *Stratégie High Yield*

Le début du mois d'août a été marqué par un pic de volatilité. Entraînés par un mouvement de déboucement de positions de « carry trade » entre devises et des chiffres économiques américains en berne, les marchés risqués ont accusé de lourdes pertes (-12% pour le Nikkei, +50bps pour le HY Euro...). Les taux souverains ont à l'inverse largement surperformé porté par une vague de « fuite vers la qualité ». Si ce pic de volatilité a été significatif (probablement amplifié par la faible liquidité du marché pendant la période estivale), il a été de très courte durée. En effet, à la suite de la publication meilleure qu'attendue de l'ISM aux États-Unis, le marché s'est stabilisé. Les autres chiffres économiques publiés au cours du mois d'août, notamment l'inflation américaine, ont permis au marché de rebondir. Rebond amplifié par le discours de Jérôme Powell, qui a annoncé des baisses de taux de la FED dès septembre.

Lorsqu'on regarde plus précisément les chiffres au cours des deux jours du pic de volatilité, les primes de risque du HY Euro et du HY US se sont respectivement écartées de près de +50bps et +70bps. Lorsqu'on s'intéresse au marché des dérivés de crédit, l'indice de CDS Itraxx CrossOver s'est écarté de +70bps. Ce mouvement s'est toutefois rapidement inversé. Ainsi, à la fin du mois d'août, les primes de risque du HY Euro et du HY US sont respectivement -8bps et -12bps en dessous de leurs niveaux de fin juillet. Même constat sur les dérivés, la prime de risque de l'indice de CDS Itraxx CrossOver a terminé -4bps en-dessous du niveau de fin juillet. Les taux courts souverains ont significativement baissé sur la période (-34bps sur le 2 ans US et -14bps sur le Bund 2 ans). La courbe des taux reste inversée mais de manière moins prononcée que précédemment.

Finalement, le marché High Yield a bien résisté aux turbulences malgré la mise sous pression de ses primes de risque en début de mois. Cette résistance s'explique par l'effet taux qui a soutenu la performance absolue de la classe d'actifs mais aussi par l'appétit inchangé des investisseurs pour la classe d'actifs dans un objectif de portage. Dans un scénario de baisse des taux de la part des banques centrales, enrichir ses investissements avec des rendements attractifs (avant que ceux-ci ne baissent) est une stratégie pertinente. Ainsi, au cours du mois d'août, nous avons observé une vague d'achats dans le marché, en particulier sur les émetteurs de meilleure qualité dont les valorisations redevenaient plus attractives.

Dans ce contexte, nous avons profité de la (courte) période de volatilité pour investir dans des émetteurs de bonne qualité dont le rendement est redevenu attractif. Nous restons focalisés sur les secteurs défensifs et évitons toujours les secteurs les plus cycliques (et les plus sensibles aux publications de données économiques) tels que l'automobile ou le commerce de détail. A la suite du rebond de fin de mois, nous estimons à nouveau que les valorisations sont élevées et que l'habituelle saisonnalité du mois de septembre avec notamment un marché primaire dense pourrait apporter son lot de volatilité et générer des points d'entrées plus attractifs. Le mouvement sur les taux souverains a été important et la partie longue de la courbe des taux nous semble désormais correctement valorisée (en particulier aux États-Unis). Nous avons donc réduit la duration des portefeuilles tout en la gardant supérieure à celle du marché.

## 2. Point d'étape sur le mur de maturité 2024-2026 aux États-Unis

Dans notre lettre mensuelle du mois de juin dernier, nous évoquions le redémarrage du marché primaire permettant d'adresser en partie le mur de refinancement 2024-2026 considéré pendant longtemps comme l'un des principaux risques du marché High Yield. Force est de constater que cette tendance se poursuit (+84% sur le primaire High Yield US à fin août 2024) grâce à (i) des fondamentaux qui restent solides pour une grande majorité des émetteurs High Yield, (ii) des primes de risque High Yield proches des plus bas historiques et enfin (iii) au changement de posture de la plupart des Banques Centrales, soulageant la pression sur les taux souverains avec même des premières baisses de taux actées au cours des derniers mois permettant une détente obligataire.

Ainsi, à fin juillet 2024, sur le principal marché High Yield, le marché américain, l'encours des obligations de maturité 2024 à 2026 a été réduit de -53% par rapport à la fin de l'année 2022, à 205 milliards de dollars ; ne représentant plus que 14% de l'encours total en circulation. Si l'on tient compte du refinancement de maturités 2027, l'encours global s'est réduit de -39% à 398 milliards de dollars. Plus la maturité est proche, plus l'encours de dette existante s'est réduit (-86% pour les maturités 2024 ; -65% pour 2025 ; -33% pour 2026 ; -9% pour 2027). Nous estimons que le rythme de refinancement s'est accéléré tout au long de l'année 2024. Ainsi, sur les marchés des obligations High Yield et des Leverage Loans, le refinancement moyen mensuel est de 55 milliards de dollars, soit le double du rythme de 2023, et cinq fois celui de 2022. Si les Leverage Loans captent une part importante de ces refinancements, les obligations High Yield ne sont pas en reste, avec des volumes de refinancements certes en-dessous des records de 2021, mais 25% au-dessus des niveaux historiques pré-Covid.

Avec la timide réouverture du primaire en 2023 et la forte accélération de 2024, les maturités 2029 (338 milliards de dollars) représentent désormais la première pondération de l'encours existant avec 23%, suivies par les maturités 2028 (256 milliards de dollars -18%) ce qui correspond traditionnellement aux maturités finales des obligations High Yield (entre 5 et 7 ans). Enfin, les maturités 2030 et 2031 concentrent ainsi près de 25% des obligations en circulation (327 milliards de dollars) et ce poids devrait continuer à progresser au cours des prochains mois grâce à la dynamique actuelle sur le marché primaire.

En conclusion, nous observons donc une proactivité des émetteurs High Yield dans le refinancement anticipé de leurs obligations. Très peu d'entre elles vont jusqu'à leur échéance finale. Malgré la hausse des taux, la plupart des directeurs financiers préfèrent abandonner des coupons faibles pour repousser leur mur de maturité. Nous estimons que cette tendance de refinancements des maturités 2024-2026, et même 2027, devrait perdurer au cours des prochains trimestres et permettrait de limiter la hausse des taux de défaut aux États-Unis. Cependant, nous restons vigilants concernant les notations les plus faibles dont le poids au sein des maturités courtes progresse : plus d'un tiers des maturités 2025 est lié à des émissions CCC en cumulant les obligations High Yield et les Leverage Loans.

Dans le cadre d'une stratégie de fonds à maturité, produits les plus en vogue dans la classe d'actifs High Yield, il convient donc de réfléchir en termes de maturité statistique et non pas seulement en termes de maturité finale, afin de prendre en compte les probabilités (importantes) de refinancements anticipés. Comme nous l'observons, la hausse des taux, et donc la hausse des coûts de refinancement, n'a pas freiné la vague de refinancement comme le marché l'anticipait, confirmant l'importance de la prise en compte des maturités statistiques.