

Newsletter

High Yield

Août 2024

Le marché High Yield termine le mois de juillet sur des performances positives de part et d'autre de l'Atlantique (+1.27% pour le HY Euro et +1.84% pour le HY US).

Le constat est le même qu'au mois de juin : les primes de risque se sont légèrement écartées, compensées par une baisse marquée des taux souverains et en particulier des taux courts dans un mouvement de repentification de la courbe.

La saison des résultats a livré ses premières conclusions avec un nombre important de révisions à la baisse d'objectifs financiers. Les émetteurs opérant dans les secteurs cycliques sont particulièrement concernés.

Faits marquants du mois

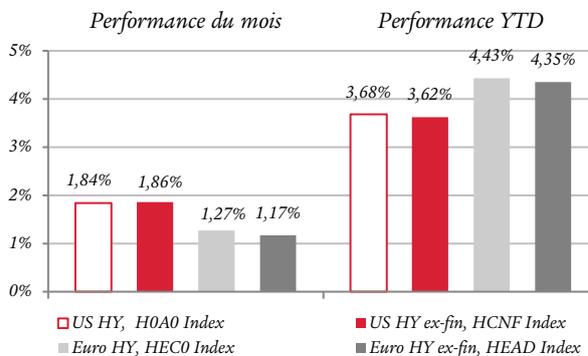
Performances

Malgré une légère remontée des primes de risque (+8bps en EUR, +7bps aux US), les marchés High Yield EUR (+1.27%) et US (+1.84%) continuent d'afficher de solides performances. Ces derniers bénéficient davantage de la baisse des taux (-46bps sur le 5Y US, -25bps sur le 5Y allemand) favorisée par des chiffres d'inflation au plus bas depuis début 2021 et un ralentissement des données macroéconomiques, ce qui renforce la probabilité d'une baisse des taux par la FED en septembre.

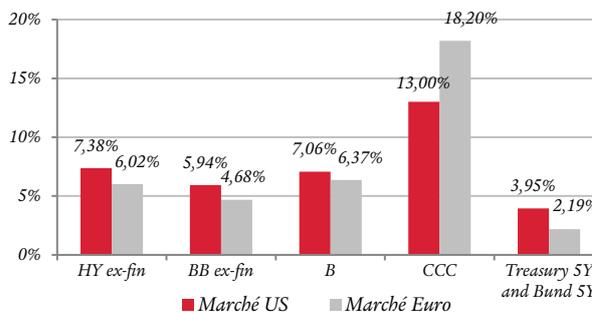
Segments de notation

En Europe, le segment BB (+1.28%), plus sensible aux taux, a surperformé le B (+1.17%) et surtout le CCC (+0.82%) toujours pénalisé par certaines situations idiosyncratiques. A l'inverse, sur le marché US, le segment CCC (+3.87%) surperforme nettement le B (+1.66%) et le BB (+1.47%) grâce au rebond du secteur des télécoms qui est sur-représenté au sein du CCC (environ 40%) et de l'envolée des valeurs « small & midcaps » sur le marché action US (Russell 2000 à +10.1%).

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.

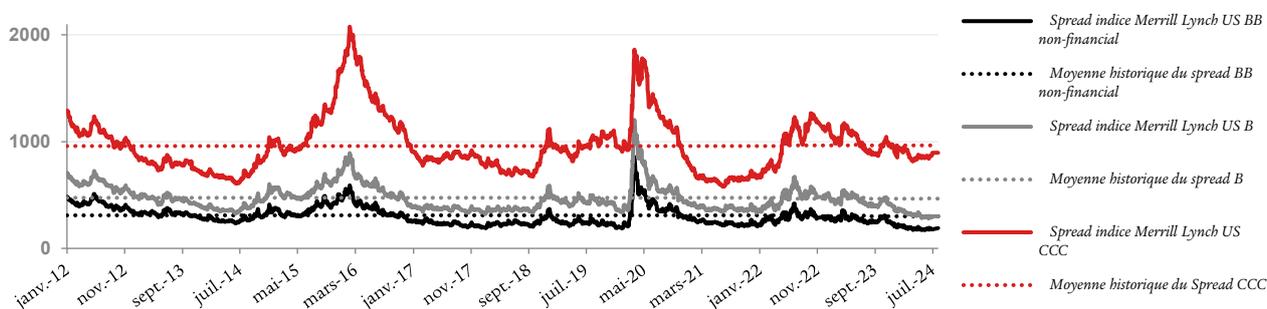
Secteurs

Aux US, les secteurs les plus en difficulté depuis le début de l'année surperforment (Télécommunications à +4.52%, Câble et TV par Satellite à +4.21%) alors que la Chimie (+1.13%) et le Retail (+1.14%) sous-performent. En Europe, le secteur de la Technologie conserve une fois de plus son statut de lanterne rouge (-0.59%) en étant le seul en retrait. La Finance (+1.69%) et les Télécommunications (+1.51%) surperforment alors que l'Industrie de base (+0.83%) et la Consommation Cyclique (+0.85%) déçoivent, de la même façon qu'aux US.

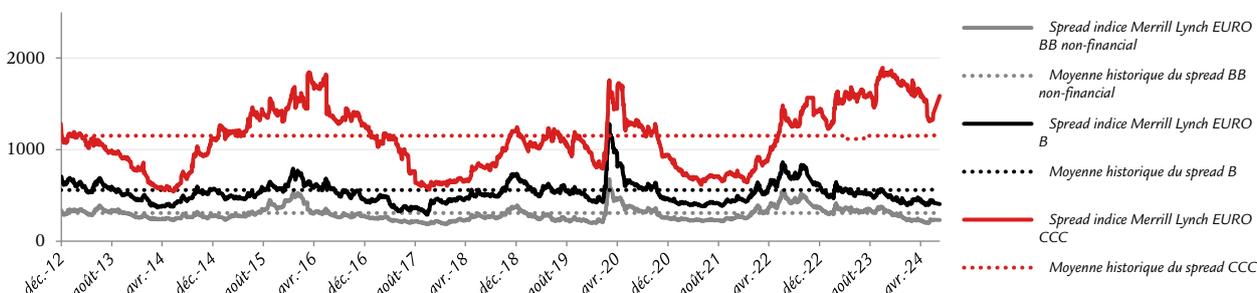
Marché primaire

A l'approche de la période estivale, le primaire US continue de ralentir à 11.3Md\$ (contre 13.4Md\$ le mois précédent) marqué par une qualité des émissions en forte dégradation avec le retour en force des émissions CCC (21% du total), et, côté sectoriel, une sur-représentation du secteur de l'Énergie (46%). A l'inverse, en Europe, le marché primaire s'est accéléré avec 7.8Md€ d'émissions (contre 4.6Md€) mais, tout comme aux US, sur le segment de notations les plus risquées (57% de B) avec même le retour d'une émission CCC pour 350m€ (Sani Ikos 7.25% 2030).

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, le détaillant à bas prix 99 Cents Only Stores a fait défaut sur son obligation de 350m\$ ainsi que la chaîne de salles de cinémas AMC (3Md\$ de dette obligataires) à la suite d'un échange de dette « distress » avec retrait de collatéral pour les créanciers existants. En Europe, les événements de crédit restent toujours d'actualité avec le défaut d'Atos (2.5Md€ de dettes obligataires) après l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, le défaut de la foncière nordique SBB (4Md€ de dettes obligataires en EUR) et du groupe énergétique ukrainien DTEK (325m€ de dettes obligataires en EUR) à la suite des échanges de dette « distress ». Aux US, la compagnie aérienne Delta Airlines (1.7Md\$ de dettes obligataires) a été relevée en catégorie Investment Grade par Fitch et pourra donc rejoindre les indices Investment Grade. 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

« *Les primes de risque restent serrées* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

L'événement marquant du mois de juillet est la baisse significative des taux d'Etats. En effet, les chiffres d'inflation, au plus bas depuis 2021, accompagnés d'une activité économique qui ralentit dressent un paysage idéal pour des baisses de taux de la part des banques centrales. Après une première baisse de la BCE en juin, le marché attend une nouvelle baisse en septembre et une dernière d'ici la fin de l'année. Côté américain, Jerome Powell a laissé entendre, lors de son discours, qu'une baisse était fortement probable en septembre. Elle devrait être accompagnée par une autre baisse d'ici à la fin de l'année.

Cette baisse marquée des taux d'Etats s'est accompagnée d'une repentification de la courbe, certes toujours inversée. Ainsi les taux courts ont plus fortement baissé que les taux longs. Dans le détail : côté américain, le 2 ans a baissé de 50bp, le 5 ans de 46bp, le 10 ans de 38bp et le 30 ans de 25bp. Même constat côté européen, le 2 ans allemand a baissé de 30bp, le 5 ans de 25bp, le 10 ans de 20bp et le 30 ans de 18bp.

Ces baisses de taux ont permis de contenir le léger écartement des primes de risque sur le marché High Yield, qui termine le mois avec des performances largement positives. Le marché High Yield étant un marché à duration courte (2.82 ans pour le HY Euro et 3.17 ans pour le HY US), il réagit particulièrement lorsque la baisse est plus marquée sur les taux courts.

Le faible écartement des primes de risque s'explique par les valorisations historiquement élevées ne laissant que peu de place à plus de resserrement. De plus, le début de la saison des résultats ne semble pas être à la hauteur des attentes. Nous observons un nombre important de révisions à la baisse des attentes de résultats, en particulier dans les secteurs cycliques et notamment celui de l'automobile (cf. point 2). Les secteurs liés à la consommation (dont le commerce de détail) ne semblent pas non plus épargnés. Le ralentissement économique observé dans les chiffres macro-économiques commence donc bien à se refléter dans les résultats des sociétés.

Nous estimons toujours que les primes de risques sont serrées et nous ne souhaitons pas rajouter du risque à ces niveaux. Ainsi, nous sommes restés prudents sur le marché primaire composé principalement d'émissions B et CCC au mois de juillet. Sur nos fonds à échéance, nous continuons d'investir les souscriptions en profitant des opportunités offertes sur le marché secondaire et sur certaines émissions primaires.

2. Le secteur automobile confronté au défi de la transition vers l'électrique

Le secteur automobile fait face à une série de difficultés : problèmes d'approvisionnement, persistance de l'inflation sur les salaires, ralentissement de la demande et plus particulièrement sur les véhicules électriques sur fonds de tension commerciale entre la Chine et l'Occident. Cette industrie est un bon baromètre de la vigueur de la consommation. C'est souvent le premier secteur à montrer des signes de fragilité en cas de ralentissement économique. Enfin, c'est un poids important du High Yield Euro ex-fin avec 12% du gisement, alors qu'il est relativement faible avec 2.6% sur le High Yield US, après le relèvement de Ford en catégorie Investment Grade.

Alors que nous avons observé une résistance relative des acteurs au 1^{er} trimestre, les publications du 2^{ème} trimestre témoignent de difficultés ayant conduit à une série d'avertissement sur résultats, en particulier d'une révision à la baisse des revenus annuels (de l'ordre de -5%) et, pour certains, de leurs niveaux de marge. En cause, une baisse de la demande mondiale sur les véhicules électriques (BEV), notamment en Europe et aux Etats-Unis. Ainsi, Tesla a publié des revenus en retrait de 3% sur le S1 2024. De plus, les estimations de revenus sur la période 2024 à 2026 ont été révisées à la baisse entre 20 et 25% en un an. Pour juger de l'ampleur de ces difficultés tendanciennes, notons que les dernières projections d'une sélection de fabricants automobiles font état de coupes drastiques de leurs programmes de production de BEV : -50% sur 2025 par rapport aux projections à fin décembre 2023, -35% sur 2026 et -30% à -35% sur 2027 à 2030. Par ailleurs, on note la nette contreperformance de Stellantis qui accuse une baisse de 14% de ses ventes sur le S1 2024 alors que ses concurrents ont fait en moyenne +1.0% dans une fourchette allant de -4.2% à +13.2%. Du côté des sous-traitants, on peut citer l'allemand ZF, un des leaders mondiaux avec 46.7Mds € de revenus en 2023, qui a annoncé réduire son objectif de 5% pour 2024 tout en maintenant son objectif de marge avec un programme de réduction des coûts de 6Mds€ sur 2024-2025.

Plus récemment, il a annoncé un plan de réduction d'environ 25% de ses effectifs en Allemagne, soit 11 000 à 14 000 emplois d'ici 2028. En conséquence, les équipementiers sont les plus touchés et annoncent des mesures supplémentaires de réduction de coûts afin de maintenir leurs marges. Ils devraient continuer à fournir des efforts en conséquence des difficultés rencontrées par les constructeurs automobiles dont les marges sont sous pression (-200bps sur le S1 2024 par rapport à l'an dernier). S&P a ainsi abaissé sa perspective sur la notation de Forvia (ex-Faurecia), d'autres actions des agences de notation pourraient suivre dans ce contexte d'incertitude.

En termes de performance, les actions du secteur automobile européen affichaient une nette-surperformance à +15.4% à fin mars 2024, soit une surperformance de +750bps par rapport à l'indice Euro Stoxx 600. Sur la même période, les obligations des émetteurs High Yield Euro du secteur automobile affichaient une performance de +1.01%, sous performant de 62bps l'indice High Yield Corporate. La sous-performance du secteur Auto s'est encore creusée à fin juillet, à -166bps pour une performance de +2.67% depuis le début de l'année pour les émetteurs High Yield contre +4.33% pour l'indice High Yield Corporate. Il convient de rappeler que la qualité du secteur dépasse celle de l'indice, avec une notation moyenne de BB en Europe et des primes de 235bps contre 365bps. Sur les actions, la contre-performance est encore plus flagrante avec seulement +0.72% à fin juillet contre +11.09% pour l'Euro Stoxx 600.

Compte tenu des incertitudes sur le secteur automobile, en particulier européen, la prudence reste de mise et nous serons attentifs à tout écartement qui pourrait offrir un point d'entrée.

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 et dans les pays nordiques.

Au 31 décembre 2023, Swiss Life Asset Managers gère 275,4 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 120,4 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 275,4 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 91,9 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 22,9 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2023, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 114,9 milliards d'euros de biens immobiliers.

Les clients de Swiss Life Asset Managers bénéficient de l'engagement et de l'expertise de plus de 2 200 collaborateurs en Europe.

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.

¹ Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2021).

Avertissement :

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'art 4 de la LSF 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 31/07/2024. « 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'Arenc 13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris

