

Newsletter

High Yield

Novembre 2024

Le mois d'octobre a été marqué par un large regain de volatilité sur les taux souverains, en particulier aux Etats-Unis. La bonne tenue de l'économie américaine ainsi que la proximité des élections présidentielles expliquent la hausse significative des Treasuries (+60bp sur le 5 ans). Les taux européens sont également orientés à la hausse mais dans une moindre mesure (+30bp sur le 5 ans Allemand) du fait de chiffres de croissance en berne. Le resserrement des primes de risque continue (-26bps et -14bps respectivement pour le HY Euro et US) traduisant l'appétit pour la classe d'actif crédit. Cette dernière est toujours portée par les facteurs techniques, notamment l'attractivité des rendements offerts et d'importants flux de souscription.

Faits marquants du mois

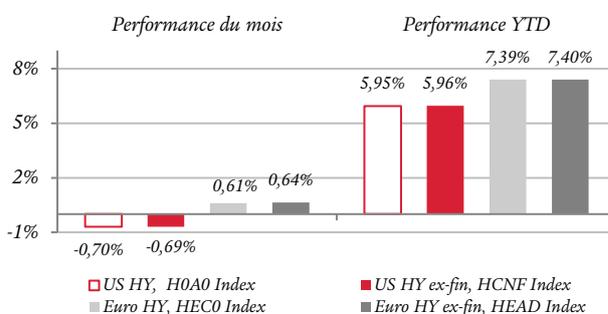
Performances

Le HY Euro enregistre une performance de +0,64% expliquée par un resserrement conséquent de la prime de risque (-26bps) ayant permis de compenser la hausse des souverains (+30bp sur le 5 ans allemand). Outre-Atlantique, le HY US termine le mois d'octobre avec une performance de -0,69%. Malgré des primes de risque bien orientées (-14bps), la forte hausse des taux souverains (+60bps sur le 5 ans américain) a entraîné la performance du segment en territoire négatif.

Segments de notation

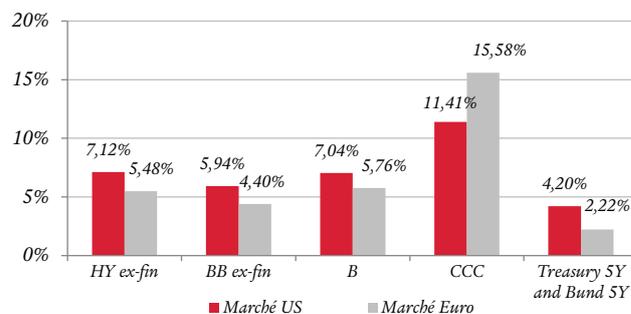
Côté européen, la dynamique par segment de notation est relativement homogène (BB Euro : +0,61% ; B Euro : +0,56%). Le segment CCC enregistre une surperformance notable liée à sa faible sensibilité aux taux (+0,97%). Côté américain, il y a une hiérarchie claire entre les segments de notation : plus la notation est élevée, moins le resserrement de *spread* a été marqué et plus la sensibilité aux taux a entraîné des performances négatives (BB US : -1,07% ; B US : -0,59% et CCC US : +0,29%).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2024

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2024

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 d'être en tête des performances sectorielles (+1,49%) malgré la hausse des taux souverains. Il est accompagné par les biens de consommation et les télécommunications.

Le commerce de détail termine en performance négative accompagné par le secteur des technologies.

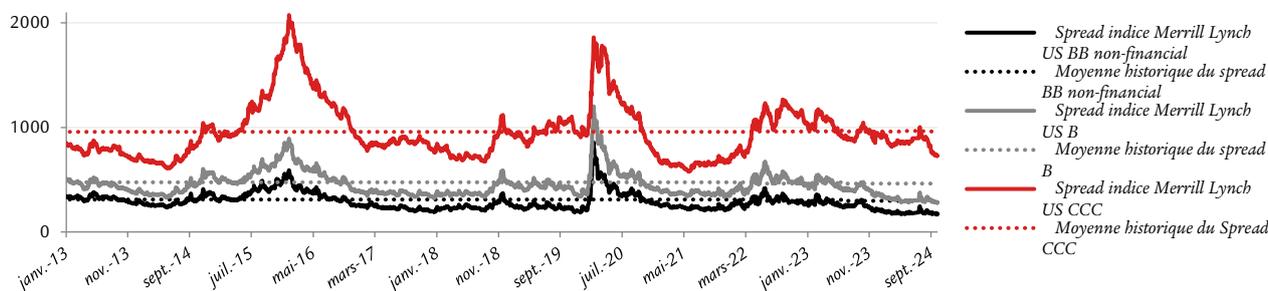
Outre-Atlantique, le seul secteur enregistrant des performances positives est le secteur des télécommunications porté par de bonnes nouvelles idiosyncratiques. L'immobilier et la santé, plus sensibles aux taux, ont sous-performé au mois d'octobre.

Marché primaire

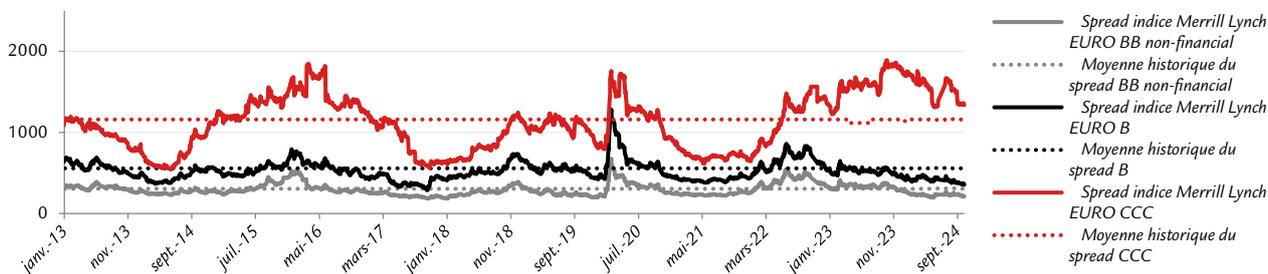
Le primaire US poursuit sa dynamique des derniers mois avec 23,03Mds\$ vs. 24,9Mds\$ en septembre. On note à nouveau une part importante d'émetteurs spéculatifs (46%) qui refinancent, opportunément aidés par le resserrement des primes de risque sur ce segment.

En Europe, la reprise du marché primaire s'accélère avec 12,9Mds€ vs. 7,7Mds€ en septembre, avec ici aussi davantage d'émetteurs spéculatifs simple B pour 32% vs. 15% le mois précédent. L'absorption des émissions est meilleure en Europe qu'aux US avec un prix moyen de 100,55 tandis qu'elles sont légèrement sous le pair aux US.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, on note pour 1,2Mds\$ de défauts en octobre suite à un échange de dette « distressed » sur Beasley Broadcast, un opérateur de média pour 0,3Md\$ et dans la chimie sur Unifrax pour 0,9Md\$. Le taux de défauts continue de baisser à 1,3% vs. 1,4% en septembre et un pic à 2,6% survenu en octobre 2023. En Europe, aucun défaut à signaler, le taux reste stable à 2,5%, en hausse par rapport à 1,5% l'an dernier.

Sur l'évolution du gisement, on note l'absence de Fallen Angels aussi bien en Europe qu'aux Etats Unis. En revanche, on note des Rising Stars de poids dans le secteur de l'Energie, plus spécifiquement dans l'Exploration et la Production de gaz de Schiste, avec 3 émetteurs célèbres dans le secteur après avoir connu de sérieuses difficultés avec l'effondrement du prix du gaz en 2019 et durant la pandémie de Covid : Antero Resources pour 1,0Md\$ après avoir vu sa note tomber à CCC en 2020, Chesapeake Energy pour 1,95Mds\$ qui après une restructuration de sa dette en 2021 vient de fusionner avec Southwestern Energy pour 3,35Mds\$. En Europe, on note l'opérateur Telecom tchèque PPF Telecom pour 1,05Md€.

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

« Des souscriptions records dans les ETFs High Yield »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

Nous évoquons le mois dernier le « véritable démarrage » du cycle de baisse des taux, il semblerait que la machine s'enraye déjà côté américain. En tout état de cause le marché commence à s'en inquiéter. En effet, la bonne tenue de la croissance américaine et certaines données de consommation supérieures aux attentes pourraient pousser la FED à adopter un discours moins accommodant que prévu. Si pour l'instant les anticipations sont toujours pour une baisse de 25bps du taux directeur, l'augmentation significative des taux souverains pourrait avoir un impact sur ces anticipations. Les taux souverains sont également impactés négativement par la proximité des élections présidentielles et les incertitudes quant au résultat de celle-ci. De notre côté de l'Atlantique, un regain de volatilité des taux souverains a également été constaté. Cependant, la faiblesse de la croissance en Europe a permis de l'atténuer. Les risques de récession (au moins technique) en Allemagne restent présents et devraient convaincre la BCE de continuer son cycle de baisse des taux.

La courbe des taux américaine s'est légèrement aplatie sur les points de courbe 5/10Y avec une augmentation plus forte des taux sur le pilier 5 ans (+60bps) que le 10 ans (+50bps). Même constat en Europe où le 5 ans allemand a bondi de +32bps et le 10 ans allemand a augmenté de +27bps.

Le crédit, et en particulier le High Yield, continue d'être porté par des facteurs techniques puissants. Hormis l'attractivité des rendements offerts (la hausse des taux compensant en partie le resserrement des *spreads*, les rendements restent élevés), le mois d'octobre a été particulièrement faste en termes de souscriptions. Les principaux ETFs High Yield ont enregistré des semaines records de souscriptions avec : en Europe le plus important flux journalier de tous les temps à +731m€, et aux Etats-Unis le plus important flux journalier depuis novembre 2023 à +1Md\$. Malgré des performances nettes de frais en deçà d'un grand nombre de fonds gérés activement, les ETFs continuent de concentrer les flux des investisseurs. Ces flux ont entraîné une forte demande pour les obligations High Yield expliquant le resserrement significatif des *spreads* au mois d'octobre (-26bp pour le HY Euro et -14 bp pour le HY US).

Nous notons toutefois une divergence entre les segments de notations entre l'Europe et les Etats-Unis. Si outre-Atlantique le resserrement des *spreads* a été plus important plus la notation était spéculative, en Europe il y a eu le phénomène inverse : le CCC enregistre un resserrement de *spread* moindre que le B lui-même moins important que le BB. Cela est à mettre en parallèle de la santé économique de ces deux zones : côté américain, la macro-économie étant toujours porteuse, les investisseurs sont plus enclins à investir dans des sociétés plus spéculatives alors qu'en Europe, il y a une certaine prudence au regard des faibles chiffres de croissance et le segment BB, plus défensif, reste privilégié.

Nous continuons de profiter du marché primaire pour diversifier nos portefeuilles et capter les primes offertes. Nous restons cependant très exigeants quant au niveau de ces dernières. Les primes de risque sur le secteur automobile étant redevenues attractives, en particulier sur le segment BB, nous avons progressivement réduit notre sous-exposition au secteur tout en maintenant un positionnement défensif. Nous avons appliqué la même stratégie sur le secteur de l'immobilier en investissant dans des émetteurs de haute qualité de crédit (IG ou cross-over). Enfin, nous restons prudents sur les secteurs les plus cycliques en n'augmentant pas nos pondérations sur ces derniers. À la suite du fort mouvement de taux, nous avons légèrement augmenté la durée de nos portefeuilles.

2. La (re)naissance des hybrides US ?

Alors que le gisement des obligations hybrides restait essentiellement cantonné au marché européen avec une taille de gisement de l'ordre de 180Md€, un changement de méthodologie dans la comptabilisation de ces instruments, c'est-à-dire la répartition entre capitaux propres et dettes, vient changer la donne pour le marché américain.

En effet, dans le cadre d'une revue méthodologique datant de février 2024, l'agence de notation Moody's a décidé d'augmenter la part de capitaux propres sur ces instruments à 50% donnant un nouveau souffle aux obligations hybrides aux Etats-Unis, notamment par rapport aux actions privilégiées (« preferred »), ces dernières ne bénéficiant pas de l'avantage fiscal sur la déductibilité des coupons/dividendes payés pour les émetteurs. Pour couronner le tout, les primes de risque des Hybrides Globales Investment Grade Ex-Financières se sont largement resserrées depuis le début de l'année à 176 bps à fin octobre 2024 (contre 250 bps en début d'année, soit -74 bps), impliquant un accès moins onéreux pour les émetteurs d'obligations hybrides.

Dans ce contexte, nous avons observé une vague d'émissions d'obligations hybrides d'entreprises en USD avec un montant d'émission record de 24Md\$ depuis le début de l'année (soit +24% au-dessus du précédent record de 19Md\$ atteint en 2017), avec pour conséquence une augmentation de la taille du marché des obligations hybrides US de +31% par rapport à l'année précédente, à un peu moins de 100Md\$. A noter que les émissions ont été principalement effectuées par des émetteurs domestiques (pour près de 90%) contre une moyenne de l'ordre de 55% au cours des 10 dernières années, reflétant le récent changement méthodologique de Moody's pour les entreprises US. D'un point de vue sectoriel, les Services aux Collectivités et l'Energie sont les deux secteurs dominants représentant désormais 70% du marché US (contre 52% sur le marché européen), cela s'explique par les importants besoins d'investissement (loi sur les infrastructures, centre de données/IA, énergie « propre » ...) et la volonté d'optimiser les structures bilancielle pour des émetteurs généralement notés BBB.

En conclusion, les obligations hybrides d'entreprises sont désormais une option attractive pour les émetteurs US ayant des contraintes spécifiques en matière de financement et de notation. En tant qu'investisseurs agnostiques en termes de devises, nous nous réjouissons de la croissance du marché US qui nous permet de diversifier nos expositions en obligations hybrides au-delà du continent européen. Bien que les primes de risque des obligations hybrides soient compressées par rapport à la dette senior avec un différentiel de prime de risque hybride-senior de 84 bps à fin octobre 2024 (contre 135 bps en début d'année), nous estimons qu'il existe encore des opportunités à exploiter sur cette classe d'actifs pour bénéficier d'un surplus de rendement tout en restant exposé à un risque de crédit Investment Grade.

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, en Italie et dans les pays nordiques.

Au 30 juin 2024, Swiss Life Asset Managers gère 272,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 121,2 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un investisseur et gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 272,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 91,1 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 21,6 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2024, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 112,7 milliards d'euros de biens immobiliers.

Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 200 collaborateurs en Europe.

Construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix

Swiss Life permet à chacun de construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix et envisager l'avenir en toute confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de nos connaissances et de notre expérience, nous développons des solutions d'investissement d'avenir. Nous aidons ainsi nos clients à atteindre leurs objectifs d'investissement à long terme. Cela permet ensuite à leurs clients de planifier à long terme et à construire leur indépendance financière pour vivre selon leurs propres choix.

¹ Enquête 2024 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2023).

Avertissement :

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'art 4 de la LSFIn 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 31/10/2024. « 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

