

Newsletter

High Yield

Février 2025

Le mois de janvier a été marqué par une volatilité accrue des taux souverains, exacerbée par les craintes d'une reprise de l'inflation. Après un début de mois où les taux sans risque ont significativement augmenté, le report des annonces de la nouvelle administration Trump ainsi que des chiffres d'inflation rassurants ont permis une détente des taux d'État. Le marché du crédit à haut rendement (HY), soutenu par des facteurs techniques toujours très robustes, est resté immune à cette volatilité. L'attractivité des rendements stimule la demande, entraînant un resserrement des primes de risque, qui atteignent des niveaux historiquement bas. Le marché HY euro entame l'année 2025 avec des performances positives (+0,60%), tout comme le HY américain (+1,25%).

Faits marquants du mois

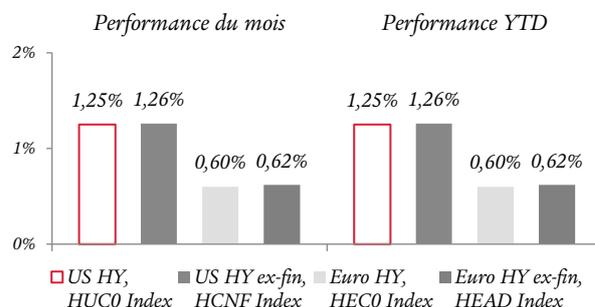
Performances

Sur le mois de janvier, le HY US affiche une très solide performance de +1,25%, soutenu à la fois par la baisse des taux souverains (-6bps sur le 5 ans américain) et par le resserrement des primes de risques (-24bps). De son côté, le HY Euro enregistre une performance de +0,60%, malgré la hausse des taux (+7bps sur le 5 ans allemand) ; le moteur de performance étant donc le resserrement des primes de risques (-9bps).

Segments de notation

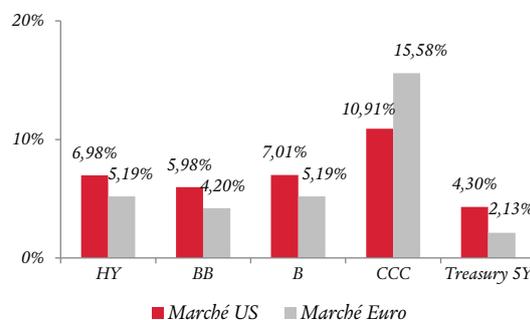
Côté américain, l'ensemble des segments affiche des performances homogènes, le BB plus sensible aux taux fait jeu égal avec le CCC à +1,16% malgré un moindre resserrement des primes de risque : -21bps et -40bps respectivement, le B surperforme à +1,29% et -25bps de resserrement. Côté européen, le constat est différent avec une nette sous-performance du BB qui affiche +0,46% du fait de sa sensibilité à la hausse des taux, tandis que les segments spéculatifs surperforment nettement (B +0,63%, CCC +2,10%).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.01.2025

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.01.2025

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

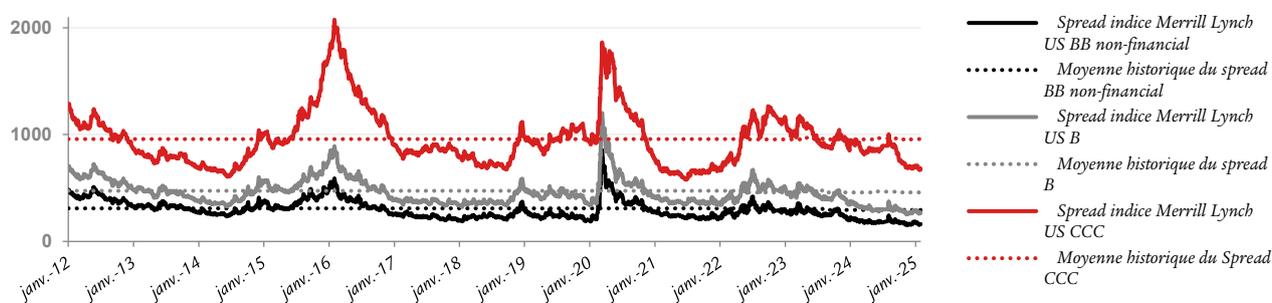
Outre-Atlantique, les secteurs regroupant des émetteurs plus spéculatifs surperforment nettement : Medias et Immobilier (+1,76%) ainsi que les Télécom (+1,58%), à noter l'Energie (+1,53%) également porté par des noms spéculatifs ainsi que des titres plus longs en durée. Les sous-performeurs sont les Services aux collectivités (+0,48%), la Santé (+0,84%) et les Biens d'équipement (+0,93%).

En Europe, les secteurs cycliques surperforment : Immobilier (+1,43%), Commerce de détail (+1,18%), Automobile (+1,13%) tandis que les Services (+0,02%), les Industries de base (+0,19%) et les Biens de consommation (+0,35%) sous performent.

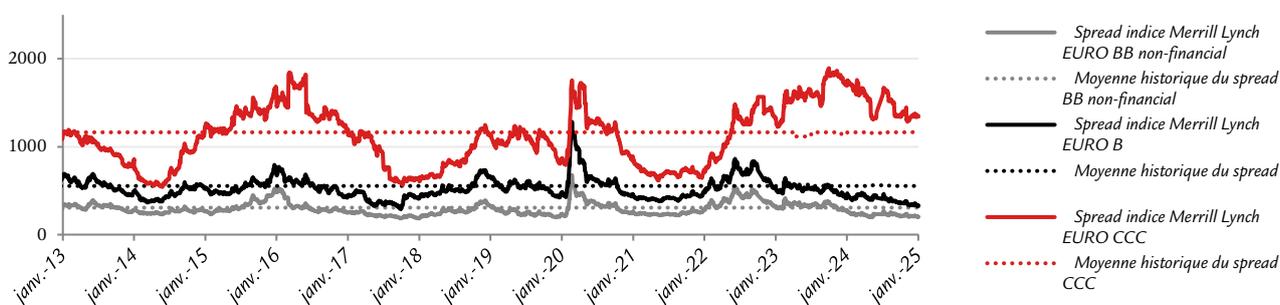
Marché primaire

La reprise du marché primaire américain s'est fait attendre jusqu'à l'investiture de Trump après laquelle le rythme s'est accéléré nettement pour atteindre 9,7Mds\$ (contre 16,7Md\$ et 9,7Md\$ en décembre et novembre), marquée par (i) une proportion encore plus élevée de notations B/CCC (82%) avec notamment le fabricant de batterie Clarios qui passe l'une des plus grosses recapitalisations de dividendes pour 4,5Mds\$, financée à 85% par des Loans. En Europe, le primaire peine à reprendre et reste à des niveaux faibles avec 3,4Mds€ (contre 1,6Mds€ et 2,8Md€ les mois précédents), citons la prédominance d'émetteurs français tels qu'Elior (B+), Kiloutou (B+) et Tereos (BB-).

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, trois émetteurs ont procédé à des échanges « distressed » pour un total de 2,5Md\$ avec Multiplan (Santé, 2,0Mds\$), Springs (Biens de consommation, 0,2Md\$) et Trinseo (Chimie, 0,5Md\$), impactant légèrement à la hausse le taux de défaut du HY US à 1,6% (contre 1,5% à fin décembre 2024 et 2,4% à fin janvier 2024). En Europe, aucun défaut n'est à signaler pour le mois, le taux de défaut du HY Euro progresse à 3,7% du fait de la hausse observé en février 2024 (contre 3,5% à fin novembre 2024 et 1,5% à fin janvier 2024), soit son plus haut niveau depuis mai 2012.

Du côté des Rising Stars/Fallen Angels, le célèbre groupe de presse Newscorp Dow Jones (1,5Md\$) et le loueur d'avions Castlake Aviation (0,4Md\$) à la suite de son rachat par Avolon, ont été réhaussés en catégorie Investment Grade. La tranche subordonnée de l'équipement automobile Aptiv devient High Yield pour 0,5Md\$. Enfin, nous ne recensons aucun Rising Stars/Fallen Angels sur le HY Euro.

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

« *Privilégier le portage dans un contexte de primes de risque serrées* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

Sans surprise, la Réserve fédérale (FED) a marqué une pause dans son cycle de réduction des taux d'intérêt. La politique instaurée par l'administration Trump constituera un élément déterminant pris en compte par la FED pour ajuster sa future politique monétaire. Bien que les taux souverains aient peu réagi suite à la première réunion du FOMC de l'année, tenue en fin de mois, ils ont été particulièrement volatils durant le reste de la période. La crainte d'une reprise de l'inflation, liée à la nouvelle administration américaine, a fait grimper le taux américain à 5 ans aux niveaux de mars 2024 et le taux à 10 ans aux niveaux d'octobre 2023. Les niveaux ont ensuite reflué pour revenir à ceux de début de mois. En Europe, la situation est similaire : la volatilité des taux souverains persiste, mais dans des proportions plus limitées qu'aux États-Unis. En effet, la croissance en Europe, attendue plus faible qu'outre-Atlantique, et les potentielles politiques hostiles de Trump à l'égard du Vieux Continent laissent à penser que la Banque centrale européenne (BCE) continuera d'assouplir sa politique monétaire.

Le marché du crédit à haut rendement (High Yield) a particulièrement bien résisté à la volatilité des taux souverains. Les performances sont positives, portées par le resserrement des primes de risque au cours du mois (-9bps sur le HY Euro et -24bps sur le HY US). Aux États-Unis, elles atteignent des niveaux inédits depuis 2007. En Europe, les niveaux actuels sont semblables à ceux du marché en 2021.

Bien que les primes de risque soient à des niveaux historiquement bas, les rendements offerts par le marché HY demeurent attractifs. La demande pour cette classe d'actifs reste donc forte. Cette demande a permis d'absorber aisément le volume d'émissions primaires du mois de janvier, comme en témoigne la réduction moyenne de 50 points de base entre le rendement initial annoncé et le rendement final d'émission.

Le niveau historiquement bas des primes de risque aux États-Unis pourrait s'expliquer par l'amélioration de la qualité du gisement ces dernières années (plus de BB et moins de B). Lorsqu'on analyse les primes de risque par segment de notation, celles des BB sont à leur plus bas niveau historique, tandis que celles des B sont très proches (environ 30 points de base) des niveaux les plus bas connus en 2007. L'incertitude sur l'évolution des taux aux États-Unis est un facteur important à considérer lorsqu'on cherche à s'exposer au marché HY US : le portage est attractif, les primes de risque sont serrées et les taux devraient rester élevés. En Europe, les primes de risque sont également relativement basses, le portage reste attractif et la trajectoire des taux semble plus claire grâce au soutien de la BCE.

Au regard de ces éléments, nous optons pour un positionnement surpondérant le HY euro par rapport au HY US afin de profiter de l'écart de prime de risque entre l'Europe et les États-Unis. Côté américain, nous réduisons notre sensibilité aux taux en diminuant la part de BB et de titres notés IG, tout en privilégiant la partie B, qui devrait davantage bénéficier de la bonne tenue de l'économie américaine. En Europe, nous favorisons les émetteurs HY de haute qualité de crédit (BB) et quelques émetteurs IG. Nous augmentons ainsi notre sensibilité aux taux tout en évitant les secteurs les plus cycliques, plus vulnérables dans un environnement de faible croissance. Les hybrides corporates demeurent un segment attractif, permettant de profiter des primes de subordination d'émetteurs notés IG.

2. Le secteur des satellites continuera d'animer le marché High Yield en 2025

Le secteur des satellites traverse une période de forte défiance. Cette tendance, amorcée depuis plusieurs années, s'est accélérée sous l'effet de la médiatisation d'Elon Musk et de l'essor de Starlink.

Jusqu'ici, la quasi-totalité des émetteurs d'obligations dans ce secteur opérait des flottes de satellites géostationnaires (GEO). La majorité d'entre eux appartient à la catégorie spéculative, à l'exception notable de SES, l'opérateur luxembourgeois, qui conserve encore une notation Baa3 chez Moody's, bien que ses obligations hybrides restent classées en catégorie spéculative. Depuis plusieurs années, ces acteurs historiques subissent une pression croissante due à l'érosion du modèle de la télévision linéaire au profit du streaming et d'Internet. Bien que ce segment représente encore une part substantielle de leurs revenus, l'intensification de la concurrence met en péril leur modèle économique, car ces opérateurs historiques tablaient sur d'autres relais de croissance comme la connexion en vol ou en mer, ou les contrats avec les gouvernements et la défense.

Si l'arrivée de Starlink sur le marché n'est pas récente, son expansion fulgurante a surpris les acteurs établis. Contrairement aux satellites GEO, qui couvrent de vastes zones avec un nombre limité d'unités, Starlink repose sur une constellation de satellites en orbite basse (LEO), offrant une latence réduite et des coûts plus compétitifs. Cette menace, longtemps sous-estimée par les opérateurs historiques, s'est concrétisée en 2024 avec l'accélération du déploiement de la constellation Starlink et la signature de nouveaux contrats stratégiques. Un point marquant est l'écart entre les projections initiales et la réalité du développement de Starlink. SES, dans un rapport soumis à la FCC (le régulateur Telecoms américain) lors de l'acquisition d'Intelsat, prévoyait que la capacité totale de la flotte Starlink à fin 2024 et à fin 2027 serait, respectivement, six fois et deux fois inférieure à sa valeur réelle. Cette montée en puissance rapide pourrait engendrer une surcapacité sur le marché, entraînant une pression supplémentaire sur les prix. Par ailleurs, alors que Starlink s'était initialement positionné sur l'accès à Internet, son champ d'action s'est considérablement élargi. L'entreprise a sécurisé des contrats avec plusieurs compagnies aériennes et maritimes, notamment United Airlines, Air France et TUI Cruises. Plus récemment, Apple a annoncé une collaboration visant à rendre les iPhones compatibles avec le réseau Starlink, au-delà des SOS d'urgence, pour l'envoi de SMS même dans les zones sans couverture cellulaire aux États-Unis. De plus, l'influence croissante d'Elon Musk au sein de l'administration américaine pourrait lui permettre de capter davantage de contrats institutionnels, renforçant ainsi la position de Starlink. Sur son activité « historique », des discussions avec le gouvernement italien, pour étendre la couverture haut débit aux zones blanches du pays, ont été rapportées. Toutefois, cette proximité politique comporte aussi des risques, notamment face à la politique agressive de Donald Trump, qui pourrait entraîner des tensions. Un exemple récent en est la suspension par le gouvernement de l'Ontario au Canada de son contrat avec Starlink, en réponse aux tarifs imposés par les États-Unis sur certains produits canadiens. Cette décision a toutefois été rapidement révisée après que la Maison-Blanche a accepté de suspendre ces tarifs pour un mois.

Le marché obligataire a réagi de manière différenciée selon les régions. En Europe, les obligations des opérateurs comme Eutelsat et SES ont subi des pertes de 5 à 10 % sur le mois de janvier 2025, sous-performant largement les indices. Leurs primes de risque se sont élargies de 150 à 250 points de base. Aux États-Unis, la situation est plus contrastée. Les primes de risques de Viasat se sont resserrées (entre 50bps et 150bps), bénéficiant de la solidité de ses segments liés au gouvernement, à la défense et à la cybersécurité, tandis que celles d'Inmarsat, spécialisée dans la connectivité maritime, ont subi un élargissement de 45 points de base. D'autres acteurs comme Telesat et EchoStar ont connu des évolutions favorables, profitant de dynamiques spécifiques et d'un regain d'intérêt pour les actifs à fort risque. Intelsat, en revanche, en pleine fusion avec SES et confronté à des problèmes techniques, a vu sa prime de risque s'élargir de 60 points de base.

L'avenir du secteur dépend de la capacité des opérateurs historiques à s'adapter à cette nouvelle réalité concurrentielle. Car Starlink ne sera pas seul à mener cette révolution. Jeff Bezos prévoit d'entrer dans la course avec une flotte de satellites LEO (Kuiper) dès 2026, ajoutant un nouvel acteur de poids au marché. Face à ces évolutions, plusieurs fusions et restructurations stratégiques ont eu lieu ces dernières années ou sont en cours. SES attend l'approbation de sa fusion avec Intelsat pour la fin d'année, combinant sa flotte hybride GEO/MEO avec celle d'Intelsat, exclusivement GEO. Eutelsat a fusionné avec l'anglais OneWeb pour se positionner sur le segment LEO, devenant ainsi le seul opérateur concurrent direct de Starlink dans cette catégorie pour le moment. Viasat, de son côté, a renforcé sa position en GEO en absorbant Inmarsat, tandis que Telesat, historiquement positionné en GEO, mise également sur une flotte LEO pour diversifier son offre. L'Europe tente également de structurer sa réponse face à cette domination américaine. La constellation Iris², développée par Eutelsat, SES et Hispasat sous l'égide de l'Union européenne, représente un investissement de 10 milliards d'euros, financé à 60 % par ces entreprises privées, avec une mise en service prévue pour 2030. L'UE, qui en sera le principal client, espère ainsi garantir son indépendance stratégique en matière de connectivité satellitaire.

Le secteur des satellites est en pleine mutation ; il devrait continuer d'animer fortement le marché des obligations High Yield cette année entre opérations capitalistiques, évolutions stratégiques et décisions politiques.

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 gérait 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 gérait 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 31/01/2025. « 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

