

Newsletter

High Yield

Mars 2025

La volatilité des taux souverains reste élevée malgré l'absence de réunion de la BCE et de la FED, en raison d'une hausse de l'inflation américaine et des incertitudes géopolitiques. Dans ce contexte, le marché du crédit reste bien orienté avec des rendements attractifs et des fondamentaux solides, bien que les primes de risque soient serrées. Au mois de février, le marché HY Euro enregistre une performance positive (+1,04%) porté par le resserrement de 13bps de ses primes de risque. Si celles du marché HY US se sont écartées (+19bps) la baisse de taux souverains américains (-30bps sur le 5 ans US) lui a permis de terminer le mois avec une performance positive (+0,52%).

Faits marquants du mois

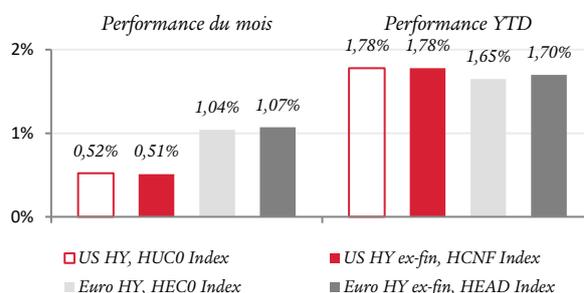
Performances

Sur le mois de février, le HY Euro enregistre une solide performance de +1,04%, soutenu par le resserrement des primes de risques (-13bps) et la baisse des taux allemands (-8bps sur le 5 ans allemand). De son côté, le HY US affiche aussi une performance positive de +0,52%, favorisé par la baisse des taux souverains (-30bps sur le 5 ans américain) qui a plus que compensé l'écartement des primes de risques (+19bps).

Segments de notation

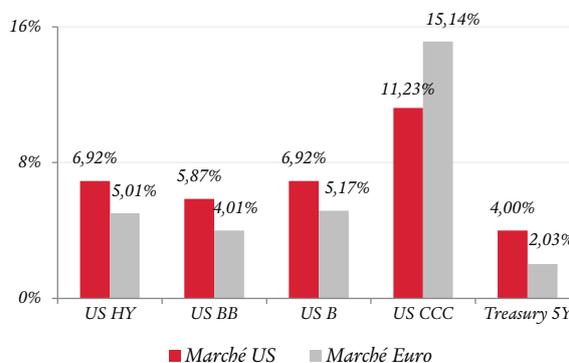
Côté européen, les primes de risque se sont davantage resserrées sur les émetteurs les plus risqués (-39bps pour les CCC et -15bps pour les B) permettant ainsi au CCC (+2,8%) de surperformer le B (+1,1%) et le BB (+0,9%). Côté américain, au contraire les primes de risque ce sont plus écartées sur la moins bonne qualité (CCC +53bps) et de manière équivalente sur le BB et B (+16 et +17bps). Ainsi aux US, le BB enregistre la meilleure performance à +0,58% bénéficiant de la baisse des taux tandis que le B gagne +0,48% et le CCC sous-performe (+0,3%).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 28.02.2025

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 28.02.2025

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

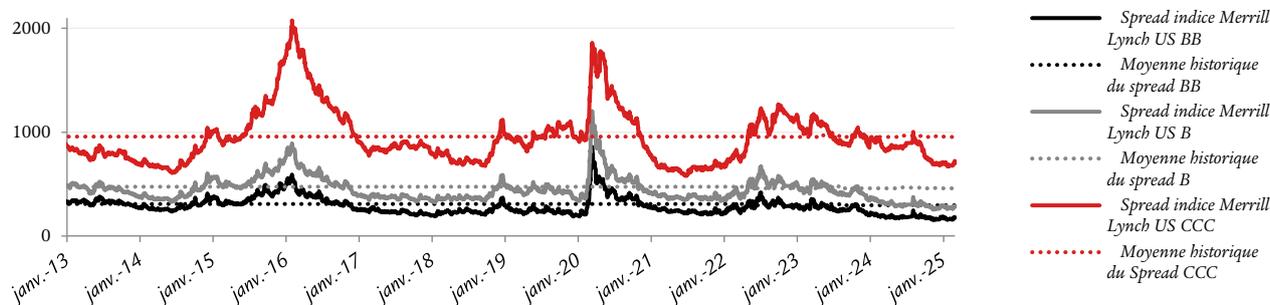
En Europe, aucun secteur n'a affiché de performance négative ce mois-ci : la Technologie (+2,4%) et le Commerce de détail (+2,0%) surperforment et l'Immobilier se situe de nouveau dans le trio de tête (+1,8%) tandis que l'Automobile (+0,6%), les Télécoms (+0,6%) et les Services financiers (+0,2%) sous-performent les autres secteurs. Outre-Atlantique tous les secteurs sont également dans le vert, avec en tête la Santé (+1,2%), l'Immobilier (+1,0%), les Industries de base (+0,9%) et l'Automobile (+0,8%) tandis que le transport (+0,1%), le Commerce de détail (+0,4%) et l'énergie (+0,4%) sous-performent les autres secteurs.

Marché primaire

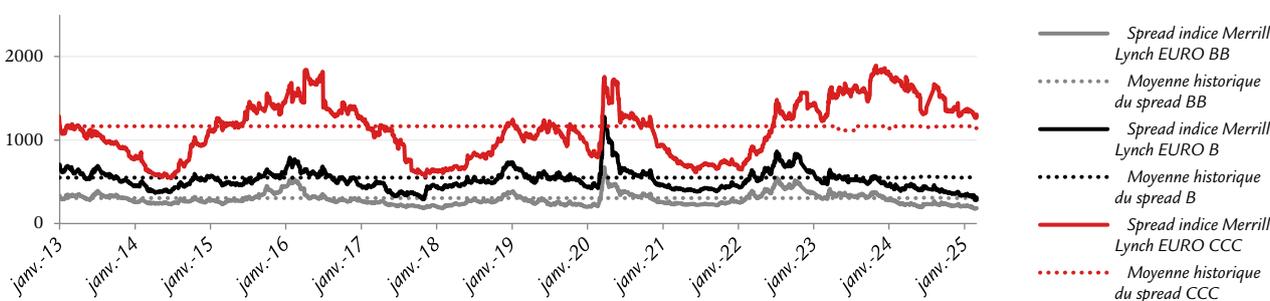
Le marché primaire américain s'envole littéralement en février avec un volume de 31,2Mds\$ après le ralentissement observé sur les trois derniers mois (12Mds\$ en moyenne), marquée par le retour massif des BB (68%) alors que les plus spéculatifs B/CCC représentaient 82% des émissions en janvier.

En Europe, les volumes repartent enfin avec 4,5Mds€ après la faiblesse observée sur les trois derniers mois (2,6Mds€ en moyenne), notons l'importance des refinancements portant sur des émetteurs spéculatifs qui ont été plutôt bien digérés par le marché. Citons l'arrivée sur le HY du groupe français de stockage Cloud OVH pour 500mn€.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, aucun défaut n'est à mentionner, ramenant le taux de défaut du HY US à 1,4% (contre 1,6% en janvier 2025 et 2,3% en février 2024). En Europe, aucun défaut n'est également à signaler sur le mois, le taux de défaut du HY Euro reste stable en février et s'établit à 3,4% (contre 1,5% à fin février 2024), soit son plus haut niveau depuis mai 2012.

Du côté des Rising Stars/Fallen Angels, alors que le volume des Rising Stars (151Mds\$) l'emportait sur celui des Fallen Angels (32Mds\$) depuis deux ans sur l'indice américain, la tendance s'inverse en février avec le groupe de Chimie Celanese (7,15Mds\$ sur HY US + 2,5Mds€ sur le HY Euro) et Nissan (9,45Mds\$ sur le HY US + 1,5Mds€ sur le HY Euro) alors que le groupe de cosmétique Coty (1,6Mds\$ sur le HY US + 1,7Mds€ sur le HY Euro) et Western Alliance (600mn\$) ont été réhaussés en Investment Grade.

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 volatilité des taux régit le marché du crédit* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. *Stratégie High Yield*

La volatilité des taux souverains demeure élevée, malgré l'absence de réunions du Conseil des Gouverneurs de la BCE et de la FED. Plusieurs facteurs expliquent cette volatilité persistante. En premier lieu, l'inflation américaine, supérieure aux attentes, a eu un impact négatif sur les taux américains en début de mois. Ensuite, les incertitudes géopolitiques ont exacerbé cette volatilité. En effet, la résolution potentielle du conflit russo-ukrainien semble être un facteur positif pour les marchés, notamment en ce qui concerne l'inflation, car cette résolution devrait entraîner une baisse des prix de l'énergie. En revanche, la possible marginalisation de l'Europe au profit d'une entente entre la Russie et les États-Unis laisse présager un avenir difficile pour le Vieux Continent. Les États européens ont donc lancé un plan massif de réarmement, mettant sous pression les taux souverains en raison des importantes dépenses publiques que cela engendrera.

Le marché du crédit reste très bien orienté. Sa volatilité est inférieure à celle des taux souverains, ce qui, historiquement, favorise les souscriptions dans cette classe d'actifs. Les facteurs techniques restent très favorables : les rendements sont attractifs, le volume d'émissions primaires est très mesuré et les fondamentaux restent solides. Les primes de risque continuent donc de se resserrer en Europe. Outre-Atlantique, les primes de risque se sont, quant à elles, écartées. Cet écartement a été compensé par la baisse marquée des taux souverains américains. Ainsi, le marché High Yield enregistre des performances positives des deux côtés de l'Atlantique.

Nous mentionnons l'attractivité des rendements du marché du crédit. Lorsqu'on décompose les indices High Yield par tranche de notation, on observe un biais important. En effet, l'indice HY Euro offre un rendement de 5,29% à la fin du mois de février. L'indice BB Euro offre un rendement de 4,18%, le B Euro de 5,33% et le CCC Euro de 16,88%. En termes de composition, le BB Euro représente 70% de l'indice Euro, le B Euro représente 23% et le CCC Euro 7%. Le rendement de l'indice Euro est donc élevé principalement grâce au CCC qui ne représente pourtant qu'une infime portion du marché HY Euro. Comme nous l'évoquions dans une précédente lettre mensuelle, certains émetteurs bien identifiés sont en cours de restructuration/défaut (SFR, Ardagh, Selecta, etc.). En affichage, leurs obligations offrent des rendements extrêmement élevés qu'un investisseur n'obtiendra pas s'il venait à investir dans l'une d'entre elles. Si nous retraitions l'indice CCC de ces situations extrêmes, son rendement tombe à 9,05% et celui de l'indice Euro HY à 4,72%. Ce biais est beaucoup moins marqué aux États-Unis : le rendement de l'indice US est de 7,16%, celui de l'indice BB US est de 6,12%, du B US de 7,20% et du CCC US de 11,39%. La composition par notation de l'indice est la suivante : BB US : 52,5%, B US : 35,3% et CCC US : 12,2%. Si on retire l'indice CCC des émetteurs en quasi-défaut, son rendement ne baisse que de 1,49% pour atteindre 9,90%, et le rendement de l'indice HY US diminue à 6,93%. Contrairement au marché européen il y a peu de grosses structures de capital à risque de défaut aux USA. De plus, l'indice CCC représente un poids plus important de l'indice HY US, les biais liés aux situations « stressées » sont donc lissés.

Les primes de risque atteignant des niveaux historiquement bas, nous avons mis en place une couverture via l'indice de CDS Itraxx CrossOver dans les fonds l'autorisant. Après avoir augmenté notre exposition au secteur automobile au cours du troisième trimestre 2024, nous avons décidé de prendre nos profits à la suite de la bonne performance du secteur en réduisant son poids dans l'ensemble des portefeuilles, en vue de résultats mitigés et de risques liés à l'implémentation de tarifs par M. Trump. C'est pour cette même raison que nous avons également réduit notre exposition au secteur de la chimie. À l'inverse, nous avons augmenté notre exposition au secteur de l'immobilier européen. Nous maintenons une duration plus longue que celle du marché, particulièrement en Europe, et nous sommes plus prudents quant à l'évolution des taux américains. Enfin, nous continuons d'augmenter notre exposition au marché HY US, qui devrait profiter de la meilleure croissance de cette zone. Nous sommes particulièrement attentifs aux conditions des nouvelles émissions, n'hésitant pas à ne pas participer au marché primaire si nous le jugeons trop cher.

2. Les différentes méthodes de calcul du rendement des obligations High Yield

La structuration des obligations High Yield constitue une exception notable au sein du marché du crédit. En effet, 98 % de ces obligations comportent des clauses de rappel anticipé (call) à la discrétion de l'émetteur, contre moins de 3 % pour le marché des obligations Investment Grade. Typiquement, une obligation HY est émise avec une maturité de 5 à 8 ans et une possibilité de remboursement anticipé, à l'initiative de l'émetteur, à partir de la deuxième ou troisième année suivant l'émission. Ils sont largement utilisés par les émetteurs, puisque plus de 90 % des obligations à haut rendement sont actuellement remboursées par anticipation. Les agences de notation incitent les sociétés à ne pas conserver leurs obligations jusqu'à maturité, car ces passifs deviennent "courants" et entraînent généralement une dégradation de la notation de l'émetteur.

Plusieurs éléments découlent de ce constat. Tout d'abord, la maturité réelle d'un titre à haut rendement n'est pas connue, elle se situe entre la première date de rappel et la maturité finale. Ensuite, il existe autant de rendements pour une obligation HY qu'il y a de dates d'échéance possibles. On peut donc calculer un rendement à maturité (Yield to Maturity - YTM), un rendement à chaque date de rappel (Yield to Call - YTC) ou un rendement au pire (Yield to Worst - YTW). Lequel de ces rendements est le plus réaliste ? Afin de répondre à cette question, il convient de comprendre les dynamiques de marché. Lorsque le marché du crédit est favorable (primes de risque en baisse, taux en baisse...) ou que la qualité de crédit d'un émetteur s'améliore, le prix de ses obligations augmente et leur rendement baisse. Les coûts de financement de la société se réduisent et elle a intérêt à rembourser par anticipation cette obligation (en exerçant le rappel) pour en émettre une nouvelle avec un coupon plus faible. Plus le prix de l'obligation est élevé (plus son rendement est faible), plus la probabilité d'un rappel anticipé à une date proche augmente. Le rendement à la première date de rappel sera donc inférieur aux rendements aux autres dates de rappel et au rendement à maturité. À l'inverse, dans une situation de marché plus difficile, les prix des obligations baissent et les refinancements anticipés sont moins probables. Le rendement à maturité est donc inférieur aux rendements aux différentes dates de rappel. Le rendement au pire correspond au rendement le plus faible parmi les rendements aux différentes dates de rappel et celui à maturité. Il donne donc l'information la plus réaliste et la plus conservatrice de la performance espérée pour un investisseur portant l'obligation jusqu'à son terme.

Dans la situation de marché actuelle, la plupart des obligations ont des probabilités de rappel anticipé très élevées. Le rendement au pire est donc inférieur au rendement à maturité. Nous observons qu'un grand nombre de sociétés se refinancent pour profiter des conditions de financement avantageuses. Se baser sur le rendement à maturité « gonfle » donc le rendement espéré, l'obligation ayant une probabilité quasi nulle d'être remboursée à maturité.

Prenons quelques exemples pour illustrer ces points :

LOXAM	
Prix : 105.87	
Dates de rappel	Rendement
15/12/2025	2,79%
15/12/2026	3,81%
15/12/2027	4,12%
Maturité	4,83%

PICARD	
Prix : 101.39	
Dates de rappel	Rendement
30/03/2025	4,68%
01/01/2026	3,76%
Maturité	4,86%

NH HOTELES	
Prix : 100.5	
Dates de rappel	Rendement
10/03/2025	33,60%
02/07/2025	2,45%
Maturité	3,61%

Dans ces 3 exemples, le rendement au pire est en vert, il correspond à chaque fois au rendement à la date de rappel la plus probable. Le rendement à maturité est systématiquement plus élevé.

Le choix d'investir dans un fonds à échéance HY se base majoritairement sur son rendement. Il faut donc être vigilant à la manière dont il est calculé pour donner une vision réaliste de la performance espérée (hors cas de défaut). Un investisseur doit s'assurer que le rendement communiqué est bien le rendement au pire (YTW) et non le rendement à maturité (YTM).

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 28/02/2025. « 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

