

# Newsletter

## High Yield

Avril 2024

La performance du marché HY est une nouvelle fois positive en Europe et aux Etats-Unis en mars. La bonne tenue de l'économie (en particulier outre-Atlantique), ainsi que les résultats supérieurs aux attentes des entreprises de la tech US (portés par les développements de l'intelligence artificielle) ont permis aux classes d'actifs risqués (actions et HY) de bien performer en mars. De plus, les facteurs techniques du HY restent porteurs. Enfin, les taux d'Etats, en légère baisse malgré les inquiétudes quant à un nouveau report des baisses de taux, ont contribué positivement à la performance de la classe d'actif.

## Faits marquants du mois

### Performances

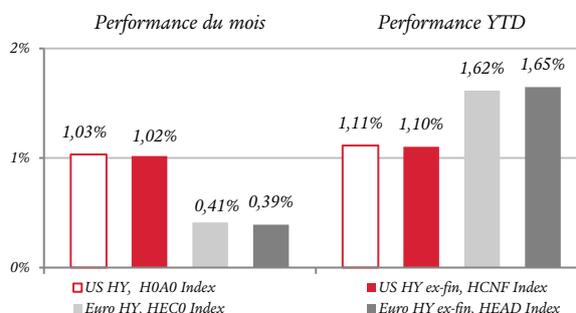
Le marché High Yield termine le mois de mars dans le vert des deux côtés de l'Atlantique, avec une surperformance du High Yield US (+1.03% couvert en EUR) par rapport au High Yield EUR (+0.41%) en raison d'un resserrement des primes de risque sur le HY US (-17bps) alors que celles-ci s'écartent sur le HY EUR (+6bps).

### Segments de notation

Le segment BB surperforme les autres catégories de notation (BB EUR : +1.01%, BB US : +1.11% couvert en EUR) grâce au resserrement des primes de risque (BB EUR : -9bps, BB US : -16bps) mais également à des taux en légère baisse (-11bps sur le 5 ans allemand, -3bps sur le 5 ans US).

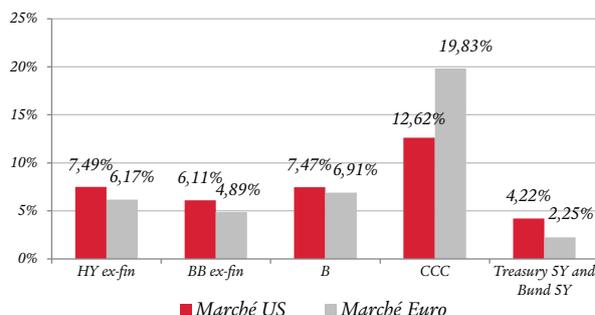
En revanche, le CCC EUR sous-performe les autres catégories de notation (CCC EUR : -3.89%), impacté par la forte hausse du risque idiosyncratique.

### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 29.03.2024

### YIELD TO WORST\*



Source : Swiss Life Asset Managers – 29.03.2024

**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.

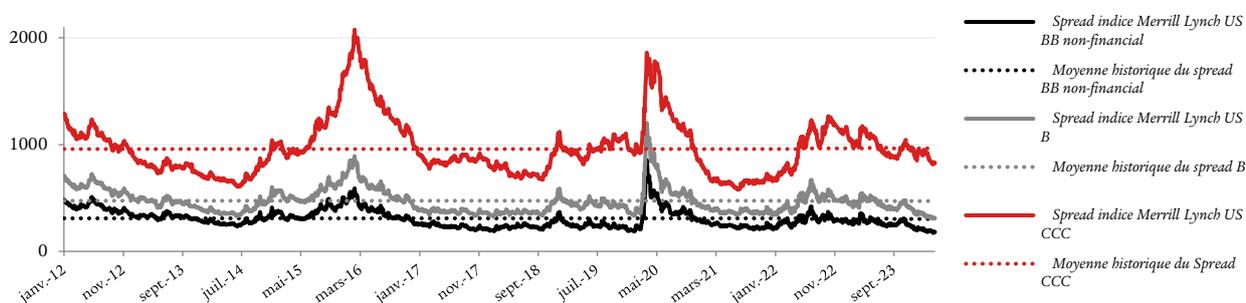
## Secteurs

En mars, les secteurs de l'Energie (+1.45%) et de la Consommation cyclique (+0.96%) surperforment les autres secteurs en Europe alors que ceux de la Télédiffusion (+1.78% couvert en EUR) et du Commerce de détail (+2.32% couvert en EUR) surperforment aux Etats-Unis. A l'inverse, les déceptions se portent sur les secteurs Technologie (-0.74%) et Communications (-0.56%) en Europe, et les secteurs Télécommunications (-2.2% couvert en EUR) et Cable/TV Satellite (-0.29% couvert en EUR) aux Etats-Unis.

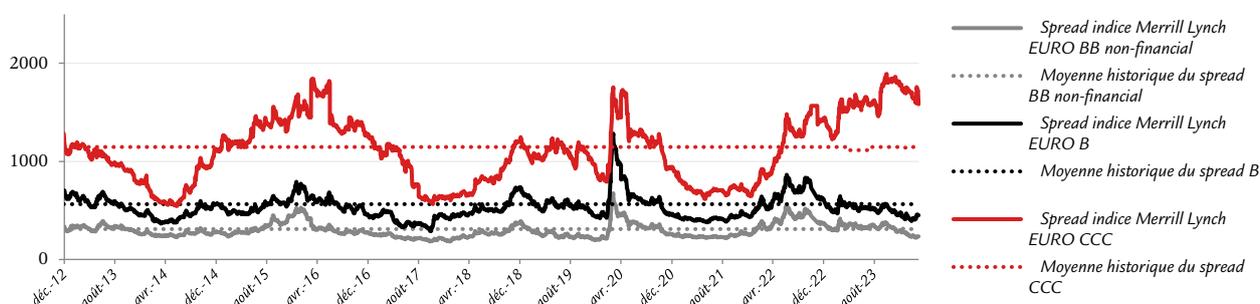
## Marché primaire

Avec 11 émissions pour 6.7Md€, le primaire High Yield EUR accélère en mars (contre 8 émissions pour 4.1Md€ en février) mais se concentre principalement sur des émissions « BB » avec notamment la souche de 1.1Md€ d'hybrides du groupe espagnol de télécommunications Telefonica 5.7522% PERP call32. Sur le High Yield US, le nombre d'émissions progresse à 27 (contre 24) avec toutefois un montant émis en légère baisse à 19.2Md\$ (contre 20.6Md\$), marqué par l'émission de 1.1Md\$ à 6.125% maturité 2034 du loueur d'équipements United Rentals.

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



## Taux de défaut et évolution du gisement

Aux Etats-Unis, nous observons des événements de crédit sur 3 émetteurs pour 6.1Md\$ avec notamment le groupe de télécommunications Lumen, le groupe de services cloud Rackspace ainsi que le producteur de granulés Enviva. En Europe, nous notons le défaut du groupe autrichien de promotion immobilière Signa pour 300m€. Du côté des « Fallen Angels », le spécialiste US de l'aluminium, Alcoa, a été dégradé en catégorie High Yield pour un volume de 1.8Md\$. En Europe, la foncière allemande Alstria a également été dégradée pour 1.1Md€, tout comme le détaillant alimentaire français ELO (ex-Auchan) pour 3.7Md€ et sa foncière New Immo pour 300m€. Sur les « Rising Stars », le spécialiste américain des services à l'énergie, EnLink Midstream, est passé en catégorie Investment Grade pour un volume de 4.2Md\$, tout comme l'opérateur de tours de TMT espagnol, Cellnex, pour un volume de 600m\$ sur le High Yield US et de 9.1Md€ sur le High Yield EUR.

**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 dispersion a fortement augmenté* »

**Édouard Faure**  
Responsable de la gestion Crédit

## 1. Stratégie High Yield

- Le marché était très bien orienté au mois de mars. La bonne tenue de l'économie, en particulier aux Etats-Unis est un facteur de soutien important pour les marchés. A ce titre, la croissance de l'économie américaine est affichée à +3.4% en rythme annuel, chiffre bien au-dessus des prévisions d'il y a encore quelques mois. De plus, les résultats des sociétés sont bons, voire très bons quand on s'intéresse au seul secteur de la technologie américaine. Ce dernier, sur lequel les attentes étaient très fortes, a publié des résultats au-dessus des consensus grâce à l'impact positif de l'intelligence artificielle. En raison du poids du secteur dans les indices actions outre-Atlantique, cela leur a permis de battre de nouveaux records de performance !
- Les inquiétudes quant à un report des premières baisses de taux sont toujours bien présentes. Les discours des banquiers ont été quelque peu désordonnés : en début de mois Powell faisait part de son optimisme concernant une baisse des taux au cours de l'année 2024, alors qu'en fin de mois il laissait entendre qu'il était encore trop tôt en raison de la robustesse de l'économie américaine et la persistance de l'inflation. Dans ce contexte, les taux souverains continuent d'être volatils mais finissent le mois en légère baisse. Fait marquant (expliquant en partie l'optimisme sur ce segment de marché) : la Banque Nationale Suisse a été la première banque à baisser ses taux directeurs.
- Ces baisses de taux, certes mesurées, ont contribué positivement à la performance de la classe d'actif. Côté américain les bonnes performances ont été appuyées par un resserrement des primes de risque traduisant l'appétit des investisseurs pour les classes d'actifs risquées au regard de la bonne tenue de l'économie américaine. En Europe, les primes de risques se sont écartées du fait d'une plus grande vulnérabilité de l'économie. Malgré l'accélération des émissions primaires au mois de mars, les facteurs techniques restent très porteurs. Nous constatons toujours une forte demande pour les obligations HY compensant largement l'offre de papiers.
- L'augmentation de la dispersion a été un fait marquant du mois de mars (cf. partie 2). Ceci n'a pas enrayé la bonne dynamique du marché HY mais il convient de rester prudent sur les émetteurs les plus fragiles notamment dans un contexte de taux élevés pour une période prolongée. Afin d'illustrer cette dispersion, la performance de l'indice CCC depuis le début de l'année est autour de +1%. Jusqu'au 15 mars sa performance était de +7.5% et il a perdu 6% en l'espace de 15 jours !
- Nous n'avons pas drastiquement changé les paramètres de nos fonds au cours du mois de mars. Nous continuons d'améliorer la qualité de crédit de nos portefeuilles. Nous avons participé au marché primaire quand la prime d'émission nous paraissait suffisamment attractive et seulement sur les émetteurs ayant une solide qualité de crédit. Les hybrides corporates restent un thème clé. Ce segment a très bien performé récemment ; même si la compression a réduit la prime entre dette senior et hybride nous jugeons que ce segment reste toujours intéressant puisqu'il offre un portage attractif et un risque d'extension limité.

## 2. Le retour du risque idiosyncratique

- Début 2024, l'agence de notation Moody's prévoyait pour la fin de l'année des taux de défaut de 3.3% en Europe et de 4.1% aux Etats-Unis. A la fin du mois de mars, l'agence revoyait à la baisse ses estimations avec 3.2% en Europe, et 3.85% aux Etats-Unis.
- Sur la partie américaine, Moody's anticipait néanmoins un pic de taux de défaut au cours du premier trimestre (au-dessus de 5.5%), avant d'observer une diminution progressive tout au long de l'année. Ce scénario semble validé par les événements de crédit sur les émetteurs Rackspace, Lumen ou encore Dish. Il est à noter que ces situations sont concentrées sectoriellement, sur les TMT (Technologies – Media – Télécommunications).
- En Europe, les perspectives nous semblent différentes ; en effet l'agence voit un pic au cours du dernier trimestre (au-dessus de 3.8%) avant d'atterrir à fin décembre à 3.2%. Mais le récent retour du risque idiosyncratique pourrait mettre à mal ces prévisions.
- Si ce risque a toujours été présent sur les marchés financiers, et en particulier sur le marché du High Yield (nous pensons aux histoires récentes de Casino et d'Orpéa). Ces dernières semaines nous ont offert de nouvelles situations particulières ; et contrairement aux Etats-Unis, différents secteurs sont impactés :
  - Atos : l'ESN a annoncé en mars engager une procédure amiable de conciliation avec ses créanciers en vue d'une renégociation de sa dette (1.9 Mds de dette obligataire).
  - Intrum : la plus importante société de recouvrement de créances en Europe est en proie à de grandes difficultés opérationnelles, un mur de refinancement proche, et une instabilité managériale. Le groupe suédois a mandaté des conseillers pour étudier des solutions de restructuration (2.8 Mds de dette obligataire).
  - Grifols : le spécialiste espagnol de la collecte de plasma (3.9 Mds de dette obligataire) a été attaqué récemment par le « short seller » Gotham Research, à propos d'éventuelles manipulations comptables.
  - Altice France : la maison-mère de SFR (16.4 Mds de dette obligataire) est en difficulté opérationnelle, l'hémorragie d'abonnés internet/fixe et mobile ayant entraîné une baisse du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel en 2023 et a amené le groupe à annoncer des perspectives peu réjouissantes pour 2024. Si bien que les ambitions de désendettement espérées par l'opérateur téléphonique sur les derniers trimestres sont inatteignables ; et ceci malgré des cessions d'actifs réalisés sur de hauts multiples (BFM/RMC et participation majoritaire de ses data centers). Lors de la présentation des résultats annuels, le management de SFR a clairement engagé un bras de fer avec ses créanciers, en déclarant qu'il comptait sur les investisseurs pour renoncer à une partie de leurs créances ; et en agitant la menace de ne pas utiliser le produit de ces cessions pour le désendettement si les créanciers n'y consentaient pas. Une majeure partie de la communauté financière s'est vite organisée pour se réunir et prendre conseil auprès de cabinets spécialisés.
  - Ardagh : Dans la même veine, les créanciers se sont vite regroupés pour défendre leurs intérêts sur ce dossier (packager spécialisé dans le verre et le métal – 7 Mds de dette obligataire) alors qu'à ce stade aucune annonce de la teneur de celle de SFR n'a été faite. Cet émetteur est également en difficulté opérationnel, avec un mur de refinancement proche et une structure de capital complexe.
- Tous ces émetteurs ont des poids non négligeables dans les indices High Yield européens, et l'évolution de leur situation pourrait faire remonter les anticipations des taux de défaut en Europe.
- Après le rally exceptionnel du High Yield en particulier sur les derniers mois, et notamment du « high beta » (c'est-à-dire la partie la plus risquée), le risque idiosyncratique et donc la dispersion sont de retour. La sélectivité doit être d'autant plus essentielle. Néanmoins ce risque est localisé sur quelques émetteurs, et il n'y a pas de contagion sur le reste du marché.

# 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 Europe<sup>1</sup>. 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.

<sup>1</sup> 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](http://fr.swisslife-am.com). Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 29/03/2024. « 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](http://www.swisslife-am.com)

### N'hésitez pas de nous contacter pour des plus amples questions :

**En France :** [service.clients-securities@swisslife-am.com](mailto:service.clients-securities@swisslife-am.com),  
Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

**En Suisse :** [info@swisslife-am.com](mailto: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'Arcenc 13002 Marseille

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

