

● Le thème de la semaine : Le high yield déjoue les pronostics

- Le high yield européen a surperformé cette année dans un contexte de croissance atone dans la zone euro et de resserrement de la BCE;
- Les émissions nettes négatives d'obligations ont soutenu la classe d'actifs et les afflux d'ETF à high yield ont été importants jusqu'en août ;
- La qualité du crédit reste plutôt solide, avec de faibles taux de défaut et des étoiles montantes plus nombreuses que les anges déchus jusqu'à présent cette année ;
- Les valorisations pointent cependant vers un risque d'aggravation. Le compartiment simple B a fonctionné au-delà des attentes ;
- Compte tenu des valorisations élevées et d'un fort mouvement de compression, le high yield en euro pourrait s'élargir dans les mois à venir.

● La revue des marchés : La Fed veut marquer les esprits

- Fed : les taux resteront élevés longtemps ;
- Le T-note flirte avec les 4,50 % ;
- La BoE opte pour le statu quo, le Gilt surperforme ;
- Les actions de croissance subissent les tensions sur les taux.

● Le graphique de la semaine



La Chine est devenue le créancier mondial, notamment vis à vis des pays pauvres. 500 milliards de dollars de projets ont été financés depuis 2008.

La plupart de ces prêts sont arrivés à maturité. Or, depuis 2017 le nombre de prêts a ralenti. Entre 2020 et 2021, le montant des prêts a baissé de 40 %, reflétant la situation d'insolvabilité de nombreux pays liée à la pandémie de Covid.

● Le chiffre de la semaine

53

Source : BoJ

Selon la Banque du Japon, la valeur du yen en taux de change effectif est au plus bas depuis 53 ans.



Axel Botte

Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

•Thème de la semaine Le high yield déjoue les pronostics

Le resserrement monétaire de la BCE et la croissance atone en zone euro devraient pénaliser le high yield européen. Pourtant, les taux de défaut restent faibles et le rendement total en 2023 est proche de 7 %. Nous passons en revue les fondamentaux, les flux et les valorisations afin d'évaluer les risques à venir pour le high yield.

Performance excellente dans un contexte de durcissement monétaire

C'est une excellente année pour le high yield européen. Le rendement total depuis le début de l'année avoisine 7 %. Au 18 septembre, les spreads du high yield s'échangeaient à 428 pb (en termes ajustés des options) par rapport au Bund allemand. Contre swap, les spreads se situent autour de 372 pb. Le spread moyen des obligations spéculatives s'est réduit de près de 75 pb en 2023, alors même que la BCE poursuit une politique monétaire plus restrictive.

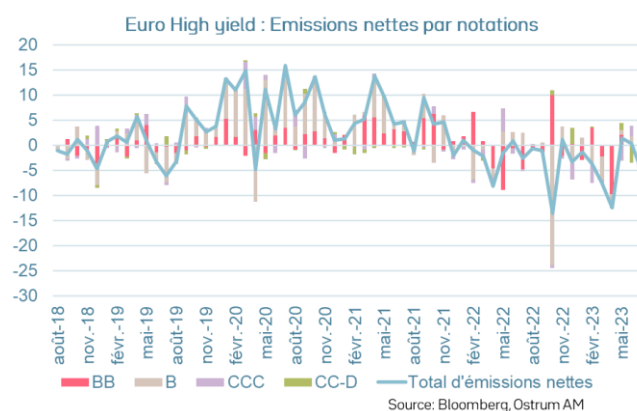


Jusqu'à présent, les emprunteurs européens notés en catégorie high yield n'ont pas réellement subi la hausse des taux directeurs et le durcissement des conditions de crédit bancaire. De plus, il semble que le segment B ait continué de surperformer malgré des spreads sont proches des sommets pluriannuels par rapport au groupe BB.

La baisse des émissions nettes a réduit les spreads

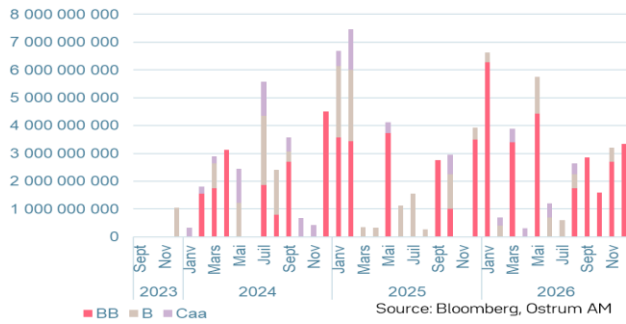
Les émissions d'obligations high yield ont jusqu'à présent constitué un facteur de soutien pour le marché. Les émissions brutes sur les six premiers mois de l'année (33 milliards d'euros) sont néanmoins en forte hausse par rapport aux 20 milliards d'euros sur la période janvier-juin 2022. Les mois de juillet-août ont été comme d'habitude peu animés mais de nouvelles transactions sont apparues en septembre. Les obligations notées BB représentaient un peu plus de la moitié des transactions. Les obligations notées B représentaient en moyenne un tiers du primaire en 2023. Le reste provient d'émetteurs non notés, car il n'y a pas eu d'offre CCC en 2023.

A l'inverse, les émissions nettes des remboursements se sont avérées très faibles, à seulement 2 milliards d'euros. L'essentiel de l'activité primaire était en outre dédié au refinancement. L'encours des émissions B s'est le plus réduit, ce qui a sans doute contribué à la surperformance de cette catégorie de notations. Les obligations senior sécurisées ont aussi été surreprésentées sur le marché primaire au deuxième trimestre.

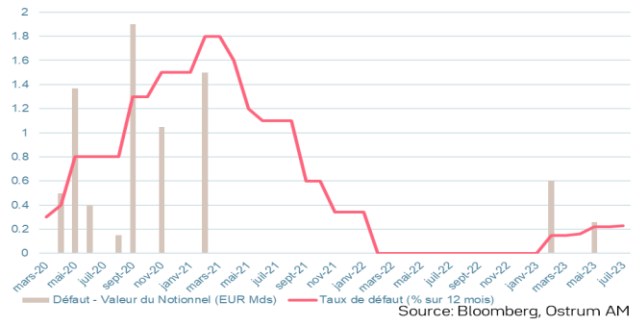


La réduction de l'offre nette a fortement contribué au resserrement des spreads, mais les taux d'intérêt élevés actuellement augmenteront progressivement les coûts d'emprunt lors des refinancements. Il est important de connaître l'échéancier des maturités. Compte tenu de l'évolution des prix en 2022, la plupart des calls sur la dette sont hors de la monnaie pour les emprunteurs. La durée (duration) effective sur le marché européen du high yield a néanmoins diminué en raison de la faiblesse de l'offre nette et de la baisse des maturités des nouveaux emprunts.

Euro high yield : Échéancier des maturités à la prochaine date de call par notations (Index Bloomberg)



Euro High Yield - Taux de défaut & valeur nominale en défaut [%]



Le graphique ci-dessus indique que le risque de refinancement sera plus significatif en 2025 et 2026 que l'an prochain.

Les rendements actuels du marché comparés aux coupons donnent une idée de l'évolution potentielle du coût du refinancement de la dette existante. L'écart entre les rendements de 8,21 % (yield to worst) et le coupon moyen de 4,19 % sur l'indice Bloomberg Pan-European High Yield suggère que les coûts d'emprunt augmenteraient d'environ 4 points de pourcentage aux conditions de marché actuelles.

Taux de défaut et qualité de crédit

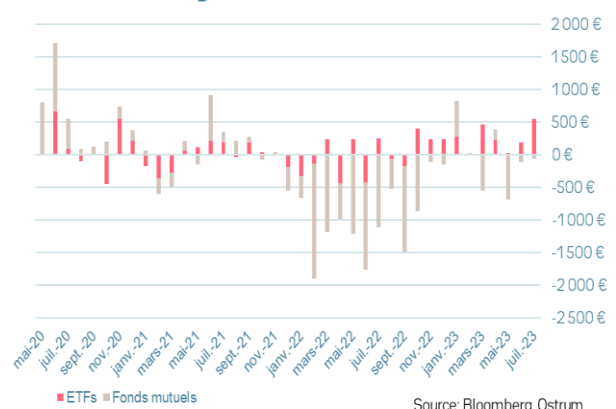
Alors que la zone euro montre des signes de ralentissement, les taux de défaut devraient remonter par rapport aux niveaux très bas actuellement. Il existe plusieurs sources pour le taux de défaut. L'estimation de Moody's couvre une vaste région incluant l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique. Leur estimation du taux de défaut était de 2,7 % sur douze mois en juillet. L'agence de notation prévoit une détérioration dans tous ses scénarii, de 3,4 % dans le scénario optimiste à 14,4 % dans le cas d'une crise du crédit profonde. Les données Bloomberg présentées ci-dessous sont plus représentatives de l'univers investissable du high yield en euro. Le taux de défaut sur douze mois glissants reste très faible à 0,23% en juillet selon ces estimations. Par ailleurs, la part des obligations high yield présentant un risque de défaut immédiat (mesuré sur la base des prix de marché) représente un peu moins de 10 % du marché soit une valeur nominale totale de 8,1 milliards d'euros. Ceci est conforme à la moyenne sur cinq ans.

Globalement, la qualité du crédit reste relativement bonne à ce stade du cycle économique. Le ratio relèvements/dégradations de notations est conforme à la moyenne à long terme : légèrement moins bon pour Moody's mais légèrement meilleur pour S&P. Selon les décomptes de Moody's et de S&P, il y a aussi davantage d'étoiles montantes (*rising stars* : les emprunteurs à high yield reclassés dans la catégorie investissement) que d'anges déchus (*fallen angels* : les titres IG dégradés en catégorie spéculative) en 2023. La couverture de la charge d'intérêts (mesurée par l'EBITDA par rapport à la charge d'intérêts) est stable pour la plupart des emprunteurs. Ce ratio de couverture s'est néanmoins détérioré quelque peu sur le segment B au cours du dernier trimestre.

La demande pour la classe d'actifs high yield en euros a été plus forte que prévu

Les indicateurs de flux sur le high yield en euros s'avèrent contradictoires. Les fonds continuent d'accuser une nette décollecte. A l'opposé, comme sur de nombreuses classes d'actifs, les ETFs accumulent les encours.

Euro High Yield - Flux dans les fonds

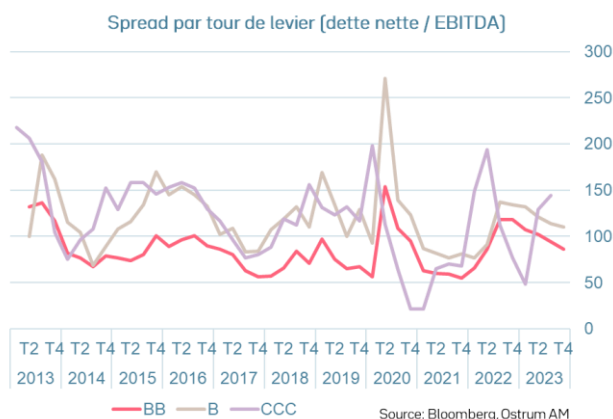


Il est plus difficile de suivre les flux liés aux mandats institutionnels sur le high yield, mais il semble que l'appétit pour les spreads notamment sur le BB reste suffisant pour retarder les arbitrages favorables à l'Investment Grade.

Les valorisations apparaissent tendues sur les notations les plus basses

Le high yield reste difficile à valoriser. Un modèle standard consiste à déduire du spread de marché la rémunération du risque de défaut encouru, compte tenu de la qualité de crédit moyenne d'un indice. L'excédent correspond à la 'vraie' prime de risque.

Notre approche se base sur le spread par tour de levier. Le levier financier est en effet déterminant pour évaluer la probabilité de défaut.



Le spread par tour de levier est conforme à la moyenne ou à la médiane à long terme en BB et peut-être légèrement trop faible pour les B. Cependant, le contexte actuel des taux d'intérêt pourrait justifier un spread par tour de levier plus élevé que dans la période récente. En outre, le resserrement quantitatif de la BCE pourrait affecter à la marge certains titres BB/Crossover.

Conclusion

La performance solide du high yield européen en 2023 est une surprise compte tenu du contexte de croissance lente en zone euro et du resserrement monétaire de la BCE. Les taux de défaut sont restés bas et le ratio des rehaussements / abaissements de notations ou le nombre d'étoiles montantes n'indiquent pas une détérioration de la qualité du crédit. Le taux de défaut ne devrait pas dépasser sa moyenne à long terme en 2024. Les émissions nettes d'obligations ont constitué un soutien au marché et il semble qu'il n'y ait pas de pression immédiate sur le refinancement. Les problèmes de refinancement pourraient néanmoins survenir en 2025-2026. Cela dit, les spreads contre swaps ont beaucoup diminué pour atteindre 370 pb actuellement et la proposition de valeur du high yield est désormais moins convaincante. Un mouvement de décompression est probable en raison de la cherté relative des B. Nous nous attendons donc à un élargissement du spread du high yield de 40 à 50 pb dans les mois à venir.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

La Fed veut marquer les esprits

Le FOMC annonce une période prolongée de taux élevés et les marchés doivent s'ajuster.

La Fed ne baissera pas la garde. La pause de septembre n'invalide pas une prochaine hausse des Fed funds, probablement dès novembre. Les marchés intègrent finalement un scénario de taux durablement élevés. Le T-note marque un point haut à 4,50 % après la décision du FOMC entraînant le taux allemand vers ses sommets de 2023 (2,75 %). La tension des taux à long terme a pesé sur les actions de croissance, le Nasdaq plongeant de 3% sur une semaine. L'Europe perd 2%. Le durcissement monétaire annoncé compense la hausse du pétrole de sorte que les points morts d'inflation à long terme restent stables. Les spreads souverains grecs et italiens s'écartent à la marge, respectivement au-dessus de 140 et 180 pb. Le crédit, y compris le high yield, traverse bien cette période de volatilité sur les taux.

La pause de la Fed en septembre s'inscrit dans le schéma entrevu en juin/juillet et préfigure sans doute un dernier relèvement de 25 pb en novembre. La croissance s'est révélée plus soutenue qu'attendu et l'inflation reste nettement supérieure à l'objectif. Le FOMC relève la croissance à 2,1 % au 4T 2023 puis 1,5 % l'an prochain. Le taux de chômage est prévu à 4,1 % sur les deux années à venir. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente diminuera de 3,7 % en fin d'année 2023 à 2,6 % en 2024 puis 2,3 % en 2025. Compte tenu de ces projections, le consensus au sein du FOMC estime que le potentiel d'allègement est limité entre 1 et 3 baisses, soit des Fed funds au-dessus de 5 % tout au long de 2024. Les vues divergent pour 2025 mais une discussion doit s'ouvrir sur le niveau de neutralité des taux : 2,5 % semble trop bas. Par ailleurs, une courte majorité, 5 votes contre 4, s'est prononcé pour le statu quo au Royaume-Uni. Le dernier chiffre d'inflation (6,7% en août) et le vote d'Andrew Bailey ont fait pencher la balance. La BoE accélère néanmoins le QT à hauteur de 100 Mds £ l'an prochain. La BoJ était aussi attendue. Les propos récents de Kazuo Ueda évoquant la fin des taux négatifs n'ont pas été suivis d'effet. En outre, les Banques scandinaves ont augmenté leurs taux de 25 pb comme attendu alors

que la BNS laisse son taux inchangé à 1,75 % en raison de la vigueur du franc.

Les marchés de taux sont nettement baissiers. Le consensus acheteur est pris en défaut par la rhétorique de la Fed et la faiblesse du T-note (4,50% au plus haut) entraîne à la baisse le Bund (2,75%) et la majorité du G10. Le spread du T-note continue de s'élargir. Le Gilt surperforme toutefois grâce au statu quo monétaire, dans l'attente aussi l'actualisation en novembre des prévisions de la BoE. La normalisation progressive des taux longs se traduit par une pentification des courbes. Le spread 2-10 ans aux Etats-Unis revient vers -65 pb. Le scénario de taux durablement élevés fragilise les maturités intermédiaires, en concurrence avec les instruments monétaires. Le primaire souverain reste animé en zone euro mais principalement sur des maturités courtes compte tenu du risque de pentification. Les dettes grecques et italiennes s'élargissent de 3 à 5 pb sur la semaine. La persistance de l'inflation milite pour une position receveuse d'inflation à court terme. Les points morts à 10 ans sont moins sensibles au pétrole et intègre davantage le resserrement monétaire. Dans le monde émergent, les flux sortants semblent sans impact sur le spread de dette externe en USD (418 pb).

Sur le marché du crédit, le spread euro IG (147 pb contre Bund, 89 pb contre swap) s'est réduit de 5 pb en cinq séances malgré une semaine chahutée sur les taux. Les émissions ont totalisé 15 Mds € la semaine passée avec deux-tiers de financières et des notations exclusivement BBB. Les fonds de crédit moyen-terme enregistrent une collecte qui contribue au resserrement des primes à l'émission, voire au net resserrement de quelques transactions de dettes hybrides émises sans primes. Malgré une neuvième semaine de décollecte, les spreads du high yield affichent une certaine stabilité (ASW 375 pb). La compression des primes B vs. BB se poursuit. Les Cocos restent attrayantes avec une décote estimée à 50-60 pb tout comme les hybrides high yield comparativement aux équivalents IG.

Les marchés d'actions corrigent de 2 à 3% à New York et de 2% en Europe. La hausse des taux pénalise logiquement les actions de croissance, notamment le luxe d'autant que les valeurs cycliques de consommation restent mal orientées.

Axel Botte

• **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	25-sept.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.26%	+1	+23	+50
EUR Bunds 10a	2.8%	+9	+24	+23
EUR Bunds 2s10s	-46.4bp	+9	+1	-26
USD Treasuries 2a	5.12%	+7	+4	+69
USD Treasuries 10a	4.5%	+20	+27	+63
USD Treasuries 2s10s	-61.8bp	+14	+23	-6
GBP Gilt 10a	4.31%	-8	-13	+64
JPY JGB 10a	0.74%	+2	+13	-14
EUR Spreads Souverains (10a)	25-sept.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	55bp	+0	+3	+0
Italie	186bp	+6	+21	-28
Espagne	107bp	+0	+6	-2
Inflation Points-morts (10a)	25-sept.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.62%	-4	+5	+7
USD 10a Inflation Swap	2.66%	+1	+6	+12
GBP 10y Inflation Swap	3.98%	+1	+14	+9
EUR Indices Crédit	25-sept.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	148bp	+0	-6	-19
EUR Agences OAS	72bp	-1	-3	-7
EUR Obligations sécurisées OAS	81bp	+2	-4	-2
EUR High Yield Pan-européen OAS	434bp	+6	-20	-78
EUR/USD Indices CDS 5a	25-sept.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	78bp	+9	+4	-12
iTraxx Crossover	423bp	+33	+10	-51
CDX IG	73bp	+10	+7	-9
CDX High Yield	448bp	+25	+6	-36
Marchés émergents	25-sept.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	423bp	+6	0	-30
Devises	25-sept.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.063	-0.608	-1.565	-0.7
GBP/USD	\$1.222	-1.420	-2.854	1.1
USD/JPY	JPY 149	-0.733	-1.533	-11.8
Matières Premières	25-sept.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$93.3	-\$1.2	\$9.3	13.6
Or	\$1 924.1	-\$7.0	\$9.2	5.5
Indices Actions	25-sept.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 320	-2.93	-1.94	12.5
EuroStoxx 50	4 162	-1.98	-1.76	9.7
CAC 40	7 116	-2.20	-1.57	9.9
Nikkei 225	32 679	-2.55	3.33	25.2
Shanghai Composite	3 116	-0.33	1.68	0.9
VIX - Volatilité implicite	18.06	29.00	15.18	-16.7

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...25/09/2023

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com