



High yield - Ajuster votre point d'entrée

Janvier 2019

Les fondamentaux sous-jacents demeurent solides en dépit de la récente faiblesse des prix

Le marché *high yield* a clôturé bien difficilement une année 2018 volatile, où, la classe d'actifs a reculé de -2,26 % aux États-Unis et de -3,62 % en Europe¹.

Pour le *high yield* européen, 2018 s'est révélée être la pire année depuis une décennie et les rendements ont doublé. Pour le marché *high yield* américain, les trois derniers mois de l'année ont été particulièrement marquants - le *spread-to-worst* du marché est ainsi passé d'un point bas du cycle de 324 points de base à un niveau observé pour la dernière fois après la crise du secteur de l'énergie en 2015/2016 et bien supérieur à sa moyenne à long terme².

La période a été riche en événements - la baisse du prix du pétrole, les guerres commerciales, la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine, le *shutdown* du gouvernement américain, la situation budgétaire de l'Italie, le Brexit, les signes d'essoufflement des données économiques, etc. Toutefois, peu d'entre eux ont eu un impact immédiat et direct sur le marché *high yield*. Toutes ces nouvelles ont contribué à inquiéter les investisseurs au sein de l'ensemble des actifs risqués et ont conduit à un mouvement généralisé en faveur des obligations d'État et des liquidités.

Si certains chiffres économiques font apparaître un ralentissement, aucun n'indique cependant une récession imminente aux États-Unis ou en Europe.

De plus, selon nous, aucun de ces événements n'est susceptible de provoquer une augmentation importante du taux de défaut des émetteurs *high yield* en 2019 et ce taux devrait demeurer bien en-deçà de sa moyenne historique au cours des 12 prochains mois.

Nous pensons que les marchés *high yield* européens et américains possèdent tous les deux des dynamiques favorables qui contribuent à dresser un tableau positif pour les investisseurs.



Bryan Petermann

Portfolio Manager

Bryan Petermann a rejoint Muzinich en 2010. Avant d'intégrer Muzinich, Bryan a travaillé chez PineBridge Investments (anciennement AIG Investments), où il a occupé, pendant ses cinq dernières années de présence, le poste de Directeur exécutif en charge de la gestion *high yield*. Bryan a également travaillé chez Union Bank of California, Banque Paribas et Société Générale.



Hugo Squire

Assistant Gérant

Hugo a rejoint Muzinich en 2013. Il a neuf ans d'expérience dans l'investissement et, avant de rejoindre Muzinich, il a travaillé dans la division des marchés de la Société Générale sur le desk de trading de crédit. Hugo a étudié la littérature anglaise et américaine à l'Université de Warwick et détient la certification CFA.

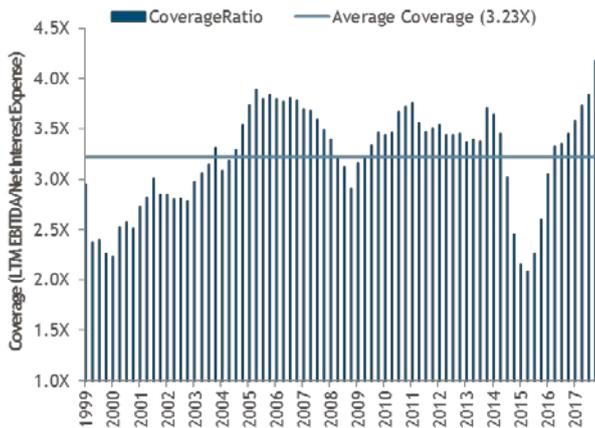
1. Indices ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOAO) et ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained (HE00), au 31 décembre 2018
2. Indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOAO)

High yield américain

Aux États-Unis, plusieurs facteurs soutiennent selon nous la classe d'actifs :

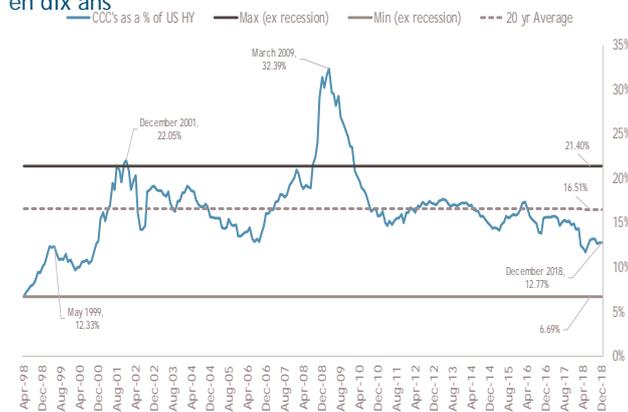
- Les entreprises émettrices ont réduit l'endettement de leurs bilans depuis 2015 ;
- Les ratios de couverture sont élevés grâce à la faiblesse des taux d'intérêt et des coûts d'emprunt (Graphique 1) ;
- Le ratio des relèvements/dégradations est positif ;
- Le mur des maturités est gérable ;
- Les émissions notées CCC sont à leur plus bas niveau en dix ans (Graphique 2) ; et
- La taille du marché se réduit depuis septembre 2016.

Graphique 1 - Amélioration du ratio de couverture depuis la fin de cycle des matières premières de 2015



Source : statistiques relatives au marché HY de BofA ML Global Research. Au 30 septembre 2018. Données hors LBO. BofA ML met à jour ces données environ une fois par trimestre avec un trimestre de retard en raison des calendriers décalés des publications des entreprises. Par conséquent, ces données sont mises à jour chaque trimestre avec un trimestre de décalage.

Graphique 2 - Le pourcentage des obligations notées CCC au sein du marché high yield américain est à son plus bas niveau en dix ans

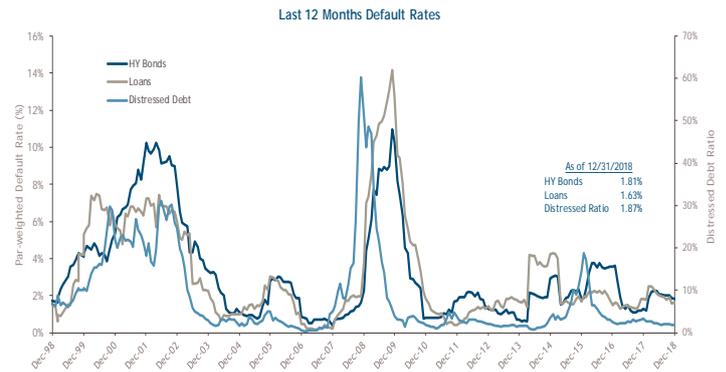


Données au 31 décembre 2018. Source : Bloomberg. Les indices utilisés sont ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOA0) et ICE BofA ML CCC and Lower US Cash Pay High Yield (JOA3). Le graphique montre l'évolution mensuelle de la valeur nominale de l'indice JOA3 en % de la valeur nominale de l'indice JOA0, sur les 20 dernières années. Les zones ombrées représentent les périodes de récession.

Ces caractéristiques mettent en évidence le fait que : les fondamentaux des entreprises ne justifient pas des spreads supérieurs à leur moyenne à long terme, alors même que les défauts se situent bien en-deçà de leur moyenne à long terme. En effet, les taux de défaut ont tendance à diminuer depuis un certain temps déjà (Graphique 3).

Nous avons certes ramené à neutre notre évaluation économique des États-Unis au cours du mois dernier, mais sommes convaincus que l'évaluation économique est toujours bonne pour le high yield.

Graphique 3 - Tendance baissière des taux de défaut et des dettes « distressed »



Source : JP Morgan High Yield Bond and Leveraged Loan Market Monitor. Données au 31 décembre 2018. A titre d'illustration uniquement.

L'évolution des cours s'est révélée particulièrement négative en décembre, même si nous pensons qu'elle a en grande partie été de nature technique en se produisant à la fin de l'année³. Cette situation a fait pencher la balance en faveur de la baisse et a ainsi permis aux investisseurs à long terme ayant des engagements sur un horizon plus long (comme les assureurs et les fonds de pension) de venir sur le marché pour investir à des valorisations moins élevées.

Nous devons également reconnaître que, durant la plupart des années, les coupons du high yield ont compensé la volatilité liée aux inquiétudes à l'égard des taux d'intérêt et de la solvabilité des émetteurs (Tableau 4). C'est pourquoi le high yield offre généralement des performances positives aux investisseurs.

Tableau 4 - Performances et volatilité

Performance	1 an	3 ans	5 ans
Indice ICE BofA Merrill Lynch BB/B Non-Financial (JC4N)	-1,96 %	6,53 %	3,76 %

Volatilité	1 an	3 ans	5 ans
Indice ICE BofA Merrill Lynch BB/B Non-Financial (JC4N)	3,27 %	4,16 %	4,78 %

Données au 31 décembre 2018. Indice ICE BofA Merrill Lynch BB/B Non-Financial (JC4N)

Depuis 1994, date à laquelle le marché ne pesait encore que 150 milliards de dollars américains, cette classe d'actifs n'avait enregistré que quatre années de performance négative avant 2018⁴.

Ces quatre années de performance négative présentent deux points communs : elles se sont toutes produites sur fond d'importantes vagues de défauts (l'éclatement de la bulle des TMT en 2000, la faillite de WorldCom/d'Enron en 2002, la Grande récession en 2008 et la crise des matières premières en 2015) et l'année suivante a été le témoin d'un fort rebond allant de 6 % à 56 %⁵.

Ainsi, la hausse des rendements et des spreads améliore les points morts et minimise la probabilité d'une baisse supplémentaire.

High yield européen

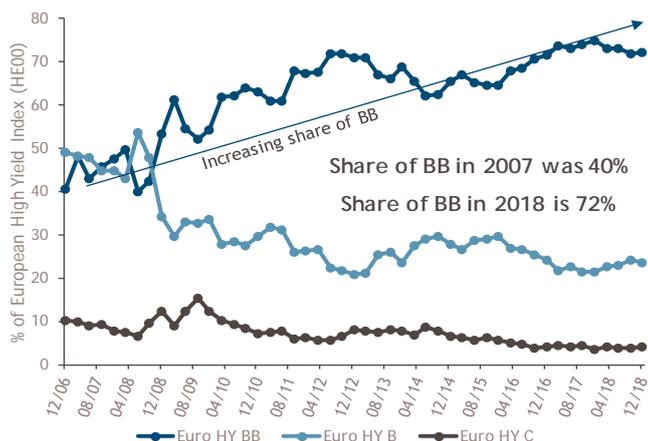
Au sein du high yield européen, nous pensons qu'il existe une dynamique similaire, à savoir que les fondamentaux sous-jacents sont solides et n'indiquent pas la probabilité d'une hausse soudaine du taux de défaut.

3. Indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOA0) : -2,19 %

4. Indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOA0)

5. Ibid.

Graphique 5 - Notations de crédit du *high yield* européen



Source : Bloomberg, indice ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained (HE00), au 31 décembre 2018.

Au cours des dernières années, le taux de défaut est demeuré faible en oscillant entre 1 % et 3 %⁶. Il y a de bonnes raisons à cela : les émetteurs notés BB de meilleure qualité représentent désormais 70 % du marché *high yield* européen, contre près de 40 % il y a dix ans. Le reste du marché est composé d'émetteurs notés B ou CCC plus risqués (Graphique 5).

Cette dominante actuelle de la qualité fait une grande différence pour les défauts attendus avec des défauts moyens à long terme de 2,4 % pour les obligations d'entreprises notées B, contre 0,6 % pour celles notées BB⁷. Sur cette seule base, les taux de défaut semblent être appelés à demeurer faibles.

D'autres indicateurs mettent également en évidence la bonne santé financière des émetteurs européens. Les émetteurs ont tiré avantage de la faiblesse des taux d'intérêt et des spreads afin d'allonger les maturités de leurs dettes ; l'échéance moyenne du marché est désormais de plus de 5 ans, contre un peu plus de 4 ans en 2013⁸.

Le niveau élevé des ratios de couverture des intérêts, la faiblesse de l'endettement global des entreprises et l'absence d'échéances à court terme sont autant de facteurs qui permettent à la classe d'actifs d'être bien placée pour résister aux turbulences économiques.

Si les fondamentaux sont rassurants, la situation technique s'est toutefois clairement dégradée en 2018.

Compte tenu de l'arrivée à son terme du programme d'achat d'obligations d'entreprises de la Banque Centrale Européenne, de l'élargissement des spreads et du renforcement de la volatilité, nous n'observons plus autant d'effet « d'éviction » qui a incité les investisseurs en quête de rendement à se tourner vers les obligations *high yield* en 2017.

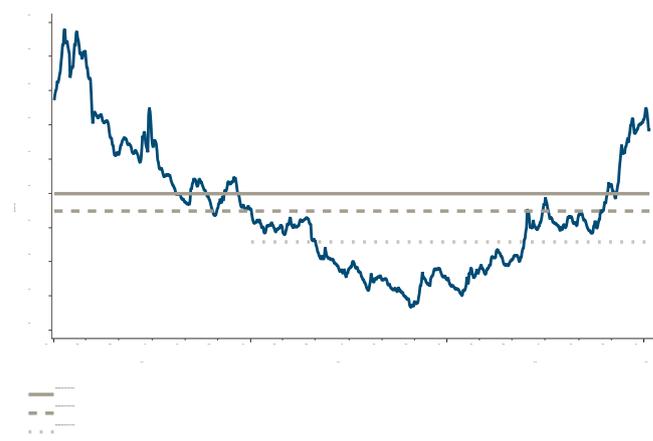
Toutefois, les taux des dépôts européens restent négatifs et nous pensons qu'ils le resteront pendant un certain temps encore. Cette situation va probablement contribuer à maintenir les rendements quelque peu ancrés (en l'absence de tout environnement de récession) dans la mesure où les déposants et les détenteurs d'actifs sans risque ne pourront plus à un certain moment faire abstraction du coût d'opportunité de ne pas être investis sur le marché *high yield*⁹.

Si l'on examine maintenant les valorisations à long terme du *high yield* européen (Graphique 6), on constate que le niveau actuel du spread est supérieur à la moyenne sur 5 ans et que les rendements ont augmenté à 4,6 %¹⁰.

Ces valorisations apparaissent attractives, surtout si on les compare à celles d'autres classes d'actifs obligataires.

6. Prévisions du taux de défaut *sub-investment grade* pondéré par les émetteurs sur 12 mois glissants de Moody's. Données au 31 décembre 2018
 7. Annual Default Study de Moody's : Corporate Default and Recovery Rates 1920-2017, données au 31 décembre 2017 tirées du rapport du 15 février 2018.
 8. Indice ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained (HE00), au 31 décembre 2018.
 9. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Graphique 6 - Evolution de l'Option Adjusted Spread du *high yield* européen depuis janvier 2016



Source : Macrobond, indices ICE BAML (ER40, Euro Area Corporate BBB rated, HECO, European High Yield constrained), au 10 janvier 2018.

Le cours moyen des obligations sur le marché est également intéressant à observer dans la mesure où il s'établit actuellement à plus de 10 points en-deçà de son pic de novembre 2017 et qu'il présente une décote par rapport au pair pour la première fois depuis le premier trimestre 2016¹¹. En supposant que les taux de défaut demeurent à un niveau bas, cela signifie que le potentiel de performance futur s'accroît sur le marché.

A son niveau actuel, le *yield-to-worst* implique que le point mort sur 12 mois est désormais à un niveau très intéressant. En effet, de simples calculs mathématiques veulent qu'avec un rendement initial de 4,6 % et une *spread duration* pour la classe d'actifs de 4, il faudrait que le spread s'élargisse encore considérablement pour générer une performance totale négative en 2019¹².

Le moment de revenir sur le marché ?

Il est impossible de prédire si oui ou non le marché a atteint un point bas dans la mesure où la volatilité est le fait de facteurs ne faisant pas partie des données économiques et des fondamentaux de crédit. Toutefois, nous pensons que certains de ces facteurs négatifs peuvent trouver une issue favorable et, lorsque cela se produira, les primes de risque devraient se contracter.

D'un point de vue historique, les années marquées par une performance négative des obligations *high yield* ont été suivies d'années positives, même si durant ces années, les spreads étaient plus élevés qu'à l'heure actuelle.

Si les spreads se resserrent bel et bien, ils devraient probablement le faire plus rapidement que ne le prévoient de nombreux investisseurs en raison de la faiblesse des stocks. Les investisseurs qui regardent au-delà de la volatilité quotidienne des valorisations du marché et qui agissent en tant qu'apporteurs de liquidité pour les investisseurs/négociateurs prudents auront toutes les chances d'être récompensés aux niveaux actuels.

Pour autant, des risques subsistent. En Europe, la situation technique s'est quelque peu détériorée en 2018 et des nuages se profilent à l'horizon sous la forme d'une politique monétaire moins accommodante et de signes de vieillissement du cycle économique mondial.

Néanmoins, compte tenu de la solidité des fondamentaux et du caractère plus attractif des valorisations, nous pensons que les investisseurs ayant un horizon à moyen terme sont désormais correctement rémunérés pour renforcer leur exposition aux obligations *high yield* et 2019 s'annonce comme une année avec un potentiel de performance intéressant.

10. Indice ICE BofA Merrill Lynch, BB-B European High Yield Constrained (HP4N), au 31 décembre 2018
 11. Indice ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained (HE00), au 31 décembre 2018.
 12. Indice ICE BofA Merrill Lynch, BB-B European High Yield Constrained (HP4N), au 31 décembre 2018

Le présent document a été produit à titre d'information uniquement et n'est pas destiné à constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'achat de titres ou d'autres instruments financiers. Les stratégies d'investissement et les thèmes abordés ici peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs, et ce, en fonction de leurs objectifs d'investissement et de leur situation financière spécifiques. Il revient aux investisseurs d'effectuer leur propre analyse et de consulter leurs propres conseillers juridiques, comptables, fiscaux et autres afin d'évaluer de façon indépendante le bien-fondé d'un investissement.

Les avis et opinions ci-inclus ne doivent en aucun cas être interprétés comme une quelconque offre d'achat ou de vente de tout produit d'investissement ou une incitation à investir et ne sont présentés qu'à titre d'information. Certains renseignements contenus dans le présent document constituent des « énoncés prospectifs » qui peuvent être identifiés par l'utilisation de termes prospectifs tels que « peut », « sera », « devrait », « s'attendre », « anticiper », « projeter », « estimer », « avoir l'intention », « continuer » ou « croire », ou les termes négatifs ou d'autres variantes de ces mêmes termes, ou une terminologie comparable. En raison de divers risques et diverses incertitudes, les véritables événements, résultats ou performances des titres, des investissements ou des stratégies dont il est question peuvent différer sensiblement de ceux qui sont reflétés ou envisagés dans ces énoncés prospectifs.

Toutes les informations contenues dans le présent document ne sont à jour qu'à la date indiquée et peuvent être rendues caduques par des événements de marché ultérieurs ou pour d'autres raisons. Rien dans le présent document n'est destiné à constituer un conseil en matière d'investissement, juridique, fiscal ou autre, et celui-ci ne doit pas non plus être utilisé pour prendre une décision d'investissement ou autre. Les tendances de marché historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur des marchés.

Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich & Co. ou par une société affiliée à Muzinich & Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie.

Aucune partie du présent document ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit ou mentionnée dans une autre publication sans l'autorisation écrite expresse de Muzinich & Co.

Publié en Europe par Muzinich & Co. Ltd, société agréée et régulée par la Financial Conduct Authority FRN : 192261. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni.

Définition des indices :

JOA0 - L'indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield suit les performances de la dette d'entreprise de qualité inférieure à investment grade libellée en dollars américains et se trouvant actuellement sur une période de paiement de coupon émise publiquement sur le marché intérieur américain. Les titres éligibles doivent être notés au-dessous de la catégorie investment grade (selon une moyenne de Moody's, S & P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixes, et un montant en circulation d'au moins 250 millions de dollars

JOA3 - L'indice ICE BofA ML CCC & Lower US Cash Pay High Yield est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOA0), qui comprend tous les titres de notation CCC1 ou inférieure.

JC4N - L'indice ICE BofA ML BB-B US Non-Financial Cash Pay High Yield Constrained contient tous les titres de l'indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (JOA0) notés de BB1 à B3 inclus, à l'exception de ceux d'émetteurs financiers, mais limite l'exposition à l'émetteur à 2%.

HE00 - L'indice ICE BofA ML Euro High Yield suit la performance de la dette d'entreprise de qualité inférieure à investment grade libellée en euros émise publiquement sur les marchés domestiques ou eurobond. Les titres éligibles doivent être notés au-dessous de la catégorie investment grade (selon une moyenne de Moody's, S & P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixes, et un montant en circulation d'au moins 250 millions d'euros

HP4N - L'indice ICE BofA ML BB-B European Currency Non-Financial High Yield Constrained comprend tous les titres non financiers de l'indice ICE BofA ML European Currency High Yield noté de BB1 à B3, sur la base d'une moyenne de Moody's, S & P et Fitch, mais limite l'exposition à l'émetteur à 3%.

www.muzinich.com

www.muzinichprivatedebt.com

info@muzinich.com