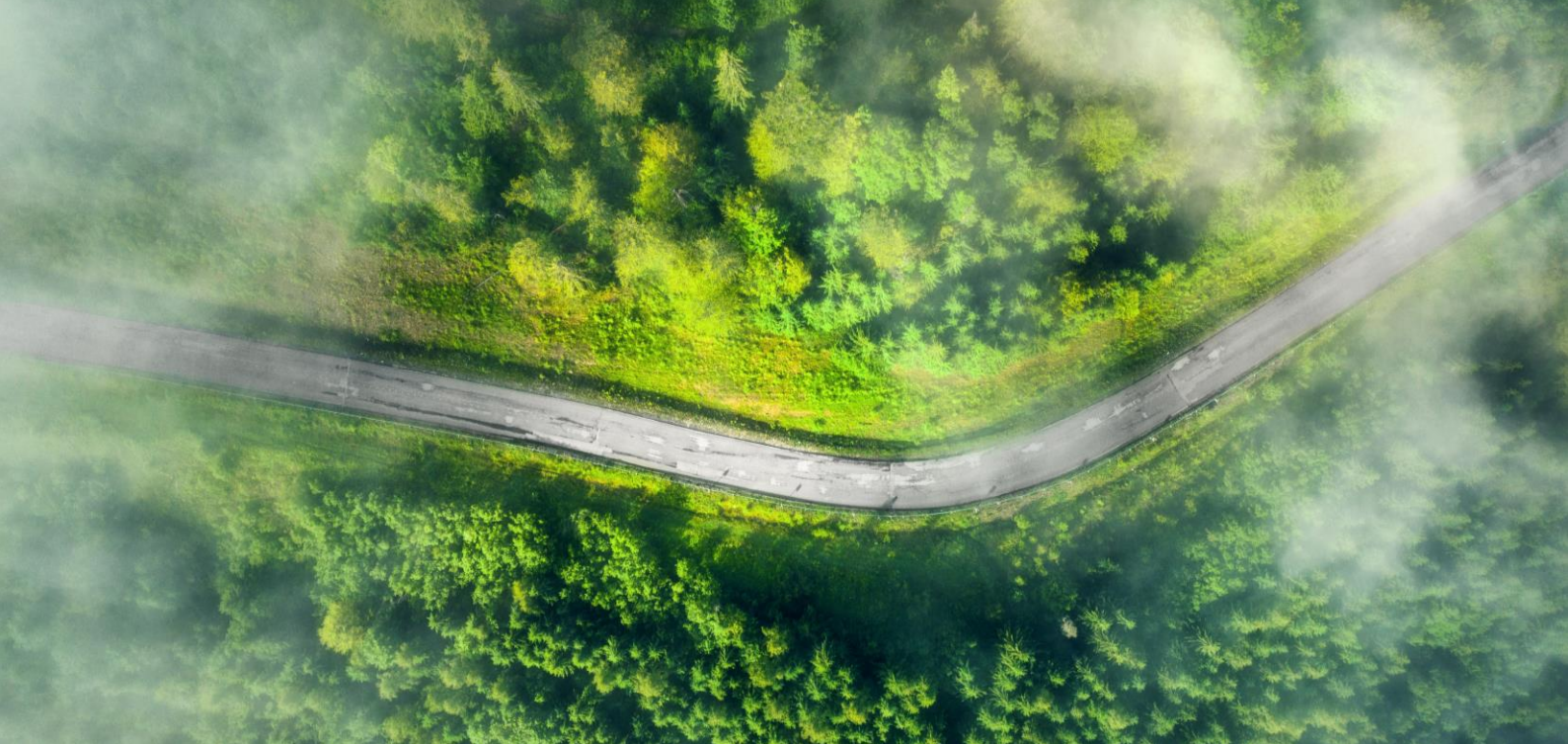




Capital à risque. La valeur des investissements et leurs revenus peuvent aussi bien diminuer qu'augmenter et ne sont pas garantis. Les investisseurs peuvent ne pas recouvrer la totalité de leur mise initiale.

Keep Calm and Carry On - Les 10 raisons de rester investi sur le High Yield

Juin 2022

Malgré les fortes variations de prix que nous observons sur le marché du high yield depuis le début de l'année, nous pensons que les investisseurs sur le high yield devraient tenir bon et envisager d'augmenter leur exposition à ce qui pourrait être, selon nous, un point d'entrée attractif dans la classe d'actifs.

Le marché du *high yield* a perdu plus de 12% cette année en raison de la hausse des rendements souverains et de l'écartement des spreads associés aux perspectives de ralentissement économique.¹

Le tableau 1 ci-dessous illustre l'ampleur de la chute du marché.

Cependant, bien que le marché ait été faible, nous pensons que l'environnement actuel mérite une attention particulière.

Tableau 1 - Les marchés développés du high yield ont baissé depuis le début de l'année

	H4NC au 31/12/21	H4NC au 16/06/22
Prix	103.35	87.91
YTW	3.66%	7.55%
STW	299 pb	465 pb
DTW	3.82 ans	4.40 ans
DTM	5.01 ans	4.42 ans

Source : ICE Index Platform. ICE BofA BB-B Global Non-Financial Developed Markets High Yield Constrained Index (H4NC), au 16 juin 2022. À des fins d'illustration uniquement.

1. ICE Index Platform, au 16 juin 2022. Basé sur les données de l'indice ICE BofA BB-B Global Non-Financial Developed Markets High Yield Constrained Index (hedged USD).

Analyse



Bryan Petermann

Gérant de portefeuille

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 débuté sa carrière dans le secteur bancaire. Il a travaillé au sein des divisions médias et câblo-opérateurs de Union Bank of California et de la Banque Paribas. Auparavant, il a participé au lancement de la division câble et médias de la Société Générale. Bryan Petermann est diplômé d'un B.A. (équivalent Licence) de l'Université de Californie à Los Angeles, où il a reçu la bourse d'excellence Phi Beta Kappa, ainsi que d'un M.B.A. (équivalent Master) de l'Université de Californie à Berkeley.

1. Des rendements élevés

Au cours des 20 dernières années, les rendements ont été plus élevés qu'aujourd'hui à 4 reprises seulement : lors de la vague de fraude des entreprises en 2002, de la grande crise financière (GCF) en 2008-2009, de la crise souveraine européenne en 2011 et de la crise Covid en 2020.¹ Les rendements actuels se situent dans la fourchette haute connue lors de la crise de l'énergie en 2016, et les rendements actuels sont proches de leur plus haut sur 20 ans.

2. Des spreads au-dessus de leur moyenne sur 10 ans

Non seulement les spreads sont supérieurs à leur moyenne sur 20 ans, à 465 pb contre 448 pb, mais ils sont sensiblement supérieurs à la moyenne sur 10 ans de 387 pb.¹ La moyenne sur 10 ans est importante étant donné la maturité du marché par rapport à la période précédant la GCF, et le fait que nous considérons la GCF comme un événement exceptionnel, peu susceptible de se reproduire dans un avenir proche.

3. Des prix de marché à un bas niveau

Les prix n'ont été inférieurs au niveau actuel que 3 fois au cours des 20 dernières années : le scandale de la fraude d'entreprise de 2002, la Grande Crise Financière et l'ère Covid de 2020.¹

4. Une notation Moyenne plus élevée qu'avant la Grande Crise Financière

La classe d'actifs est désormais notée BB3, contre B1 avant la GCF ; le high yield a une meilleure notation qu'avant la plus grande correction.¹

5. De solides paramètres de crédit

Le levier brut des obligations high yield américaines est inférieur à 4,5x, et le levier net est de près 3,5x. Cela s'explique par le fait que le marché américain n'a jamais été aussi riche en titres BB et aussi pauvre en titres CCC depuis 20 ans, et que les émetteurs ont conservé d'importantes liquidités dans l'ère post-Covid.² La couverture des intérêts approche 6x aux États-Unis et pourrait baisser à 4,75-5,00x en 2023 dans un contexte de ralentissement économique et de hausse des taux.³ La liquidité et le levier ne sont pas un problème à l'heure actuelle, car les entreprises faibles ont fait défaut en 2020-2021, tandis que les émetteurs forts se sont assainis.

6. Absence de mur de maturité

Le marché n'est pas exposé au mur des maturités. Les coupons peuvent couvrir les maturités des titres américains jusqu'en 2024.⁴

7. Duration to Worst et Duration to Maturité alignées

La DTW est en ligne avec la DTM (cf. tableau 1) ; selon nous, l'extension de la duration du marché est derrière nous. La convexité est en notre faveur.

8. Un nouvel élargissement des spreads se traduirait par un rendement flat sur un an

Le rendement moyen actuel du marché est de 5,69 %.¹ Nous pensons que si les spreads s'élargissaient de 130 pb par rapport aux niveaux actuels, la classe d'actifs afficherait un rendement flat sur 1 an. Au cours des 10 dernières années, les spreads n'ont dépassé 600 pb que pendant le pic Covid de mars à mai 2020 et la crise énergétique américaine de décembre 2015 à mars 2016.¹

9. Des taux de défaut proches de leur plus bas historique

Bien que les taux de défaut augmenteront avec le ralentissement de l'économie, nous pensons qu'il est peu probable qu'ils atteignent les niveaux de la GCF, compte tenu du faible pourcentage de CCC sur le marché, du faible niveau de rachat par endettement (LBO) sur le marché et du récent pic de taux de défauts de plus de 8% aux États-Unis.² Sur la base du marché actuel, nous pensons qu'un taux de 3 à 5 % pourrait être atteint au cours des 12 à 18 prochains mois, ce qui est probablement déjà pris en compte dans les spreads actuels du marché global où les CCC approchent les 1000 points de base.

10. La baisse de la liquidité dans un marché baissier rend le trading tactique difficile

Le trading tactique des titres high yield peut s'avérer difficile car tous les émetteurs ne se négocient pas tous les jours. Acheter après un net rebond sera un défi car les courtiers n'ont plus de stock et tout le monde essaiera d'acheter à ce moment là. Nous pensons que le meilleur moment pour acheter des titres high yield est lorsque les gérants vendent et que les prix baissent, tandis que le meilleur moment pour vendre est lorsque les prix montent et que tout le monde achète.

L'économie mondiale ralentit et les prémices de la récession se profilent à l'horizon. Bien qu'il soit impossible de dire où le marché sera à un instant T, il est clair que les investisseurs ont pris leur mal en patience en 2022 et que les performances potentielles à ce stade sont en fait plus orientées vers le territoire positif qu'ils ne l'étaient à la fin de 2021.

Selon nous, les investisseurs à plus long terme disposant d'actifs importants et solides pourraient envisager les options suivantes.

1. Tenir bon sur ces niveaux et laisser la puissance du coupon atténuer la volatilité à court terme.
2. Commencer à AJOUTER aux positions, pour réduire le prix moyen et augmenter le YTW moyen de leurs avoirs.

1. ICE Index Platform, au 16 juin 2022. ICE BofA BB-B Global Non-Financial Developed Markets High Yield Constrained Index (hedged USD).

2. ICE Index Platform, au 31 mai 2021. ICE BofA US Cash Pay High Yield Index (J0A0), ICE BofA CCC and Lower US Cash Pay High Yield Index (J0A3) et ICE BofA BB US Cash Pay High Yield Index (J0A1).

3. BofA Securities. Market Outlook HY Credit Strategy, 14/6/21.

4. ICE Index platform. ICE BofA US Cash Pay High Yield Index (J0A0), au 31 mai 2022.

Nous pensons que vendre aujourd'hui à des prix actuellement bas reviendrait à cristalliser les pertes. Selon nous, les investisseurs sur le high yield réalisent la quasi-totalité de leur performance au fil du temps grâce au portage, voire plus de 100 % si l'on prend en compte les pertes de capital venant des défauts. Ceci est en contraste direct avec les actions où les investisseurs réalisent la quasi-totalité de leur performance totale grâce aux mouvements de prix.

Nous pensons que les investisseurs ayant une perspective à long terme et un capital stable sont les mieux placés pour atteindre le potentiel de performance à long terme de la classe d'actifs offert par les niveaux actuels. La durée d'investissement sur le marché du high yield est plus importante que la gestion du timing sur longue période.

Ce document ne doit pas être considéré comme une prévision, une recherche ou un conseil d'investissement, et ne constitue pas une recommandation, une offre, ni une sollicitation pour acheter ou vendre des titres, ou suivre une stratégie d'investissement. Les opinions exprimées par Muzinich & Co sont en date de fin janvier 2022 et peuvent être modifiées sans préavis.

Descriptions des indices de marché

J0A0 - L'indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield reproduit la performance des obligations d'entreprises *sub-investment grade* libellées en dollar, actuellement en période de paiement de coupon et émis publiquement sur le marché local américain. Les titres admissibles doivent avoir une notation inférieure à investment grade (basée sur une moyenne de Moody's, S&P et Fitch), au moins 18 mois jusqu'à l'échéance finale au moment de l'émission, au moins un an de durée restante jusqu'à l'échéance finale à la date de rééquilibrage, un calendrier de coupon fixe et un montant minimum en circulation de 250 millions de dollars.

J0A1 - L'indice ICE BofA ML BB US Cash Pay High Yield est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield (J0A0) y compris tous les titres notés de BB1 à BB3, inclusivement.

J0A3 - 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 (J0A0) y compris tous les titres notés CCC1 ou moins.

H4NC - L'indice ICE BofA BB-B Global Non-Financial Developed Markets High Yield Constrained est basé sur les titres de l'indice ICE BofA Global High Yield qui ont une exposition au risque des pays qui sont membres du FX-G10, des territoires d'Europe occidentale des États-Unis et de l'Europe occidentale. Le FX-G10 comprend tous les membres de l'euro, les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, le Canada, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la Suisse, la Norvège et la Suède. L'indice comprend la dette de tous les émetteurs non financiers notés de BB1 à B3 inclus, mais plafonne l'exposition des émetteurs à 2 %.

Informations importantes

La société Muzinich & Co. mentionnée dans le présent document est définie comme étant Muzinich & Co. et ses sociétés affiliées. Ce présent document a été produit à titre d'information seulement et, en tant que tel, les vues contenues dans ce document ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement. Les avis exprimés sont valables à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés sans aucune référence ou notification. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération lors du choix d'un produit ou d'une stratégie. La valeur des placements et leurs revenus peuvent diminuer ou augmenter et ne sont pas garantis, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant investi. Les taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur d'un investissement. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue du pricing et une liquidité réduite du marché.

Les investissements alternatifs peuvent être spéculatifs et ne conviennent pas à tous les investisseurs. L'investissement dans des actifs alternatifs s'adresse uniquement aux investisseurs expérimentés et avertis qui sont disposés à et capables de supporter les risques économiques élevés induits par un tel investissement. Les investisseurs doivent examiner attentivement les risques potentiels et les prendre en considération avant d'investir. Parmi ces risques figurent les suivants : (a) Perte de la totalité ou d'une partie substantielle de l'investissement ; (b) Manque de liquidité en l'absence de marché secondaire pour les participations dans le Fonds et dans la mesure où aucun marché ne devrait se développer avant une introduction en bourse ; (c) Volatilité des performances ; (d) Restrictions sur le transfert des participations ; et (e) Manque potentiel de diversification et risque plus élevé résultant de la concentration dans un ou plusieurs secteurs, industries, pays ou régions.

Ce document ainsi que les avis et opinions qu'il contient 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. Les opinions et les déclarations relatives aux tendances des marchés financiers, qui reposent sur les conditions de marché en vigueur, constituent notre jugement à la date du présent document. Elles sont considérées comme étant exactes au moment de la rédaction du présent document, mais Muzinich ne saurait toutefois garantir leur exactitude et décline toute responsabilité en ce qui concerne toute erreur ou omission. 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. La gestion des risques intègre un effort de contrôle et de gestion, mais n'implique pas un risque faible ou nul.

Ce document de recherche contient des déclarations prospectives concernant les prévisions actuelles relatives à l'activité et aux performances futures du Fonds. Aucune personne n'a pour mission ou obligation de mettre à jour ces prévisions afin de refléter des événements ou des circonstances intervenant après la date de publication, ou pour prendre en compte des événements inattendus. Muzinich ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, concernant les informations contenues dans le présent document (y compris, entre autres, les informations obtenues auprès de tiers), et décline toute responsabilité reposant sur ou liée auxdites informations ou aux erreurs ou omissions dans le présent document ; reposant sur ou liée à l'usage par le destinataire (ou l'usage fait par l'un de ses représentants ou l'une de ses sociétés affiliées, ou toute autre personne) du présent document ; ou reposant sur tout autre message écrit ou verbal transmis au destinataire ou l'un de ses représentants ou l'une de ses sociétés affiliées pendant le processus d'évaluation de Muzinich.

États-Unis : Ce document est réservé à l'usage des investisseurs institutionnels et ne doit pas être distribué aux investisseurs privés. Muzinich & Co, Inc. est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC). Le fait que Muzinich & Co, Inc. soit un conseiller en investissement enregistré auprès de la SEC n'implique en aucun cas un certain niveau de compétence ou de formation ou une quelconque autorisation ou approbation par la SEC.

Publié dans l'Union européenne par Muzinich & Co. (Irlande) Limited, qui est autorisée et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. Enregistré en Irlande sous le numéro 307511. Siège social : 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Irlande. Publié en Suisse par Muzinich & Co. (Suisse) AG. Enregistré en Suisse sous le numéro CHE-389.422.108. Siège social : Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Suisse. Publié à Singapour et à Hong Kong par Muzinich & Co. (Singapour) Pte. Limited, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Enregistré à Singapour sous le numéro 201624477K. Siège social : 6 Battery Road, #26-05, Singapour, 049909. Dans toutes les autres juridictions (exceptés les États-Unis), ce document est publié par Muzinich & Co. Limited, autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social : 8 Hanover Street, Londres W1S 1YQ, Royaume-Uni. 0202 0176 7888

www.muzinichprivate.com

info@muzinich.com