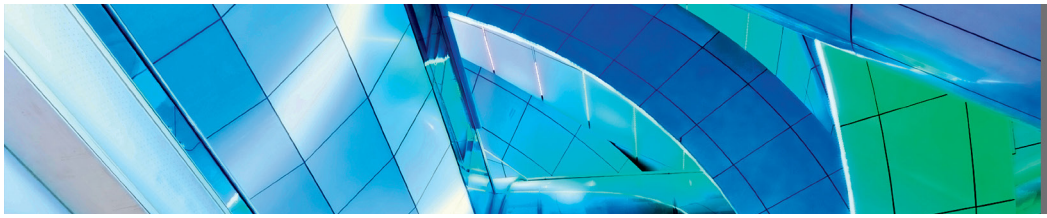
SYZ ASSET MANAGEMENT



FOCUS

Mars 2019

ARRÊTE-MOI SI TU PEUX

EN BREF

Dans cette édition de Focus, nous examinons de plus près les caractéristiques des marchés mondiaux du crédit du point de vue fondamental, technique et des valorisations, de même que leurs rendements potentiels pour 2019, et exposons pourquoi nous privilégions les obligations européennes à haut rendement et les obligations subordonnées.

Michalis Ditsas
Head of Investment Specialists

«Les marchés mondiaux du crédit ont commencé l'année en fanfare, les investisseurs accueillant favorablement le ton de plus en plus accommodant des banques centrales et l'amélioration des valorisations de cette classe d'actifs qui reste caractérisée par de solides fondamentaux.»

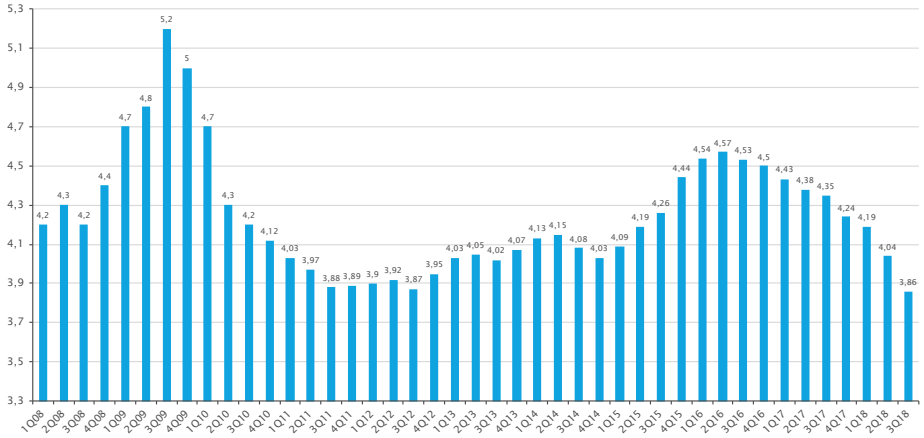
Exactement comme dans le film biographique *Arrête-moi si tu peux*, dont le protagoniste insaisissable parvient à échapper à la police en usurpant des identités, les marchés du crédit américain et européen sont en constante mutation et offrent de nouvelles opportunités.

Les marchés du crédit ont rebondi après leur correction de décembre. En effet, les craintes d'un ralentissement de la croissance mondiale se sont atténuées, et surtout, les anticipations de hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et en Europe ont fortement diminué. Néanmoins, l'état de santé des marchés du crédit reste préoccupant pour les investisseurs soucieux des niveaux d'endettement, de l'utilisation des produits, du niveau des défauts et des prévisions de rendement pour 2019. Examinons chacun de ces aspects de plus près afin d'évaluer les opportunités offertes par le crédit actuellement:

Le niveau d'endettement des entreprises américaines émettrices d'obligations à haut rendement, qui est en baisse depuis neuf trimestres consécutifs et a même atteint ses plus faibles niveaux depuis la fin de la crise, brosse un tableau positif pour les fondamentaux de cette classe d'actifs. Plus précisément, l'endettement a diminué pour s'établir à 3,86x au troisième trimestre 2018, contre 4,04x au deuxième trimestre de la même année, et même 4,57x au deuxième trimestre 2016, son niveau le plus élevé depuis la fin de la crise.

En ce qui concerne le segment obligataire à haut rendement européen, l'endettement a augmenté pour s'inscrire à 4,2x, avec une hausse de 0,5x pendant le premier semestre 2018, ce qui reste inférieur au record historique de 5,4x qui avait été atteint au plus fort de la crise financière. Cette situation s'explique toutefois en grande partie par les changements intervenus dans la composition du marché. 2018 a compté davantage d'étoiles montantes (d'entreprises qui ont accédé à la catégorie *investment grade*) que d'anges déchus (de titres déclassés dans la catégorie du haut rendement), avec une différence en volume d'approximativement EUR 15 milliards au profit des étoiles montantes. Par ailleurs, il y a actuellement sur le marché européen du haut rendement quelque EUR 94 milliards d'obligations notées un cran en dessous d'*investment grade*, soit 34,5% du marché. Cela signifie que les entreprises peu endettées sont en train de quitter le marché européen du haut rendement.

Baisse significative de l'endettement

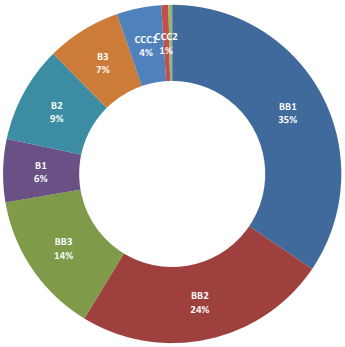


Source: AM, JP Morgan
Données au: 20 décembre 2018

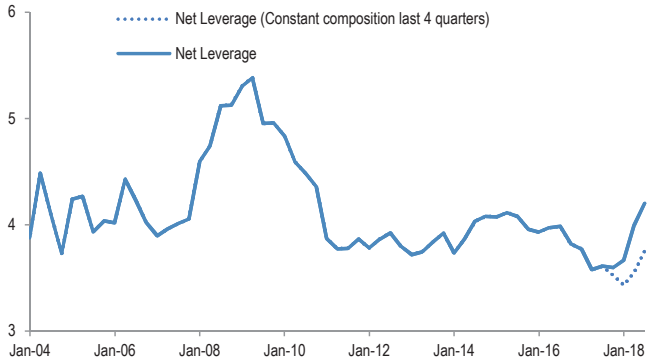
SYZ Asset Management
info.syzam@syzgroup.com - www.syzassetmanagement.com

Réservé aux investisseurs professionnels, qualifiés et institutionnels
Nous vous recommandons de lire l'intégralité des mentions légales

Composition du marché européen du haut rendement et niveaux d'endettement



Source: Bloomberg
Données au: 1er février 2019



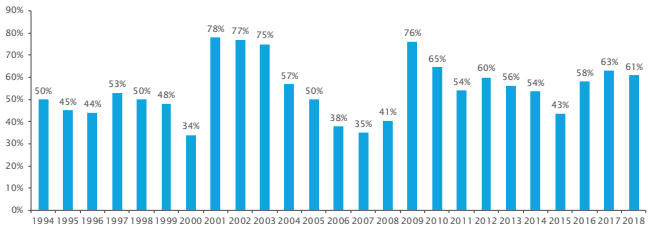
Source: JP Morgan, Bloomberg
Données au: 1er février 2019

Les **taux de défaut** restent limités et ne devraient pas augmenter significativement. Celui des obligations à haut rendement libellées en euros et en livres sterling n'était que de 1,0% sur l'année 2018, ce qui est inférieur à la moyenne à long terme de 1,5% environ. Sur le marché du haut rendement américain, le taux de défaut pondéré par la valeur nominale est ressorti à 1,81% (1,08% en excluant iHeart), en hausse de 1,28% à la fin de 2017, mais reste faible comparé à la moyenne à long terme de 3,5% environ. Il est également important de noter que les prévisions pour 2019 restent modestes, avec un taux compris entre 1% et 2% pour l'Europe et les Etats-Unis.

Les **taux de couverture des intérêts** s'améliorent, ce qui suggère que les entreprises n'éprouveront pas de grande difficulté à assurer le service de leur dette puisqu'elles se sont en grande partie refinancées grâce à des prêts bon marché. Aux Etats-Unis, le taux de couverture a progressé pour s'établir à 4,9x au troisième trimestre 2018, qui marque le septième trimestre de hausse consécutif depuis le seuil de 4,0x enregistré au quatrième trimestre 2016. En Europe, sur la même période, le taux de couverture est ressorti légèrement supérieur à 6x, un niveau qui n'avait plus été atteint depuis 2005.

Les **rachats d'actions** ont défrayé la chronique, surtout aux Etats-Unis, avec des dépenses record de près d'USD 750 milliards en 2018. A l'évidence, le contexte de faible croissance et de confiance des ménages en berne qui prévaut depuis quelques années a contribué à ce résultat. Plus important encore, ces rachats ont été dopés par les rapatriements de liquidités détenues à l'étranger, si bien que dès le début de 2018, les prévisions de rachats s'élevaient à plus d'USD 800 milliards, ce qui s'est pleinement concrétisé à la fin de l'année. Mais ce qu'il faut souligner, c'est que le produit de la dette reste utilisé avant tout à des fins de **refinancement**, qui représente 61% des activités d'émission, contre 21% pour le financement d'acquisitions et 15% pour les activités générales des entreprises.

Les activités de refinancement restent élevées



Source: JP Morgan
Données de: décembre 2018

La **demande** en obligations à haut rendement s'est maintenue en 2019, avec une collecte d'USD 10,2 milliards de dollars pour les fonds américains (dont USD 4,9 milliards pour les ETF), et d'EUR 1,4 milliard d'euros pour les fonds européens (au 1er mars 2019), ce qui reflète le sentiment de marché positif qui régnait au début de l'année. Les conditions de marché favorables pourraient faire augmenter l'offre de nouvelles émissions cette année, mais cela aura pour effet d'offrir aux investisseurs des opportunités de placement et donc d'accroître la liquidité totale.

Valorisations. Les marchés du crédit ont bien débuté l'année, avec des valorisations bien meilleures que celles de début 2018. Les spreads se sont resserrés depuis le 1er janvier, ce qui a permis aux investisseurs de générer des performances totales positives impressionnantes sur les segments *investment grade* et du haut rendement. Dans la mesure où l'effet de portage contribue positivement à la performance totale et où les spreads restent bien supérieurs aux moyennes de 2018, les marchés du crédit devraient afficher une performance positive en 2019. De fait, comme les prévisions concernant le rendement des emprunts d'Etat à 10 ans n'ont pas évolué, il ne serait pas déraisonnable de tabler sur une performance totale de plus de 10% pour les obligations américaines à haut rendement et de plus de 7% pour les obligations européennes à haut rendement et les obligations subordonnées.

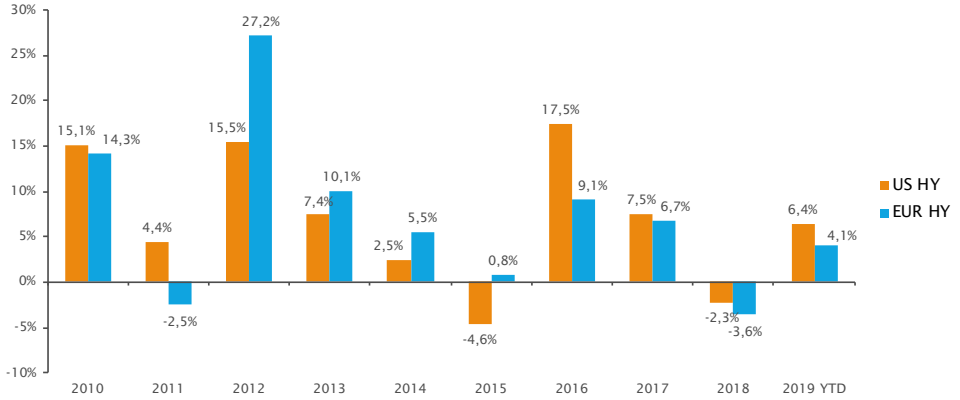
Caractéristiques des marchés du crédit

Index	Duration (yrs)	(bps) 31/12/18	(bps) 5/03/19	spread (bps)	Yield (%)	2019 Total Return (%)
US HY	3.76	534	390	363	6.58	6.35
Europe HY	3.52	506	393	349	3.65	4.13
US IG	7.00	160	127	117	3.98	2.46
Europe IG	5.04	154	128	109	1.03	1.74
COCO Index	3.07	482	384	360	5.6	5.35

Source: Bloomberg, BofA
Données au: 5 mars 2019

**Tickers: haut rendement américain=HUC0, haut rendement européen=HE00, investment grade américain=C0A0, investment grade européen=ER00, indice CoCo=C0C0*

Performances historiques des marchés du haut rendement américain et européen



Source: Bloomberg
Données au: 5 mars 2019

Conclusion

Au début de 2019, le marché du crédit dans son ensemble a largement bénéficié du ton accommodant de la Fed et de la BCE, ainsi que de l'amélioration rapide des cours pétroliers et boursiers. La croissance économique reste certes un obstacle, mais en l'absence de récession – ce qui correspond à notre scénario de base –, les difficultés nous semblent insuffisantes pour avoir un impact négatif significatif sur les fondamentaux. Nous restons optimistes à l'égard du crédit, et en particulier à l'égard du marché du haut rendement européen et des obligations subordonnées, qui affichent une composition et des caractéristiques de rendement favorables. Les investisseurs auront plus de facilité à «attraper» des rendements positifs s'ils observent de près les caractéristiques constructives de cette classe d'actifs.

Toute référence à SYZ Asset Management dans le présent document promotionnel doit être interprétée comme une référence à l'une ou plusieurs des personnes morales mentionnées ci-dessous, selon que la juridiction et le support spécifiques dans lesquels le document promotionnel est publié sont: SYZ Asset Management (Europe) LTD, SYZ (France) SASU, SYZ Asset Management (Luxembourg) SA ou SYZ Asset Management (Switzerland) Limited. La présente publication n'est réalisée qu'à des fins d'information et ne constitue ni un document contractuel, ni une offre ou une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque investissement ou autre produit financier. L'analyse développée dans ce document repose sur de nombreuses hypothèses. Le recours à des hypothèses différentes pourrait entraîner des résultats sensiblement différents. Toute opinion exprimée n'est valable qu'à la date de sa publication et peut être à tout moment révisée sans avertissement préalable. Toutes les informations et opinions exposées dans ce document ont été obtenues de sources réputées fiables et de bonne foi, mais il n'est fourni aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. SYZ Asset Management décline toute responsabilité quant aux éventuels pertes ou dommages de toute nature résultant de l'utilisation du présent document. La reproduction et la distribution de tout ou partie du présent document sont soumises à l'autorisation préalable de SYZ Asset Management.