

## Équipe de gestion

Nicolas GOUJU

Guillaume LACROIX

## COMMENTAIRE DE GESTION

Alors même que les marchés actions ont atteint de nouveaux sommets, que les volumes d'émissions investment grade ont atteint un niveau record, que le consensus économique est constructif et que l'inflation mondiale semble sous contrôle, les primes de crédit sur le marché du High Yield sont restées stables sur le mois de mars, ce qui s'est traduit par une performance totale de +0,4 % en mars, soit +1.80% depuis le début d'année. SFR, Ardagh, Intrum ont rappelé que la classe d'actif devait s'accommoder du risque idiosyncratique. Ainsi, les BB ont été la seule partie du marché à se resserrer ; les CCC se sont élargis sans surprise. Focus sur les risques de ce mois de mars : Altice (CCC+/Caa1) , qui détient notamment SFR en France, demande à ses créanciers obligataires de prendre leur part dans le désendettement. Patrick Drahi a menacé de ne pas utiliser au désendettement du groupe, les produits de cessions, comme la partie média de SFR (vendu 1,55 milliard d'euros à CMA-CGM), si les crédeteurs n'acceptaient pas de lui échanger ou de lui vendre leurs obligations, à un prix décoté. Le spécialiste du recouvrement de créances Intrum (B- watch neg/ Caa1 watch neg) doit également restructurer sa dette, ce qui pourrait avoir d'autres conséquences. L'avenir compromis de ses activités pourrait en effet inquiéter les banques qui comptent dessus pour recouvrer les créances et/ou soulager leurs bilans d'un certain nombre de prêts non performants. Ardagh Group (CCC+/Caa1), un des leaders mondiaux des solutions d'emballage, est pris de court sur son refinancement alors que sa situation financière semble difficile à restaurer tant de façon organique (après la forte baisse de son Ebitda au T423 -26% et des perspectives peu enthousiastes qui tombent mal) que par la cession des filiales, se voyant inquiété d'une probable restructuration. L'une des conséquences de l'augmentation de ces risques idiosyncratiques sur de grosses entreprises est leur impact bien plus étendu sur les portefeuilles des investisseurs, et potentiellement aussi sur les taux de défaillance. En effet, les émetteurs les plus importants se retrouvent de facto dans les indices iTraxx Crossover et leur défaut impactera à coup sûr les portefeuilles des gestions passives et pourrait également se retrouver chez un grand nombre de gestionnaires actifs. Une autre conséquence de ce type de défaut est que si SFR devait se restructurer cette année, les prévisions de taux de défaut à 3% seraient probablement trop basses, puisque ce crédit spécifique représente déjà à lui seul 1,5% du marché. Néanmoins et à ce jour, il n'y a eu aucun défaut en 2024, contre 10,1 milliards d'euros de défauts en 2023 à la même date. Ces risques idiosyncratiques n'ont absolument pas freiné l'appétit des investisseurs, avec près d'1,2% de collecte des actifs sous gestion ; les flux de fonds sont positifs pour le cinquième mois consécutif. Coté primaire, il y a eu 11,3 milliards d'euros d'émission, soit le niveau le plus élevé depuis octobre 2021, avec la première transaction d'Eutelsat (Ba3/B+) depuis qu'il est devenu un acteur du marché High yield : 600M€ 9.75% sur du 5 ans, et deux émissions d'entreprise : les opérateurs télécom britannique British Télécom (750M€5.125% Perp NC5 ans / Ba1/BB+) et espagnol Telefonica (1.1MM€ 5.752% Perp. NC7 Ans / BB+) sans oublier les entreprises françaises comme Fnac (550M€ 6% à 5 ans / BB+), Nexans (350Me 4.25% à 6 ans / BB+), Plastic Omnium (500M€ 4.875% à 5 ans / BB+) Le mois de mars a vu 16,1 milliards d'euros de Rising Stars, c'est-à-dire des entreprises qui ont amélioré leur profil de risques et qui sont sorties du marché High Yield : les titres subordonnés de la banque italienne Banco BPM, l'opérateur d'infrastructures de télécom Cellnex, les émissions hybride de British American Tobacco, ou encore Rolls-Royce, contre 5,3 milliards d'euros de Fallen Angels (l'inverse !) : la foncière allemande Alstria et les supermarchés Auchan (Elo).