

NEWSLETTER

High Yield

Novembre 2021

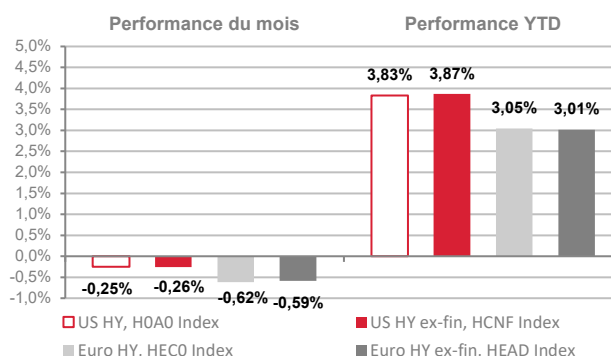
L'aversion au risque s'est poursuivie en octobre avec les inquiétudes d'inflation prolongée et de ralentissement de la croissance mondiale. Les marchés High Yield, en particuliers les secteurs cycliques et notations spéculatives, ont été impactés et affichent des performances négatives. Toujours soutenus par des taux de défaut bas, le crédit High Yield pourrait aussi être rassuré par le discours des banques centrales attendu début novembre.

Faits marquants du mois

> Performances

En octobre, la performance du High Yield a été négative (Euro HY: -0,59% ; US HY: -0,26%), malgré un léger resserrement de *spread* (HY Euro : -3bp, HY US : -6bp). Le HY Euro sous-performe. L'évolution des taux courts (+17bp pour le taux 5 ans allemand), face à une inflation en hausse et la perspective de la diminution des programmes d'achat des banques centrales, a pénalisé les actifs obligataires.

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD

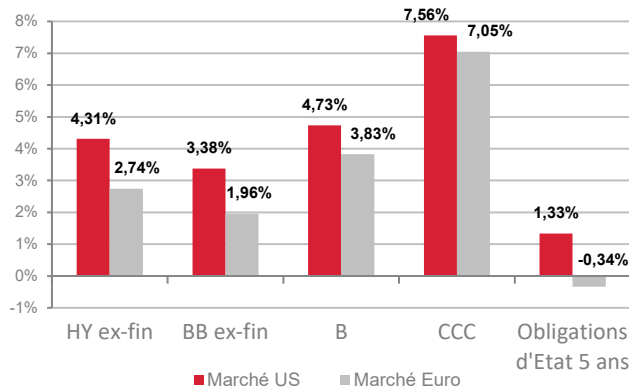


Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2021

> Segments de notation

Contrairement au mois précédent, et après une année à près de 10% de performance, les émetteurs les moins bien notés sous-performent en octobre (Euro CCC : -1,03% ; US CCC : -0,47%). BB et B délivrent des performances relativement similaires, les BB étant pénalisés par des taux en hausse et les B par un écartement de *spreads* (BB Euro: -0,54%, B Euro: -0,64%, BB US: -0,29%, B US: -0,23%)

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2021

AVERTISSEMENT - Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.

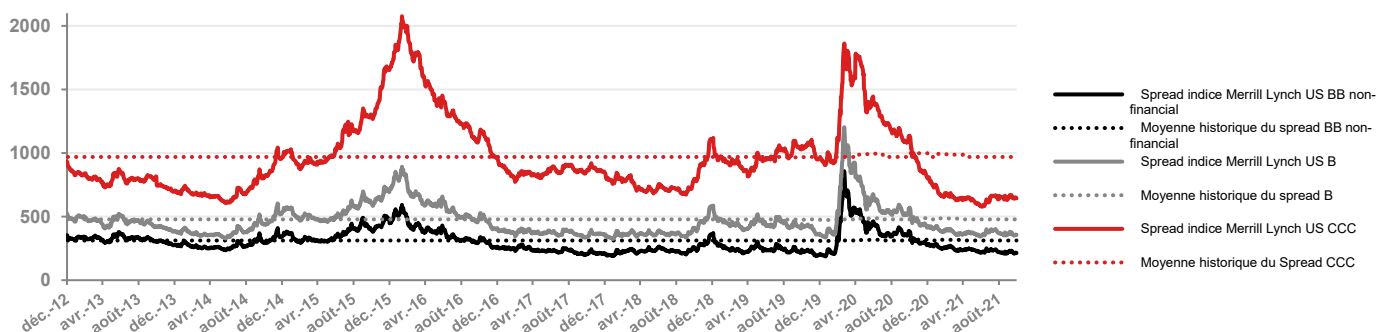
> Secteurs

Le secteur de l'énergie est celui qui a le mieux performé en octobre, porté par un prix du baril à près de 84\$ à la fin du mois (contre 75\$ fin septembre). A l'inverse, le secteur des industries de base (la chimie notamment), consommateur de produits pétroliers a souffert. Le secteur non-cyclique des télécoms, plus long en durée et plus sensible aux taux, a sous-performé. En Europe, le secteur de la distribution a été pénalisé par les performances de Picard et Casino.

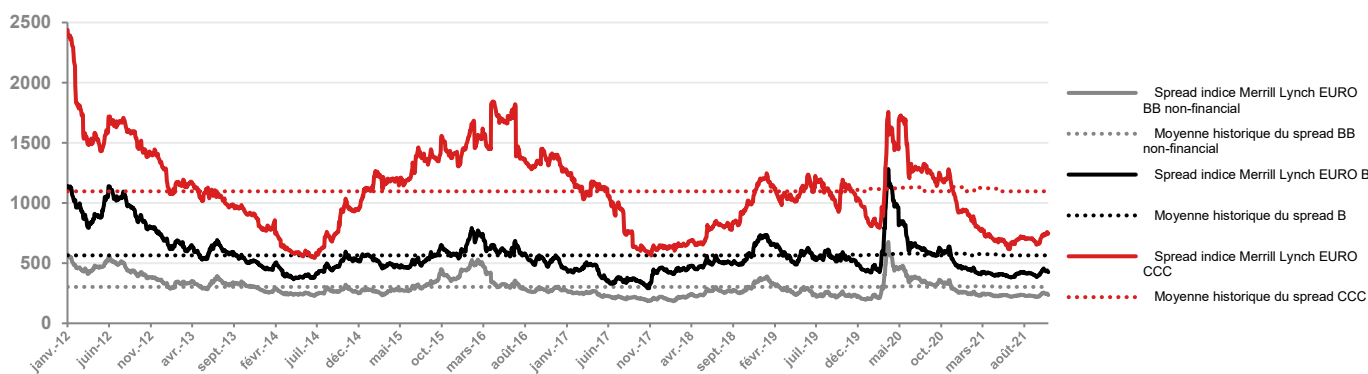
> Marché primaire

En Europe, un peu plus de 8 Mds d'euros ont été émis sur le marché primaire ; moins que le mois précédent (13 Mds d'euros) compte tenu d'un marché agité lors des 2 premières semaines. Aux US, 35 Mds d'USD ont été émis (30 Mds d'USD en septembre). Citons notamment Iliad venu financer sa sortie de la cote pour un total de 3.6Mds d'Euros (1,9 Mds d'Euros et 2,1 Mds d'USD). Carnival a aussi émis 2 Mds d'USD avec un taux de 6%, contribuant à refinancer l'obligation à 11,5% de coupon émise au cœur de la crise du Covid-19.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



> Taux de défaut et évolution du gisement

Nous ne comptons aucun défaut sur le marché High Yield Euro comme sur le marché High Yield US, pour le 3^{ème} mois consécutif.

Il n'y a pas eu de Fallen Angel en Europe ni aux USA, Standard & Poors a amélioré la notation de Netflix de 2 crans, passant de BB+ à BBB, et le groupe de négoce Louis Dreyfus d'une note à BBB-. Ces émetteurs sortent de nos indices et sont donc les 2 rising stars que nous comptons ce mois-ci.

AVERTISSEMENT - Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.



NOTRE STRATÉGIE

Édouard Faure, Responsable de la gestion High Yield

« Le secteur de l'énergie a été porté par la hausse du prix du baril. »

1. Stratégie High Yield

- > Après avoir touché un point bas mi-octobre, les marchés High Yield ont rebondi mais terminent tout de même en territoire négatif. L'augmentation des coûts des matières premières, l'inflation plus durable qu'attendue et le risque de stagflation sont autant de raisons qui ont dégradé le sentiment des investisseurs. Les notations les plus spéculatives ont logiquement sous-performé dans un environnement averse au risque. Le segment BB n'a pas non plus été épargné, entraîné par la hausse des taux d'Etats.
- > Porté par une hausse du prix du pétrole et du gaz, et étant le plus gros secteur de l'indice US HY (15% contre 5% dans l'indice High Yield Euro), le secteur de l'énergie a permis au marché High Yield US de surperformer le marché High Yield Euro.
- > Nous avons eu deux Rising Stars dans nos portefeuilles ayant contribué positivement à la performance : le groupe Netflix et la société de négoce de matières premières agricoles Louis Dreyfus.
- > Dans ce contexte, nous avons profité de l'écartement des taux d'Etats pour augmenter nos investissements dans le segment BB Euro (Cellnex, Repsol, Wintershall...). L'émission d'Iliad, venue avec une prime importante, a entraîné un ajustement des prix du secteur des télécommunications. Nous en avons profité pour augmenter nos investissements au sein de ce secteur (Iliad, Telefonica). Enfin nous avons investi une partie de nos liquidités via le marché primaire afin de profiter des primes offertes et de soigner la diversification de nos portefeuilles (Burger King, Séché, Cerba...).

2. Taux de défaut bas même si la croissance ralentit

- > Les taux de défaut anticipés pour l'année 2022 sont très bas. Les agences de notations prévoient un taux de défaut pour les obligations High Yield inférieur à 2% (dans leur scénario central) et les banques anticipent des niveaux autour de 1%, voire inférieurs à 1% pour les plus optimistes d'entre elles. Qu'en est-il de l'évolution des taux de défaut en cas de ralentissement de la croissance ?
- > Dans ses projections, Moody's présente un scénario pessimiste. Afin d'établir le taux de défaut associé, l'agence de notation anticipe un doublement du taux de chômage d'ici à fin 2022 ainsi que des primes de risque High Yield oscillant entre 800 bp et 1300 bp pour toute l'année 2022 (contre 320 bp aujourd'hui). Cela signifierait qu'on serait face à une crise d'une ampleur bien plus importante que celle du Covid-19 et même plus grave que celle de 2008. Dans ce scénario très stressé, les taux de défaut s'élèveraient à 7% soit légèrement supérieurs à ceux de mars 2020 et bien inférieurs à ceux de 2008 (13%).
- > De son côté, Barclays a réalisé des anticipations de défauts dans un cas pessimiste beaucoup plus réaliste que celui de Moody's. En effet, la banque prend comme hypothèses : une prolongation des problèmes d'approvisionnement pour l'année 2022, un ralentissement de l'économie chinoise et un fort ralentissement de l'économie européenne à 2% (contre 4,5% anticipé aujourd'hui). Selon leur modèle les taux de défaut n'augmenteraient qu'à hauteur de 2% (contre 1% dans leur scénario central).
- > Ces données de taux de défaut bas pour l'année 2022, même dans un scénario pessimiste, sont positives pour le marché de crédit High Yield.

FOCUS *sur un émetteur*

ILIAD HOLDING

Iliad est un opérateur télécom offrant des services de téléphonie fixe et mobile. Il revendique 43 M de clients dans 3 pays : France (20 M), Pologne (15 M) et Italie (8 M). Le groupe réalise 7,4 Mds d'euros de chiffre d'affaires. Par ses acquisitions et une politique agressive sur les prix, Iliad est devenu un acteur européen important : en France, Iliad est le 3^{ème} opérateur mobile et le 2^{ème} fixe (dont près de la moitié est connectée à la fibre). La société n'était présente que sur le BtoC jusque récemment. En Pologne il est 1^{er} sur le mobile après l'acquisition de Play en fin d'année dernière et 3^{ème} sur le fixe avec l'acquisition récente de UPC Pologne. En Italie, Iliad est devenu en 3 ans et sans faire d'acquisition, le 4^{ème} opérateur mobile en termes de parts de marché (10,1%). Cela s'est fait au prix de forts investissements qui continuent de peser sur les cash flows même si l'EBITDA après lease est enfin légèrement positif en Italie. Les KPI sont bons en France grâce à la bascule de nombreux clients vers la fibre et la 4G/5G, qui grève cependant la génération de cash (pendant encore 2 ans le temps que l'essentiel des clients soient 'upgradés'). La stratégie consiste à lancer le BtoB en France, lancer une offre fixe en Italie et consolider l'acquisition du cablo-opérateur UPC Pologne au sein de l'opérateur mobile Play. Après Patrick Drahi avec Altice, c'est au tour de Xavier Niel de retirer Iliad de la cote profitant des faibles valorisations actions des opérateurs télécom en Europe. Le financement se fait par l'émission d'obligations notées B/B+/BB-, au niveau d'Iliad Holding pour 3,6Mds d'euros et via des cessions d'actifs (cession de 30% et 40% des tours qu'Iliad opère en France et en Pologne) pour 1,3 Mds d'euros.



Points forts

- > Les succès commerciaux en Italie et en France, alors que les opérateurs « historiques » peinent.
- > L'amélioration des marges dans son principal marché (France) et l'Ebitda après lease enfin positif en Italie.
- > Iliad devrait profiter de la possibilité d'offrir des offres convergentes (fixe/mobile) en Italie et en Pologne. Le développement de l'offre fixe en Italie ne devrait pas trop peser sur les Capex, car Iliad ne compte pas développer son propre réseau.



Points faibles

- > Levier important à 4,3x après la cession d'actifs avec peu de possibilité de deleveraging.
- > Des FCF qui ne devraient pas être positifs avant 2023, compte tenu de Capex élevés en France (>30% du chiffre d'affaires) et en Italie (environ 55% du CA).
- > Une grosse dépense liée à l'acquisition de fréquences en Italie aura lieu en 2022, à hauteur de près d'1 Mds d'euros. Cela, entre autres, pourrait pousser la société à réémettre des obligations.

À PROPOS DE Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 160 ans d'expérience dans la gestion des actifs du groupe Swiss Life. Ce lien étroit avec l'assurance conditionne sa philosophie d'investissement qui a pour principal objectif d'avoir une approche responsable des risques. Ainsi, nous créons le socle permettant à nos clients de planifier leurs investissements de manière sûre et à long terme, en toute liberté de choix et confiance financière. Cette approche qui a fait ses preuves permet également à des clients tiers basés en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg et en Grande-Bretagne de bénéficier des services proposés par Swiss Life Asset Managers.

Au 30 juin 2021, Swiss Life Asset Managers gère 250,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 90,2 milliards d'euros de placements pour des clients tiers. Swiss Life Asset Managers est également un gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 250,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 74,6 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers assure la gestion de biens immobiliers via ses filiales Livit et Corpus Sireo pour 26,4 milliards d'euros.

Au 30 juin 2021, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 100,9 milliards d'euros de biens immobiliers. Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 400 collaborateurs en Europe.

¹ Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2020)

Avertissement

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'article 4 de la LSFIn qui reprend les directives de MiFid. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une incitation à effectuer un placement. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Managers France. La responsabilité de Swiss Life Asset Managers France ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations.

Retrouvez toutes nos publications sur www.swisslife-am.com

Nous contacter :

En France : service.clients-securities@swisslife-am.com

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

En Suisse : info@swisslife-am.com

Toutes les informations et opinions exprimées dans ce document peuvent faire l'objet de modifications. Les informations relatives aux sociétés cotées n'ont pour but que d'informer les souscripteurs sur les participations des portefeuilles et ne doivent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente. Elles n'engagent nullement Swiss Life Asset Managers France en termes de conservation des titres cités au sein des portefeuilles. Tout investisseur potentiel doit prendre connaissance du DICI et du prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription. Ces documents sont disponibles gratuitement sous format papier ou électronique, auprès de la Société de Gestion ou son représentant : Suisse : Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, P.O. Box 2831, 8002 Zürich ; France : Swiss Life Asset Managers France, 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris ou sur le site fr.swisslife-am.com. Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 31/10/2021. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

Swiss Life Asset Managers France

Société de Gestion de portefeuille

GP-07000055 du 13/11/2007

Société anonyme à Directoire et Conseil de

Surveillance au capital de 671.167 Euros

Siège social : Tour la Marseillaise, 2 bis, boulevard

Euroméditerranée, Quai d'Arenc 13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré 75001

Paris



SwissLife
Asset Managers