

NEWSLETTER

High Yield

Mars 2022

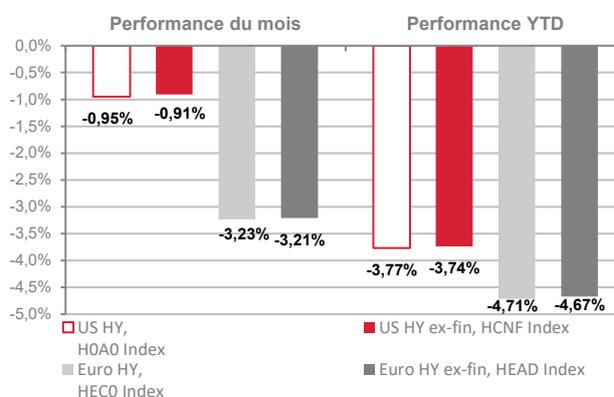
Il y a différents scénarios sur l'évolution du conflit et ses impacts sur les marchés. Cette guerre a provoqué deux effets néfastes pour les marchés : une instabilité géopolitique pouvant impacter la croissance mondiale et une flambée des prix des matières premières (blé, gaz, pétrole) renforçant les pressions inflationnistes déjà présentes. Les marchés ont donc logiquement corrigé au mois de février, particulièrement en Europe où les risques se concentrent.

Faits marquants du mois

> Performances

Les performances du mois de février sont de nouveau en territoire négatif. La concentration des risques géopolitiques dû au conflit opposant la Russie à l'Ukraine en Europe, le HY Euro (-3,92%) a largement sous-performé le HY US (-0,92%).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD

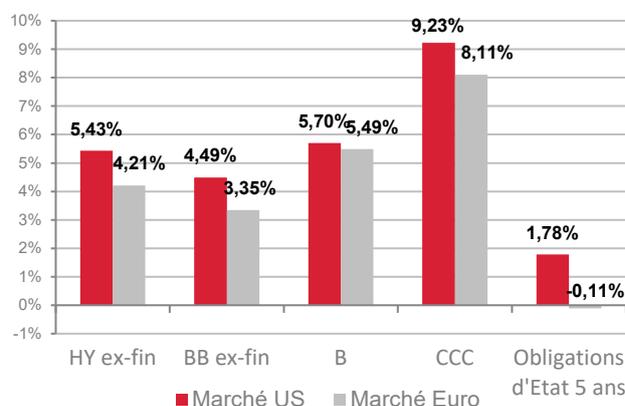


Source: Swiss Life Asset Managers – 28.02.2022

> Segments de notation

Nous n'avons pas observé de claire hiérarchie dans la performance par segment de notation, celle-ci a été relativement homogène. Impactés par la forte hausse des taux souverains en Europe et aux US, les BB ont sous-performé (BB Euro : -3,46% ; BB US : -0,99%). Les CCC sont les moins bons performeurs après les BB (CCC Euro : -3,31% ; CCC US : -0,97%). Les B ont, eux, légèrement moins soufferts (B Euro : -2,85% ; B US : -0,83%).

YIELD TO WORST*



Source: Swiss Life Asset Managers – 28.02.2022

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.

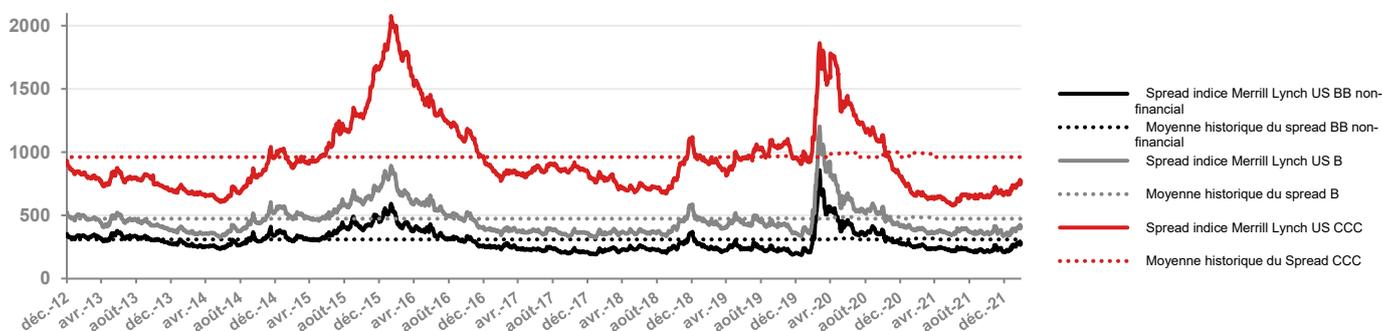
> Secteurs

Les secteurs qui ont une durée longue (télécom, utility) ont le plus souffert. Les secteurs liés à la réouverture post-Covid-19 ont surperformés notamment le tourisme, le commerce de détail ou encore les services. Enfin, le secteur de l'énergie en Europe est le plus grand perdant puisqu'un certain nombre d'émetteurs de ce secteur est exposé à la Russie et à l'Ukraine (Gazprom, Wintershall, Naftogaz Ukraine).

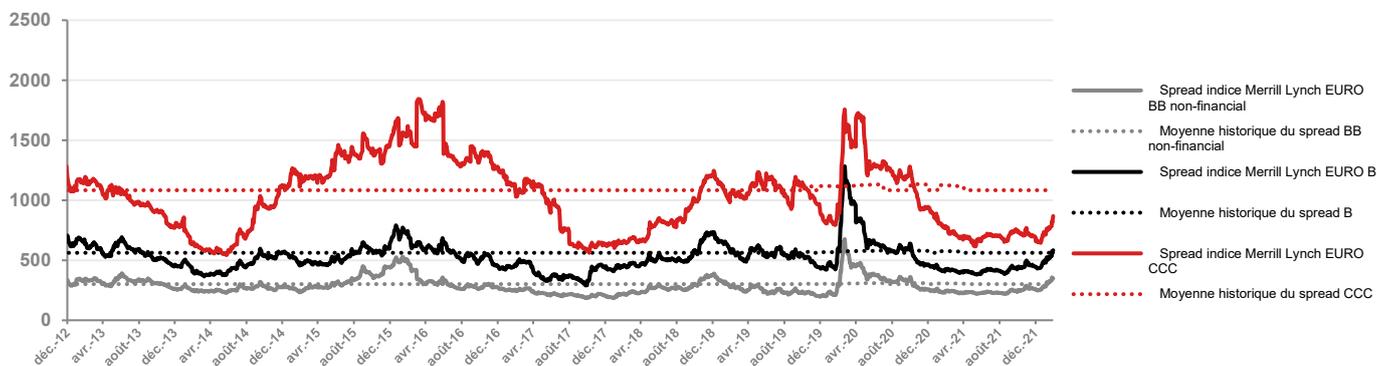
> Marché primaire

L'activité sur le marché primaire fut quasi nulle en février. Moins de 3Mds € ont été émis sur le marché HY Euro et un peu plus de 11Mds \$ aux US. En Europe, citons le refinancement du français Loxam et la société de service aérien (fret et commercial) World Flight Services qui a émis en Euro et en USD. Outre cette dernière, côté américain, Twitter a placé 1Mds \$ d'obligations. De même pour la société de croisière Norvégienne NCL qui a réussi à émettre 1,6Mds \$.

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 HY Euro comme sur le marché High Yield US, pour le 7^{ème} mois consécutif. Nous ne comptons pas de *fallen angel* non plus.

Il y a eu 4 *rising stars* côté US : l'opérateur de pipelines Targa Resources pour 6,5Mds \$ d'obligations, la chaîne de magasins Macy's et deux plus petites sociétés Veon et Mastec. Il n'y en a pas eu de *rising star* en Europe.

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

« Les rendements du High Yield sont attractifs. »

1. Stratégie High Yield

- > Après un tel mois de janvier, une consolidation des marchés en février aurait pu être attendue. L'exact opposé est arrivé ! Tout d'abord, les pressions inflationnistes se sont accrues en début de mois entraînant les taux souverains à des niveaux plus vus depuis fin 2018 – début 2019 (Bund 10y : +0,30% et Treasury 10y : 2,05%). Les titres les plus sensibles aux taux (émetteurs BB et/ou longues durations) en ont souffert. Enfin, la guerre en Ukraine a provoqué une instabilité géopolitique inédite. Le prix des matières premières a bondi renforçant les pressions inflationnistes, la volatilité s'est accrue tout comme le risque d'une croissance mondiale plus faible qu'attendue.
- > Les émetteurs High Yield US ont mieux résisté que les émetteurs européens ce mois-ci grâce à leur éloignement géographique du théâtre de guerre mais aussi grâce au secteur de l'énergie (plus gros secteur de l'indice High Yield américain) porté par la hausse du prix du pétrole. La sensibilité au taux du segment BB a entraîné leur sous performance. Les B et CCC n'ont pas été épargnés et ont rattrapé une partie de leur retard lorsque du début de la guerre en Ukraine. En effet, l'instabilité et les impacts sur la croissance ont provoqué une sous performance des titres les plus cycliques et les plus spéculatifs.
- > Dans ce contexte, les volumes sur le marché secondaire étaient très limités et le primaire presque inexistant. Nous sommes restés très prudents en début de mois. Les niveaux de rendement actuels nous semblent attractifs, ainsi nous avons profité des souscriptions reçues en fin de mois pour en investir une partie sur ces niveaux. Les incertitudes élevées nous poussent à garder un volant de liquidité importante. Tout écartement supplémentaire sera une opportunité d'achat intéressante au regard des rendements offerts.

2. Le High Yield face aux autres classes d'actif

- > Le conflit en Ukraine a entraîné, outre le désastre humain, un écartement des primes de risques sur le segment High Yield Euro. L'impact sur les taux devrait être limité sauf si nous entrons dans un conflit beaucoup plus intense ayant un impact substantiel sur la croissance mondiale.
- > En ce début d'année, les taux de défaut ont continué de diminuer par rapport à ceux observés en fin d'année dernière pour atteindre un niveau inférieur à 0,5%. De plus, l'écartement des primes de risque observé depuis le début de l'année n'a pas entraîné d'augmentation de la proportion de titres *distressed* (prime de risque supérieure à 1000bp). Le marché intègre donc un risque global plus important sans distinguer de candidats évidents à un défaut à court terme.
- > La proportion de titre Russe/Ukrainien dans l'indice High Yield est faible. Les émetteurs exposés à ces pays le sont en proportions limitées et les événements récents ne devraient pas les pousser à la faillite. La hausse du prix des matières premières est le principal facteur pouvant entraîner une hausse des défauts. Les secteurs les plus impactés sont l'industrie lourde, l'automobile, le transport et la construction. La plupart de ces sociétés font partie du segment BB et seulement 5% ont une notation inférieure à B-. Ces dernières, ayant une surface financière plus contrainte, pourraient avoir plus de difficultés à absorber cette hausse des prix. Cependant, elles ont mis en place des couvertures (afin de figer le prix auquel elles achètent les matières premières) et ont la possibilité de passer une partie de ces hausses à leurs clients. La probabilité de voir ces émetteurs faire défaut est donc limitée.
- > A lumière de cette analyse, et en incluant une baisse marginale de la croissance mondiale liée au conflit en Ukraine, les taux de défaut devraient légèrement augmenter en 2022 et 2023 par rapport aux niveaux initialement prévus. Si 2022 devait se situer autour de 1%, il est probable que ce taux de défaut augmente de 25 à 50bp.
- > Quel taux de défaut est anticipé par le niveau des primes de risque aujourd'hui ? La prime de risque du marché High Yield Euro est proche de 470 bp. Depuis 2015, la médiane du *spread* corrigée des pertes liées aux défauts (*excess spread*) est de 300bp. Cela implique donc une perte de 170bp (*excess spread* retranché au *spread* du marché aujourd'hui). En prenant l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 50% (proche de la moyenne historique), cela implique donc un taux de défaut de 3,4%. Celui-ci est très inférieur au 1,5% anticipé par les acteurs de marché.
- > Si le conflit reste contenu, les taux de défaut du marché High Yield Euro devraient être limités et les primes de risque offertes aujourd'hui semblent donc attractives. Pour autant la période est volatile et incertaine.

FOCUS *sur un émetteur*

WORLDWIDE FLIGHT SERVICES

Worldwide Flight Services (WFS) est un opérateur de service aéroportuaire qui est actif sur le fret (chargement, déchargement, entrepôts ...), les services au sol (gestion des engins de pistes, assistance passagers, rampes d'accès, assistance bagages) et la maintenance. Après de nombreuses acquisitions, WFS revendique la 1^{ère} place mondiale des opérateurs indépendants sur la manutention du fret. La société intervient auprès de 300 clients (avec un taux de renouvellement de 90%) dans 17 pays et 165 aéroports dont Paris (CDG), New York (JFK), Londres (Heathrow), Madrid, Francfort, Los Angeles et Hong Kong. WFS réalisait, à fin septembre 2021, 1,4 Mds€ de chiffre d'affaire pour un Ebitda ajusté de 153 M€. La société s'est tournée vers les Etats-Unis ces dernières années et 59% du chiffre d'affaires devrait y est désormais généré. En 2021, compte tenu du trafic aérien de passagers en très forte baisse par rapport à l'avant Covid-19, le fret a pris de l'importance (80% du CA à septembre 2021, contre 70% en 2018) d'autant que les volumes de frets aériens ont dépassé ceux d'avant la pandémie grâce à un parc d'avions dédiés plus important (70% contre 50% auparavant) et une augmentation du remplissage des avions au profit des marchandises. Avec la réouverture des économies qui suit la diminution des inquiétudes liées au variant Omicron, les services au sol de WFS (dont les revenus ont baissé de 34% par rapport à 2019) devraient profiter du retour des passagers.



Points forts

- > Un bon positionnement pour la réouverture des économies et la reprise du trafic aérien de passagers.
- > WFS a traversé la crise du Covid-19 sans subir d'impact majeur sur ses *cash flows* grâce, notamment, à une part importante de coûts variables et au fret, qui a pris le relais. La position de liquidité est par ailleurs solide.
- > Les actifs détenus par WFS, notamment les entrepôts situés en bordure d'aéroports, permettent de profiter des marges liées au stockage.
- > Le fret est dérégulé depuis le début des années 2000 en Europe mais les services au sol ne le sont pas encore totalement, ouvrant la possibilité de nouveaux marchés.



Points faibles

- > Le levier est important, présenté à 5,3x, et WFS a une stratégie de croissance externe qui devrait se poursuivre en 2022.
- > Les coûts de personnel représentent une partie importante des charges qui pourraient augmenter avec l'inflation et le taux d'emploi élevé aux US.
- > La réglementation de plus en plus favorable à l'ouverture des services aéroportuaires (les très gros aéroports vont bientôt être contraints d'avoir un minimum de 3 opérateurs, contre 2 actuellement, pour leurs services de manutention) peut aussi engendrer l'arrivée de nouveaux acteurs.

À PROPOS DE Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 165 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 principaux objectifs d'investir dans le cadre d'une approche responsable des risques et d'agir chaque jour dans l'intérêt de ses clients. Swiss Life Asset Managers propose également cette approche éprouvée à des clients tiers en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg, au Royaume-Uni et dans les pays nordiques.

Au 31 décembre 2021, Swiss Life Asset Managers gère 266,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 99,1 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 266,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 84 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 27,8 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2021, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 111,8 milliards d'euros de biens immobiliers.

Les clients de Swiss Life Asset Managers bénéficient de l'engagement et de l'expertise de plus de 2 500 collaborateurs en Europe.

Vie en toute liberté de choix

Swiss Life permet à chacun de mener une vie en toute liberté de choix et d'envisager l'avenir avec confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de notre expertise et de notre expérience, nous développons des solutions d'épargne et d'investissement tournées vers l'avenir. Nous accompagnons nos clients dans la réalisation de leurs objectifs d'investissement de long terme afin qu'ils puissent à leur tour prendre en compte les besoins de leurs propres clientèles et construire un avenir financier en toute liberté de choix.

¹ Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2020). Données Swiss Life Asset Managers au 31/12/2021

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.

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 30/09/2021. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

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

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'Arcen
13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré 75001



SwissLife
Asset Managers