

# NEWSLETTER

## High Yield

Avril 2022

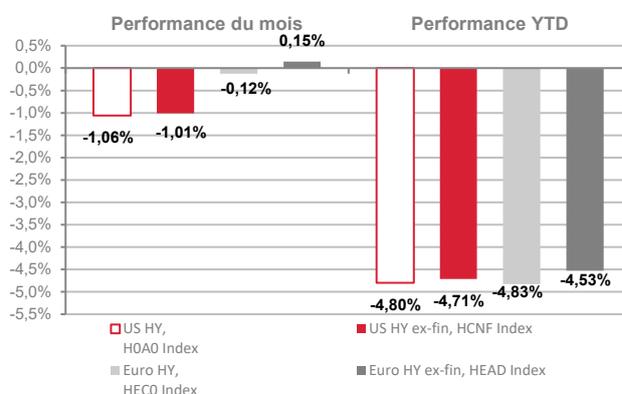
Le mois de mars confirme le changement de ton du marché : Le conflit en Ukraine accentue les pressions inflationnistes initiées par la reprise post Covid-19 sur fond d'une poursuite de flambée des prix des matières premières (blé, gaz, pétrole). Les taux ont pesé sur la performance des segments mieux notés (BB). Ce contexte d'incertitude se traduit par un marché primaire atone, les émetteurs HY ayant fait le plein de liquidité peuvent se permettre un certain attentisme face à la remontée des coûts de financement.

### Faits marquants du mois

#### > Performances

Sur le mois de mars, la performance du marché Euro a été légèrement positive (+0,15%). Les débuts des négociations Ukraine/Russie ont permis de compenser un début de mois compliqué où les primes de risque s'étaient fortement écartées, au point que celles-ci se resserrèrent de près de 40bp sur l'ensemble du mois. Le HY US a souffert (-1%) pénalisé par de plus forts mouvements de taux qu'en Europe.

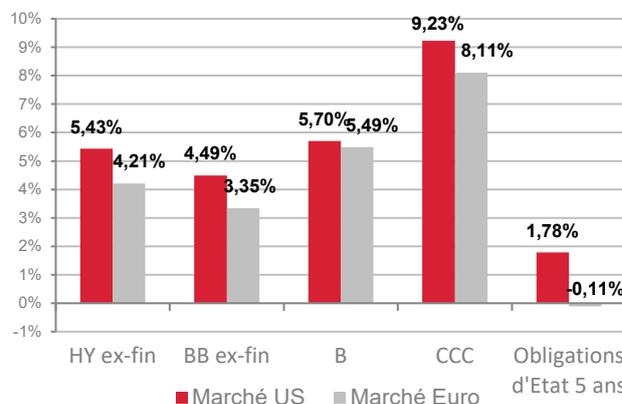
#### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



#### > Segments de notation

Les émetteurs B ont surperformé (B Euro : +0,58% ; B US : -0,68%) des 2 côtés de l'Atlantique, portés par un plus fort resserrement de primes de risque et un portage plus élevé. Par ailleurs, au cours d'un mois où la hausse des taux souverains a été très importante les émetteurs BB, plus longs en durée, ont plus souffert (BB Euro : -0,01% ; BB US : -1,17%).

#### YIELD TO WORST\*



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.

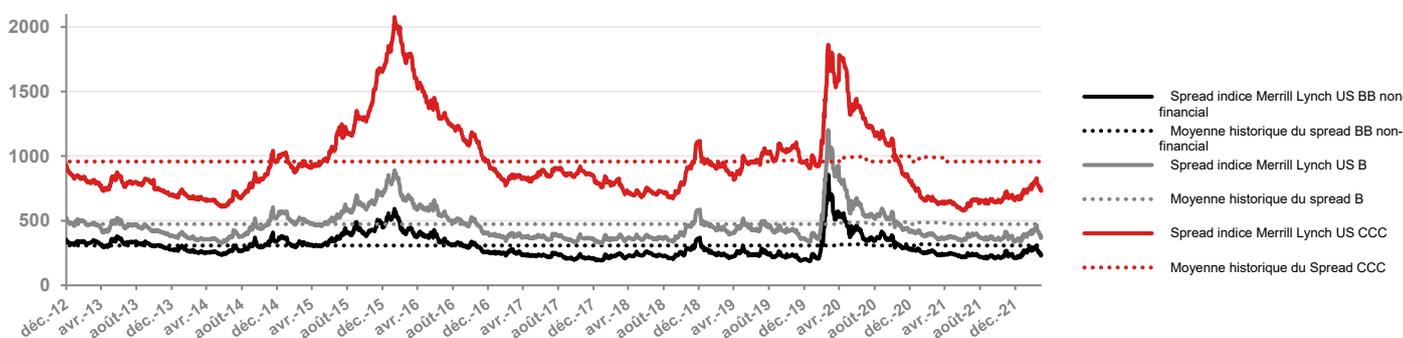
## > Secteurs

Le secteur de l'énergie US est le grand gagnant de mars, à l'inverse de son homologue européen qui a souffert de ses expositions à la Russie et l'Ukraine. Certains secteurs liés à la réouverture post Covid-19 ont surperformé (les casinos en particulier) mais le secteur aérien a souffert. Exposés à l'inflation, les industries de base (chimie) et les biens de consommation courante ont été à la peine. Le secteur automobile continue d'être pénalisé par des difficultés d'approvisionnement.

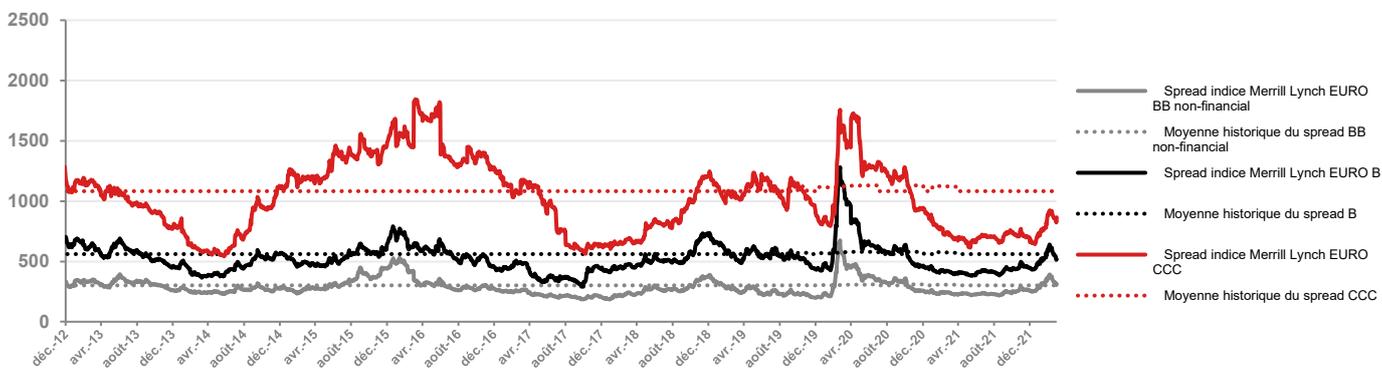
## > Marché primaire

L'activité sur le marché primaire fut encore très faible en mars. Moins de 3Mds € ont été émis sur le marché HY Euro et environ 7Mds \$ aux US. En Europe, citons l'émission de dette hybride de Bayer et une obligation courte (4 ans) de Cellnex (opérateur de tours télécom). Côté américain, le secteur de la santé a profité d'un marché qui leur était favorable (Owens & Minor et Embecta). La société Yum! qui opère plus de 53 000 « restaurants » (Pizzas Hut, KFC, Taco Bell notamment) a également émis pour 1Mds \$. Enfin Ford a émis à 5 ans pour 1,5Mds \$.

### 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 HY US, pour le 7<sup>ème</sup> 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

« *Le marché reste volatil.* »

## 1. Stratégie High Yield

- > Les marchés ont été particulièrement volatils au cours du mois de mars. L'évolution du conflit entre la Russie et l'Ukraine a d'abord provoqué un fort écartement des primes de risques avant que l'entame des négociations rassure les investisseurs et permettent un resserrement du marché HY. Ensuite les questions inflationnistes sont revenues sur le devant de la scène provoquant une remontée significative des taux souverains et pesant sur la performance du marché HY (en particulier aux US).
- > La remontée des taux a lourdement pesé sur la performance des BB, intrinsèquement plus sensibles à ces mouvements. C'était particulièrement le cas aux US où la durée des BB est nettement supérieure à ceux de l'indice Euro, beaucoup d'émetteurs BB US ont des obligations avec des maturités très longues (au-delà de 2030). Ceci explique en partie la différence importante de performance entre le HY US et le HY Euro malgré un secteur HY US Energie toujours très porteur. La surperformance du HY EUR sur le HY US tient aussi en l'espoir d'une résolution du conflit en Ukraine qui a davantage affecté les spreads en Europe.
- > Dans ce contexte, sans marché primaire et avec un marché secondaire moins actif qu'à l'accoutumé nous sommes restés prudents. Nous avons pris quelques profits à la suite du resserrement des spreads en fin de mois. Nous gardons donc un volant de cash confortable nous permettant de saisir de nouvelles opportunités. Nous contrôlons toujours la durée de nos fonds et travaillons sur les thématiques sectorielles telles que l'énergie US.

## 2. Les coûts de refinancement en hausse

A fin mars le rendement moyen du High Yield Euro s'établit à 4,4% contre 2,9% en début d'année. La hausse des taux souverains (+0,83% pour le taux 5 ans allemand) et l'écartement des primes de risques (+0,72%) ont réhaussé les taux auxquels les entreprises du High Yield peuvent se refinancer. Si l'ensemble des entreprises HY devait emprunter sur les marchés, elles devraient s'acquitter d'un taux moyen de 4,4% qui serait supérieur de près de 1% par rapport à celui auquel elles ont préalablement emprunté, lequel est reflété par le coupon moyen de l'univers HY Euro qui est actuellement de 3,5%. Un contexte pas inédit pour autant mais les précédentes occurrences s'inscrivaient lors de périodes de volatilité des primes de risque contenues dans le temps. La dynamique observée sur l'inflation et ses effets sur les taux souverains laissent penser que cela peut être plus durable cette fois-ci.

La difficulté à se refinancer se répercute déjà dans la quasi-absence d'émissions primaires observée depuis le début du conflit en Ukraine. Le trimestre se conclut sur un volume d'émission très faible, proche de ce que nous avons observé début 2019, alors que la fin d'année 2018 avait été très difficile sur les marchés.

Pour autant, le marché sort de près de 2 années où les coûts de refinancement étaient très faibles et les volumes d'émission très élevés. La maturité moyenne des dettes a été allongée et le besoin d'emprunter est faible. Nous calculons, que d'ici à la fin de l'année, seulement 2% des dettes de l'univers HY arrivent à maturité et si l'on couvre 2 ans (jusqu'à fin mars 2024), ce chiffre monte à 7%. L'urgence est d'autant moins grande que face à la crise du Covid-19, les entreprises du HY ont fait preuve de prudence et amassé des liquidités importantes (la mesure du cash disponible rapporté à l'actif a atteint des niveaux records).

# FOCUS *sur un émetteur*

## SOUTHWESTERN ENERGY

Southwestern Energy (SWN) est un opérateur d'exploration et de production de gaz de schiste basé dans deux des bassins les plus prolifiques des Etats-Unis : Les Appalaches (65% de la production journalière et 72% des réserves) et Haynesville (35%, 28% respectivement). SWN se distingue spécifiquement dans le secteur par une logique de développement responsable qui s'inscrit au cœur de sa stratégie avec des objectifs de réduction des gaz à effet de serre (-20% en 2021) et zéro torchage, ainsi que le remplacement de toute l'eau consommée pour la production. Le secteur de la production de gaz de schiste américain a traversé deux crises majeures en 2014-2015 et plus récemment en 2019. Ces périodes auront poussé les acteurs à se conformer à une discipline financière et opérationnelle stricte après avoir massivement investi et créé des surcapacités de production. Les fondamentaux se sont considérablement assainis avec la reprise post pandémie, ce qui a permis à SWN de réaliser deux acquisitions transformantes en 2021. Ces opérations lui apportent ainsi une augmentation de ses capacités de production de 60% par rapport à fin 2020 et de 75% de ses réserves, ce qui représente un potentiel d'exploitation de 15 ans. Sur l'année 2021, SWN a généré 550M \$ de Free Cash Flows, l'agence de notation S&P a relevé deux fois sa note à BB+ et la dynamique actuelle le positionne en candidat au statut de future Rising Star.



### Points forts

- > Valeur des réserves de 22Mds \$ couvrant 4x la dette nette.
- > Discipline opérationnelle et d'allocation du capital : couverture de la production 2022 à 86% ; priorité d'utiliser les flux de trésorerie pour atteindre l'objectif de réduction du levier à 1,0x – 1,5x ; les ratios de crédit aux cours actuels placent SWN en catégorie de risque Investment Grade.
- > Bien positionné pour satisfaire la demande croissante de gaz naturel notamment par des unités de productions proches des terminaux d'export sous la forme de Gaz Naturel Liquéfié.
- > Stratégie ESG explicite : SWN est engagé dans un programme de certification indépendant visant à garantir des standards environnementaux exigeants notamment en termes de réduction des gaz à effet de serre.



### Points faibles

- > Secteur cyclique pouvant faire l'objet de retournement très rapide, crises successives de volatilité des prix engendrées par les tensions géopolitiques.
- > Secteur soumis à un durcissement structurel de la réglementation pouvant impacter le business model.
- > Pas de diversification du mix de production principalement orienté sur du gaz à 80% et du gaz naturel liquéfié à 18%, le pétrole ne pèse que 3%.

# 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 Europe<sup>1</sup>. 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.

<sup>1</sup>Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion 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.

## Retrouvez toutes nos publications sur [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)

Nous contacter :

**En France** : [service.clients-securities@swisslife-am.com](mailto:service.clients-securities@swisslife-am.com)

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

**En Suisse** : [info@swisslife-am.com](mailto: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](http://fr.swisslife-am.com). Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 31/03/2022. « 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'Arenç  
13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré 75001



**SwissLife**  
Asset Managers