

# NEWSLETTER

## High Yield

Juillet 2022

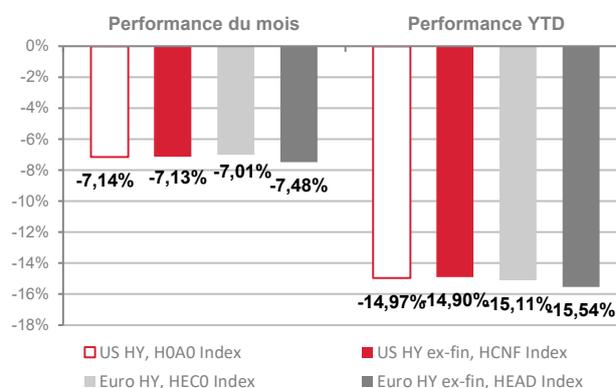
L'augmentation du risque de récession couplé à des chiffres d'inflation toujours plus élevés et à une confiance des consommateurs en chute libre ont entraîné une forte baisse des marchés au mois de juin. De telles performances n'ont été observées que 3 fois depuis 20 ans (2 fois en 2008 et 1 fois en 2020). Cela ressemble à une capitulation qui a emmené les primes de risque et les rendements à des niveaux élevés.

### Faits marquants du mois

#### > Performances

Des deux côtés de l'Atlantique les performances des marchés HY ont été très négatives. Côté américain, le marché est en recul de 7,13% alors que le marché HY Euro affiche une performance de -7,48%. L'écartement des primes de risque (lié à l'accroissement du risque de récession) est la principale explication de ces performances négatives, les taux d'Etats n'ayant que peu augmenté au cours du mois de juin.

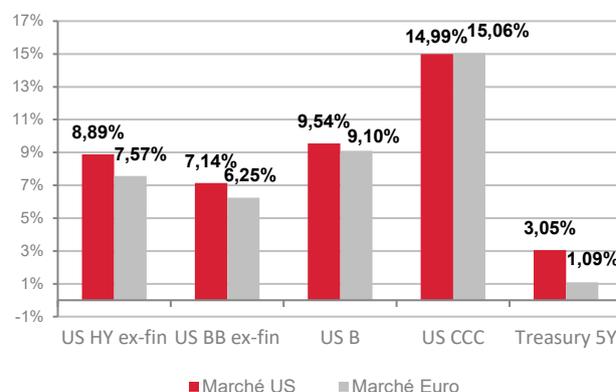
#### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



#### > Segments de notation

Lorsque les risques de récession augmentent, les notations les plus spéculatives sont principalement affectées du fait de leur risque de défaut accru. Le segment CCC a donc été le plus pénalisé au cours du mois de juin.  
BB Euro : -7,37% ; B Euro : -7,34% ;  
CCC Euro : -8,31%  
BB US : -6,88% ; B US : -7,38% ; CCC US : -7,62%

#### 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.

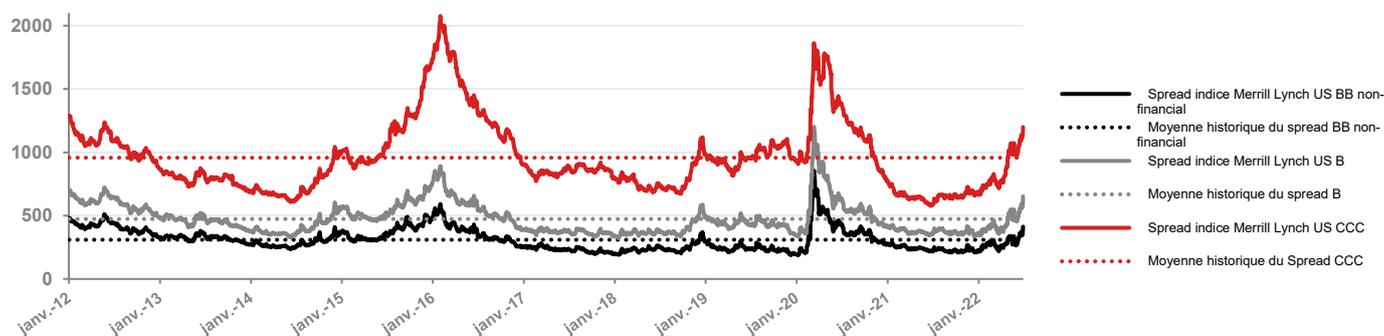
## > Secteurs

Aucun secteur ne peut se targuer d'avoir une performance positive au mois de juin ! L'ensemble des secteurs ont une performance homogène sans que l'un d'entre eux ne sorte du lot. Le secteur immobilier enregistre la plus faible performance (-17% au mois de juin et -30% depuis le début de l'année). Le questionnement sur la gouvernance d'un certain nombre de ces sociétés et sur la valeur de leurs actifs dans un environnement de taux en hausse, ont entraîné un désamour sans précédent pour ce secteur.

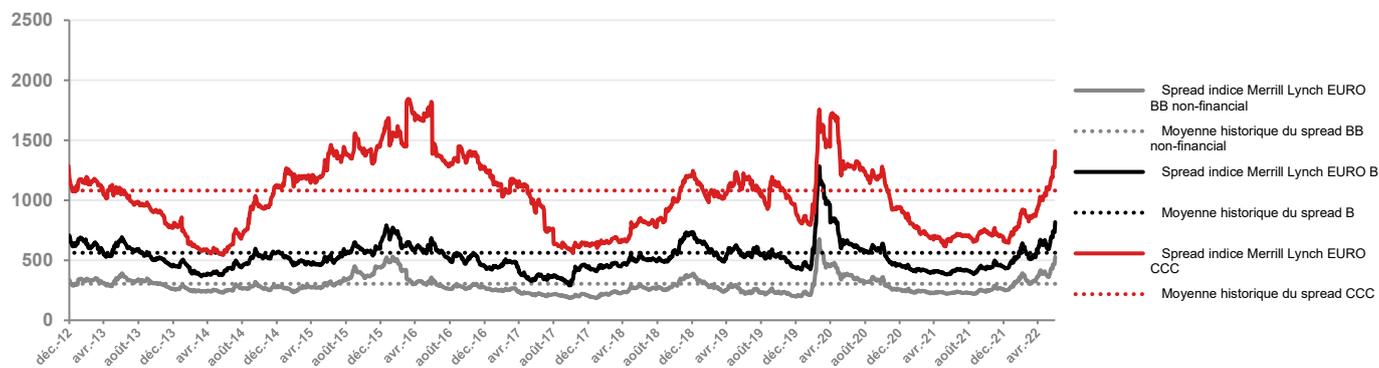
## > Marché primaire

Le marché primaire reste pour ainsi dire fermé avec seulement 3 nouvelles émissions sur le marché Euro pour un total de 1,9 Mds € et seulement 11 Mds \$ émis sur le marché US. Etant donné les performances de marché, les émissions se sont concentrées en tout début de mois avant de complètement se fermer.

### 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 pour le 10<sup>ème</sup> mois consécutif.  
 Deux défauts aux US : les cosmétiques Revlon pour 400 M \$ et un acteur de la chimie TPC Group pour 1,1 Mds \$ entré en Chapter 11 avec un plan de recapitalisation 1,1 Mds \$, par conséquent, les pertes pour les créanciers sont limitées : la dette sécurisée traite proche du pair et la dette non sécurisée à 55%.  
 Il n'y a eu un Fallen Angel aux US, le groupe hôtelier et de casino Las Vegas Sands pour 11 Mds \$ ; aucun en Europe.  
 Il y a eu un Rising Star aux US avec le célèbre groupe volailler Pilgrim Pride pour 2,75 Mds \$, en Europe les obligations hybrides du cimentier Lafarge Holcim pour 500 mln EUR.

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 marché High Yield sont attractifs. »

## 1. Stratégie High Yield

- > La persistance de la hausse de l'inflation continue d'obliger les banquiers centraux à tenir un discours très ferme quant aux prochaines hausses de taux. Il est peu probable que le rythme de ces hausses ralentisse malgré le risque de récession de plus en plus prégnant. Si la réunion extraordinaire de la BCE afin d'étudier la mise en place d'un outil anti-fragmentation a permis de contenir l'écartement des taux italiens, elle n'a pas, pour autant, rassuré les marchés de crédit.
- > Les primes de risque se sont écartées significativement en juin (+177 bps en Europe et +165bps aux US) témoignant de l'inquiétude des investisseurs liée à une récession. Il est d'ailleurs très rare d'avoir un mois avec de telles performances : depuis 20 ans seuls 3 mois (en 2008 et 2020) ont connu de pires performances que ce mois de juin.
- > L'homogénéité des performances sectorielles nous laissent penser à une capitulation du marché sans réelle distinction entre les émetteurs. Les rendements du High Yield sont attractifs. Dans ce type d'environnement, il nous semble opportun d'apporter une attention particulière à la sélection des crédits et à la diversification en gardant à l'esprit que le marché va rester volatil.
- > Nous avons profité de certains émetteurs dont le rendement a explosé sans dégradation particulière des fondamentaux (Loxam, Air France, Dufry...). Le secteur des télécommunications, résilient en période de récession, a aussi souffert nous permettant d'investir à bon compte. Le secteur de l'immobilier a connu une baisse généralisée nous permettant d'investir dans certains noms de très bonne qualité avec des rendements proche de 10%. Enfin nous gardons un attrait pour le secteur de l'Energie aux US.

## 2. Un début d'année exceptionnel

- > Les chiffres d'inflation continuellement en hausse ont poussé les Banques Centrales à durcir leur politique monétaire de manière forte et rapide depuis le début de l'année. Cela a entraîné une augmentation significative des taux souverains (1,5 point de pourcentage pour le 10 ans allemand et le 10 ans US depuis le début de l'année). Un mouvement de cette ampleur n'a plus été observé depuis la fin des années 1990 en Europe et depuis 2008 aux US.
- > Concernant le marché High Yield, il s'agit du plus mauvais premier semestre observé depuis la création des indices Euro en 1998 et des indices US en 1986 (source d'indice : ICE Bank of America). Si on se concentre sur le seul mois de juin, il s'agit d'une des pires performances mensuelles observées depuis 20 ans. Seule la crise financière de 2008 et du Covid-19 ont enregistré des mois de performances inférieures (2 en 2008 et 1 en 2020 pour l'indice Euro ainsi que 3 en 2008 et 1 en 2020 pour l'indice US). Quand on observe la distribution des performances mensuelles, on remarque que de telles performances négatives sont suivies par un rebond (au moins technique !) de quelques semaines/mois.
- > Enfin, concernant le marché primaire, il est rare d'avoir une période aussi longue avec si peu d'émissions. Il faut remonter à 2012 et la crise des dettes souveraines pour observer un niveau d'émission aussi faible sur un semestre. Les années 2008 et 2009 ayant les records absolus quant à la faiblesse du nombre de nouvelles émissions sur le marché High Yield. Il est en revanche intéressant d'observer qu'après une longue disette de refinancement, historiquement le marché primaire se réouvre pour tous les émetteurs et pas seulement les plus défensifs, de meilleure qualité et taille significative. Une lueur d'espoir pour le second semestre 2022 ?

# FOCUS *sur un émetteur*

## TELEFONICA

Telefónica est un poids lourd du secteur télécom avec 39 Mds € de chiffres d'affaires et 13 Mds € d'Ebitda. Il revendique 368 M de clients. Présent en Europe et en Amérique latine, le groupe réalise 32% de son chiffre d'affaires en Espagne, 21% en Allemagne et 19% au Brésil. Telefónica est aussi présent en Angleterre (sous la marque de téléphonie mobile O2) mais il a déconsolidé l'entité suite à la création d'une JV avec le cablo-opérateur Virgin Media. Comme beaucoup d'opérateurs télécoms intégrés, il souffre de chiffre d'affaires et parts de marché en baisse à cause de la concurrence accrue des opérateurs low cost (comme Masmovil et Digi Communication en Espagne) alors que les besoins d'investissement sont massifs (5G et fibre). En 2021, Telefónica a réagi en cédant Telxius - qui opérait ses tours de télécommunication- pour 7,7 Mds € (valorisée 26x le résultat opérationnel) et mis en place la JV anglaise. Cela a permis à la société d'abaisser son levier de 0,3 tours à 3,2x et devrait apaiser une partie des craintes de S&P qui avait dégradé la société à BBB- fin 2020. Le Q1 a été bon (croissance organique du résultat opérationnel de 2,1% y/y) et le management prévoit que l'impact de l'inflation sera compensé par des hausses de prix et les synergies, notamment en Angleterre. La fusion annoncée entre Masmovil et Orange Espagne, si elle est acceptée par l'Europe, pourrait créer un marché dominé par 3 opérateurs (au lieu de 4), plus favorable. Les hybrides Telefónica offrent une prime intéressante (notamment par rapport aux hybrides de Vodafone sur la partie longue).



### Points forts

- > Bien diversifié géographiquement, le groupe a de solides parts de marché dans les pays où il opère : leader en Espagne et au Brésil, il est numéro 3 en Allemagne et dispose d'une présence importante en Angleterre.
- > Les opérateurs télécom offrent des profils défensifs face à la menace de récession qui pèse sur l'économie et sont relativement peu exposés à la hausse du coût de l'énergie.
- > Une concurrence en Espagne qui pourrait être moins intense en cas de réussite de la fusion Masmovil / Orange Espagne.
- > Les primes de risque offertes par les dettes hybrides ont fortement augmenté au mois de juin. Ce sont des papiers pour lesquels la liquidité reste bonne.



### Points faibles

- > Malgré un bon 1<sup>er</sup> trimestre et des perspectives d'évolution vers un marché à 3 opérateurs en Espagne, la pression concurrentielle devrait rester forte.
- > Le groupe est exposé à la volatilité des taux de change compte tenu du poids des activités en Amérique latine (41% du chiffre d'affaires).
- > La cession des tours opérées par Telxius a apporté des liquidités supplémentaires et permis de rembourser une partie de la dette de l'émetteur mais les dépenses de leasing pour leur utilisation ont augmenté mécaniquement, pesant sur les ratios opérationnels incluant les *leases*.

# 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.

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 30/06/2022. « 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](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)

---

### 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

Paris



**SwissLife**  
Asset Managers