

NEWSLETTER

High Yield

Janvier 2023

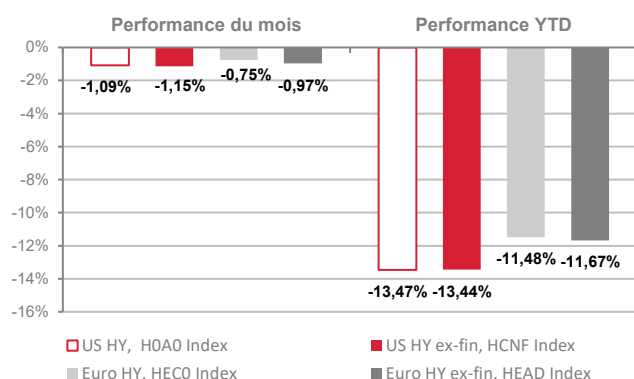
Les marchés High Yield terminent l'année sur une note négative entraînée par les discours agressifs des Banques Centrales pour lutter contre l'inflation malgré des chiffres légèrement meilleurs. 2022 restera comme la 2^{ème} plus mauvaise année en terme de performances pour les marchés HY depuis la crise financière de 2008. La hausse importante des taux, pour lutter contre l'inflation, couplée à l'écartement des primes de risque ont contribué à la volatilité. Le marché primaire affiche le plus faible volume depuis 2008 avec une baisse de 80% comparé à 2021.

Faits marquants du mois

> Performances

En décembre, à la suite des annonces de la FED et de la BCE sur l'endiguement de l'inflation, les marchés se sont contractés de -0,97% en Europe et -1,15% aux US. Cette inflexion a été portée par une hausse des taux souverains (+64bp pour le 5 ans allemand, +21bp pour le 5 ans US) et par l'écartement des primes de risque aux USD (US HY : +26bps ; Euro HY : -8bp).

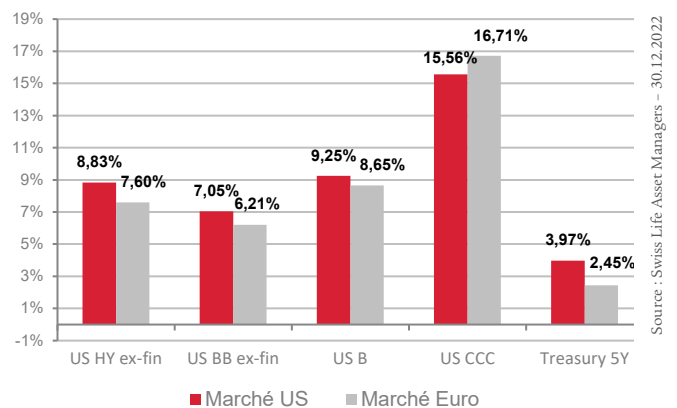
PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



> Segments de notation

Le sentiment négatif qui s'est emparé du marché pénalise l'ensemble des émetteurs. Alors que la forte hausse des taux souverains a impacté négativement les BB (BB Euro : -0,90%, BB US : -0,52%), les B et CCC sont quant à eux touchés par la récession à venir et l'écartement des primes de risque (B Euro : -0,8%, CCC Euro : -2,13%, B US : -1,1%, CCC US : -0,74%).

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.

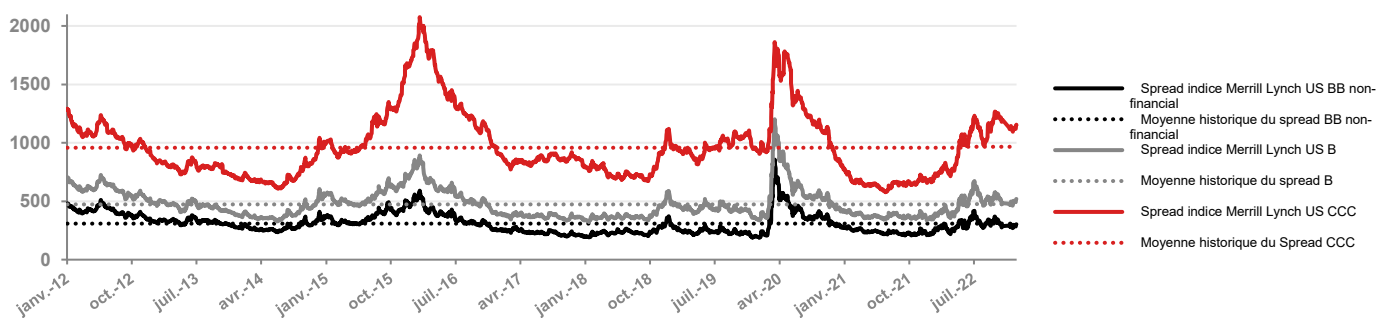
> Secteurs

Aux US comme en Europe, les performances sectorielles sont homogènes. Le secteur de l'immobilier continuera de marquer cette fin d'année par ses performances négatives (Euro : -2.7% ; USD : -1.17%). Sans surprise, le pire performeur de 2022 en Europe est le secteur de l'immobilier et le meilleur celui de l'énergie avec une performance de respectivement -38,02% et -1,61%. Outre-Atlantique, le secteur le moins plébiscité a été celui de la santé (-15,35%).

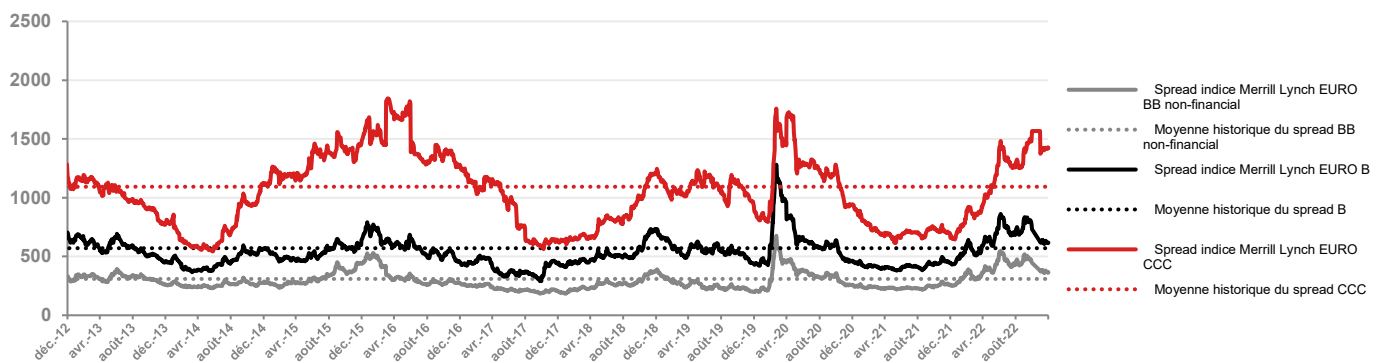
> Marché primaire

A l'approche de la fin d'année, le marché primaire a été peu actif. Aux US, les émissions ont chuté de 80% à 2Mds USD ce mois-ci. L'unique émetteur est Chart Industries, fabricant d'équipement technique. En Europe, seulement deux émissions dans un marché primaire en recul de 50% atteignant 1.2Mds EUR : Iliad et House of HR (placement d'intérimaires) pour 750 mln EUR et 415 mln EUR. En 2022, le marché primaire HY accuse une baisse record de 80% comparée à 2021 aussi bien aux US qu'en Europe avec respectivement 101,8

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



> Taux de défaut et évolution du gisement

Aucun défaut n'a eu lieu sur le marché High Yield Euro pour le 16ème mois consécutif. De même, sur le marché américain.

Aux US, Kohl's, le spécialiste de la grande distribution, a été l'unique Fallen Angel pour 1,3Mds USD. Côté Europe, notons un Fallen Angel, Canary Wharf, la société immobilière britannique pour 1Md EUR.

Côté US, la société de matériaux industriels, Hexcel, pour 700 mln USD passe au rang de Rising Star. En Europe, aucun Rising Star n'a été constaté sur la notation émetteur mais l'on note que les dettes perpétuelles de Repsol ont été requalifiées Investment Grade en décembre.

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

« Nous gardons des liquidités dans les portefeuilles »

1. Stratégie High Yield

- > La publication, meilleure qu'attendue, du chiffre d'inflation aux US a donné de l'élan au marché avant que celui-ci ne soit douché par les discours agressifs de Mme Lagarde et Mr Powell. Ces derniers n'ont pas hésité à réitérer la nécessité d'avoir des taux plus élevés afin de lutter contre l'inflation malgré la récession qui se profile. Les taux d'Etats ont ainsi monté en flèche, le Bund (10 ans allemand) atteignant même son plus haut niveau depuis le début de l'année. Les marchés High Yield ont peu apprécié ce mouvement important, dans une période de faible liquidité.
- > Le marché primaire était légèrement plus actif en début de mois (poussé par les bonnes performances des semaines précédentes) avant de se refermer totalement comme attendu avant les fêtes de fin d'année.
- > L'appétit pour le risque est resté mesuré en décembre, peu d'investisseur voulait faire de grandes manœuvres en cette période.
- > Nous avons réduit le risque dans nos portefeuilles en vendant un certain nombre de titres ayant peu baissés, de notations principalement [B - CCC]. Nous avons gardé le produit de ces ventes en liquidité afin de pouvoir saisir les opportunités qui se présenteront en début d'année. Nous avons des niveaux de liquidité autour de 6% dans les portefeuilles et souhaitons garder ce volant de cash afin d'amortir d'éventuels chocs liés à la hausse des taux ou l'arrivée de la récession.

2. Les perspectives s'améliorent après les résultats T3

- > Alors que l'année 2022 s'est achevée dans un contexte encore très marqué par les pressions inflationnistes, l'ensemble des émetteurs High Yield aura jusque-là fait preuve de bonne résilience en termes de fondamentaux. Ainsi, le sentiment de marché aura davantage été guidé par les banques centrales plus que par l'ampleur de la dégradation du profil de crédit des émetteurs. En effet, la perception négative du profil de crédit par les analystes est restée stable après chaque publication trimestrielle depuis le début de l'année, portant sur environ 15% des émetteurs. Cette mesure de la perception du profil de crédit est principalement marquée par un sentiment de neutralité qui s'est accentué : pour 64% au terme du 3ème trimestre contre 60% et 50% au 2ème et 1er trimestre. L'appréciation du profil de crédit demeure globalement plus positive que négative avec 21% contre 15% respectivement au 3ème trimestre, mais cela reste en deçà des niveaux du 1er trimestre où l'on recensait 35% contre 14%.
- > Si l'on revient sur les neuf premiers mois, la tendance s'est logiquement dégradée sur les émetteurs parvenus à dépasser les attentes : de 50% au 1er trimestre, ils n'étaient plus qu'un tiers au 3ème trimestre. Néanmoins, ce phénomène à faire moins bien est resté stable avec un peu moins de 20% à chaque saison. Au final, c'est la formule du « meilleur que redouté » qui l'aura emporté dans ce contexte où les marges sont soumises aux pressions inflationnistes.
- > Le 3e trimestre marque un net ralentissement du rythme de dégradation des perspectives annoncées par les émetteurs et soulignons qu'ils sont plus nombreux à prévoir une amélioration c'est-à-dire 27%. Tandis qu'au 2e trimestre, nous avons observé une part plus importante de pessimistes que d'optimistes avec 25% contre 21%. Rappelons toutefois qu'au 1er trimestre 14% prévoyaient une dégradation et 35% une amélioration.

FOCUS *sur un émetteur*

CELLNEX TELECOM

Cellnex est le plus gros opérateur indépendant de tours de télécommunication en Europe. Depuis 2016, Cellnex a fait de nombreuses acquisitions en dehors de l'Espagne son pays d'origine. Notamment les tours de CK Hutchison (pour 10Mds EUR), SFR (Hivory pour 5,2Mds EUR), Arqiva UK (2,2Mds EUR), Polkomtel Pologne (1,5Mds EUR) et Iliad France (2,4Mds EUR). A la fin du 3e trimestre 2022, la société possède 103 000 tours sur un total d'environ 500 000 en Europe. Historiquement ces tours appartenaient aux opérateurs télécom qui sont confrontés à de forts investissements pour l'amélioration de leurs réseaux (5G, fibre). Les multiples élevés sur les transactions (autour de 25x EV/Ebitda, contre environ 7x pour les opérateurs télécom) ont poussé ces opérateurs à céder ces tours à des indépendants (comme Cellnex ou Inwit en Europe et les Américains d'American Tower ou Crown Castle). Ceux-ci ont la possibilité d'offrir des points de présence sur les tours à de multiples opérateurs. Cellnex construit également ses propres tours, entretient et fournit l'énergie pour leur fonctionnement. 70% du coût de l'énergie consommée est directement transmis aux clients. Cellnex met en place des stratégies de couverture pour le reste. En outre, la plupart des contrats ont des indexations à l'inflation et la société signe des contrats de longue durée avec les opérateurs télécom. Après plusieurs années d'acquisitions transformantes (le chiffre d'affaires était de 1Md EUR en 2019 et pourrait s'élever à 3,5Mds EUR à fin 2022), Cellnex a renoncé, cet été, à participer à un gros appel d'offre sur les tours de Deutsche Telekom en Allemagne. La hausse des taux a peut-être contraint leur capacité à surenchérir face à des entités financées sur les marchés privés (fonds de Private Equity). La stratégie financière du groupe vient d'être revue au profit des crédateurs : objectif d'une note BBB- chez S&P (actuellement BB+) puis se maintient dans cette catégorie de notation.



Points forts

- > Leader en Europe sur une infrastructure essentielle à la téléphonie mobile
- > Business model défensif avec des revenus et des cash flows prévisibles
- > Faible exposition au coût de l'énergie et contrats indexés à l'inflation
- > Stratégie financière désormais favorable aux investisseurs crédit



Points faibles

- > Levier important (>7x) suite aux nombreuses acquisitions
- > Free Cash Flows encore négatifs en 2023 mais avec la possibilité de générer du cash quand la construction de nouvelles tours diminuera à partir de 2024
- > Les opérations de fusion entre opérateurs télécom (comme l'opération en cours entre Masmovil et Vodafone Espagne qui ferait passer le pays de 4 à 3 opérateurs dominants) sont un risque à plus long terme, comme on l'a vu aux US après la fusion de T-Mobile et Sprint (respectivement 3e et 4e opérateurs mobile).
- > La politique financière sera à surveiller après l'obtention du BBB- (retour aux actionnaires, acquisitions d'autres activités d'opérateurs télécom comme les data centers etc.).

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 30 juin 2022, Swiss Life Asset Managers gère 249,9 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 99,7 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 249,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 88,0 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 28,5 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2022, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 116,5 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.

¹Enquête 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'art 4 de la LSF in 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

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 30/12/2022. « Swiss Life Asset Managers » est la marque

**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

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