

NEWSLETTER

High Yield

Mai 2023

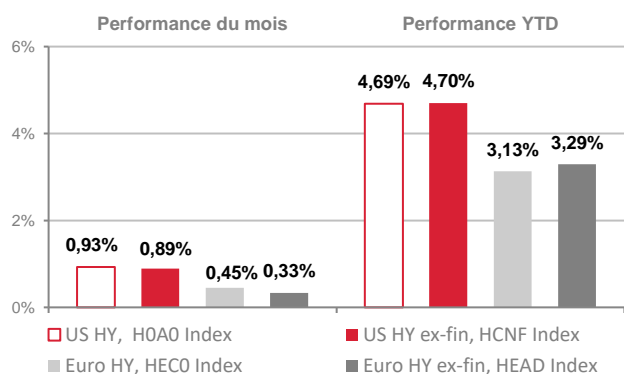
Les inquiétudes d'un embrasement du système bancaire mondial se sont apaisées en avril mais restent encore présentes. Le HY termine en hausse en Europe et aux US mais le calme n'est pas encore de mise avec des mouvements importants sur les primes de risque au cours du mois. Nous avons observé deux vagues de « fuite vers la qualité » : en début de mois avec les tensions bancaires puis sur la fin dans le cadre du débat sur le plafond de la dette US. L'accalmie entre temps aura toutefois permis une forte contraction des primes. A noter, le regain du primaire en Europe sur la fin du mois qui a contribué à un ajustement des primes.

Faits marquants du mois

> Performances

Après la perte de confiance des investisseurs à la suite des déboires du secteur bancaire, la défiance est toujours de mise. Les marchés HY restent volatils mais terminent en territoire positif, le HY EUR gagne 0.33% et le HY US 0.70%. L'accalmie observée en milieu de mois a entraîné un fort resserrement des primes de risque mais le flight to quality sur la fin et le regain de primaire a atténué le mouvement (-7bps US, 0 en Europe).

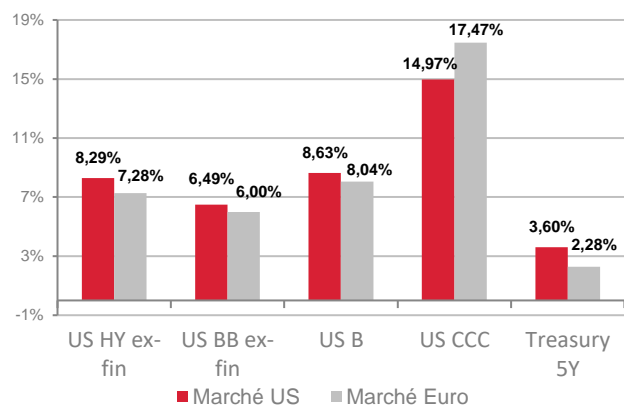
PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



> Segments de notation

L'accalmie observée au milieu du mois après le "flight to quality" a nettement contribué aux resserrements des primes de risque des notations plus spéculatives aux US (BB US +0.43%, B US +0.83%, CCC US +1.74%). En Europe, le mouvement était différent avec un regain de primaire sur le BB qui entraîné ajustement des primes des primes de risques, surtout sur les notations plus spéculatives (BB Euro : +0.49%, B Euro +0.34%, CCC Euro : -0.94%).

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.

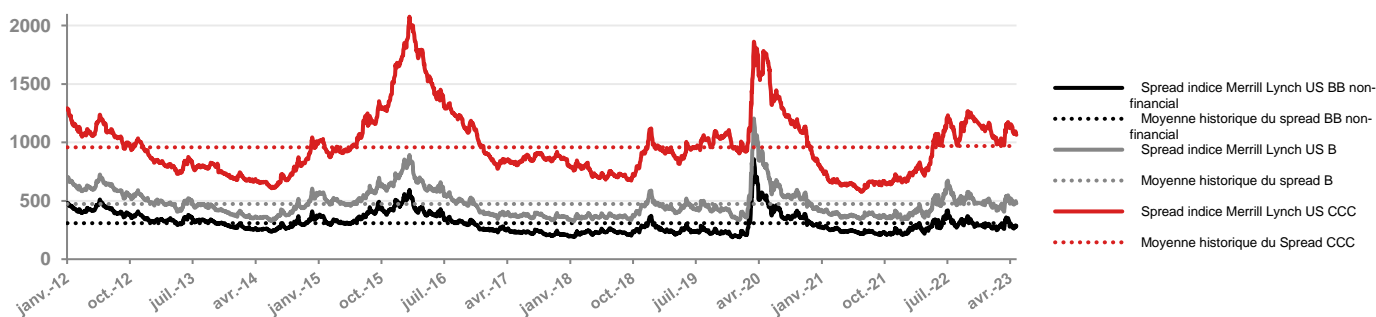
> Secteurs

Aux US, tous les secteurs affichent des performances positives : la santé se détache (+2.72%), suivi par les utilities (+1.31%) puis la consommation de base (+1.05%). En Europe, les performances sont hétérogènes. A contrario des US, la consommation de base est le moins bon performeur (-2.93%) et creuse son écart de performance en YTD (-14.12%). Le secteur immobilier peine lui aussi (-1.83%). Le meilleur performeur est l'énergie (+1.7%).

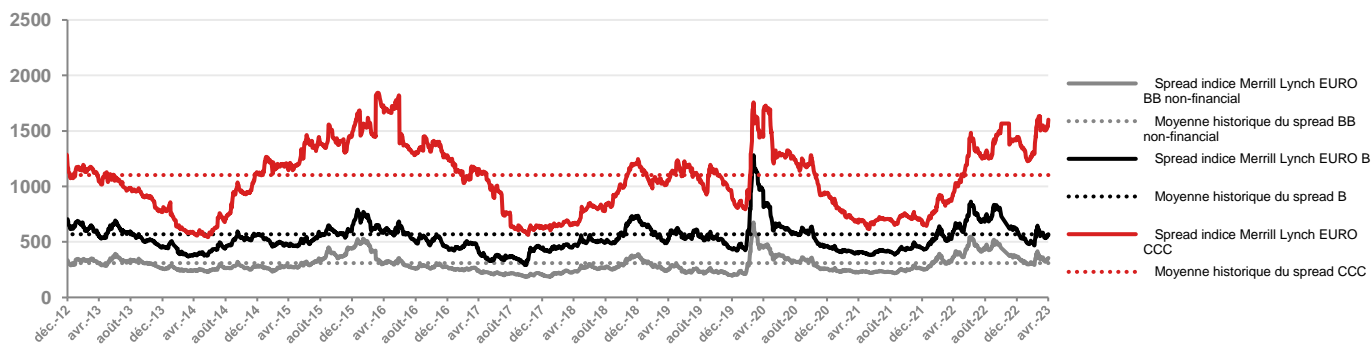
> Marché primaire

Nous avons noté un regain d'activité sur le marché primaire ce mois-ci. L'activité a triplé aux US avec 17 émetteurs qui se sont présentés pour 15.28Mds d'USD contre 4.7Mds USD en mars 2023. Le principal émetteur est Cloud Software, l'entreprise de logiciel informatique pour 3.8Mds d'USD. En Europe, les émissions s'élèvent à 2.6Mds d'EUR pour 5 émetteurs contre 1.7Mds d'EUR le mois précédent. La souche la plus importantes vient du fabricant de pièces automobiles, IHO Verwaltungs, avec 0.8Md d'EUR.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



> Taux de défaut et évolution du gisement

Au US, la note du groupe de télécommunications, Rogers Communications, a été dégradée et l'émetteur passe au rang de Fallen Angel pour 0.75Md d'USD, Crane Nxt a été également dégradé pour 0.3Md d'USD. Il y a eu deux Rising Stars au US, Sprint l'entreprise de télécommunication pour 9.97Mds d'USD et Weir, la société d'ingénierie, pour 0.8Md d'USD.

En Europe, Wienerberger, le fabricant de matériaux de construction, devient un Rising Star pour 1.15Mds d'EUR ainsi que ELM for Firmenich pour 0.3Md d'EUR. Aucun émetteur européen n'a vu sa note se dégrader en avril.

Contrairement à l'Europe où aucun défaut n'a eu lieu, le détaillant américain, Bed Bath and Beyond, a fait défaut pour 0.6Md d'USD.

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

« *Des primes d'émission attractives* »

1. Stratégie High Yield

- > Le High Yield termine en performance positive sur avril et pourtant, gare aux effets d'optiques. Les turbulences du système bancaire ont eu encore quelques échos en début et en fin de mois. En effet, les banques régionales US font tour à tour parler d'elles au point de questionner les « excès de dérégulation » de l'ère Trump qui leur ont permis de s'affranchir d'être soumis à certaines règles prudentielles telles que des stress tests.
- > Au risque bancaire, s'ajoute le risque souverain à très court terme, et pas des moindres... nous parlons du Trésor Américain qui risque de se retrouver à court de liquidité en juin si les débats entre Démocrates et Républicains n'aboutissent pas à un compromis sur l'extension du plafond de la dette. Les CDS à 1 an sur les bons du trésor américain se sont écartés de 80bps sur le mois et terminent au niveau record de 175bps contre 15bps fin décembre 2022 ! Signalant qu'un risque (certes minime) de défaut de la 1ère puissance mondiale à cause de dissensions politiques de deux camps opposés n'est pas totalement exclu. Ce contexte a pour autre effet d'inverser davantage la courbe entre le 3 mois et le 10 ans à des niveaux jamais connus à -166bps à fin avril.
- > Entre le début et la fin du mois, nous avons saisi l'opportunité du resserrement important pour poursuivre notre stratégie de positionnement défensif, i.e. céder les crédits plus spéculatifs et augmenter la part de liquidité. Cette accalmie a créé les conditions favorables à l'ouverture d'une fenêtre sur le marché primaire durant laquelle des émetteurs BB européens ont offert des primes très attractives, caractéristique après l'assèchement que l'on avait observé depuis plusieurs mois. Nous en avons profité mais restons prudents.

2. Vers une vague de refinancement plus importante en Europe

- > Les récentes turbulences sur les banques régionales et Credit Suisse ont remis les projecteurs sur le financement des entreprises. Un certain nombre d'émetteurs High Yield ont préféré s'abstenir de revenir sur le marché obligataire où leur coût de financement a significativement augmenté et se sont tournés vers les banques pour obtenir des financements bancaires à moindre coût. Cependant, le durcissement des conditions de refinancement auprès des banques rend l'accès au marché HY indispensable. Mais quel sera le coût et le meilleur timing pour les émetteurs ?
- > Nous notons d'abord qu'il n'y a pas de mur de maturité important aux US. Morgan Stanley, estime dans un rapport récent, que seulement 5-6% de l'indice HY US arrivera à maturité à fin 2024 et 17% à fin 2025. Parmi les obligations arrivant à échéance plus de 50% sont doté d'une bonne notation (BB) avec une hausse mesurée du coût de refinancement (environ 65bps vs coupons existants). Comme on pouvait s'y attendre, les conditions de refinancement sont bien moins intéressantes pour les faibles notations. Ainsi, un émetteur noté B- pourrait faire face à une hausse de 250points de base de coût de financement. Ces émetteurs ont donc le choix de se refinancer plus cher ou sur d'autres marchés mais ont peu d'intérêt à attendre. En effet, avoir des maturités à moins de 12 mois pour de telles notations est un facteur contribuant à la dégradation du profil crédit par les agences de notation. D'ailleurs, Morgan Stanley estime à 700 points de base la hausse du coût de refinancement pour un émetteur dont la note serait dégradé de B- à CCC+.
- > En Europe, nous avons un nombre de refinancement à venir plus significatif qu'aux US : 35% de l'indice HY arrive à maturité d'ici fin 2025. En 2024, environ 20% (EUR40 Milliards d'obligations) de l'indice arrive à échéance correspondant à environ 2 fois la moyenne annuelle historique d'émissions. Cependant, les 2/3 de ces maturités ont des notations BB. Nous estimons donc qu'une activité primaire intense sur des émetteurs bien notés pourrait créer des belles opportunités l'année prochaine.

FOCUS *sur un émetteur*

ALLWYN

Allwyn est un groupe leader dans le secteur des jeux, spécialisé dans l'opération de licences de loteries dans plusieurs pays en Europe. Initialement issu de l'opérateur de loterie national Sazka en République Tchèque (12% de l'EBITDA 2022), le groupe a participé à la libéralisation du marché européen depuis 2013 à travers de nombreuses prises de participation à commencer par une entrée au capital de l'OPAP en Grèce et à Chypre. Une incursion à hauteur de 15% initialement que le groupe a progressivement augmenté pour en devenir l'actionnaire majoritaire aujourd'hui, ce marché contribue ainsi pour 38% de l'EBITDA. Sur le même modèle, Sazka a pénétré le marché de la loterie en Autriche en 2015 via une participation de 11% montée à 60% aujourd'hui qui contribue à 16% des résultats. Puis vient le marché italien en 2016 qui représente désormais 13% des profits. Pour accompagner son développement, le groupe Sazka a ouvert son capital au fonds de Private Equity Apollo Global en échange de 500m € en mars 2021 et s'est renommé Allwyn. La dernière opération majeure s'est achevée en février 2023 lors de l'acquisition de la société Camelot qui détient l'exclusivité des droits d'opérer la licence de loterie national au Royaume Uni jusqu'en 2034. Au total, le groupe Allwyn dégage un revenu de 3.8Mds € et un EBITDA de 1.35Mds € Pro Forma, il opère sur 7 géographies après avoir parvenu à dégager une croissance annuelle moyenne de 26% jusqu'en 2022. Allwyn fait partie des émetteurs notés BB de bonne qualité qui ont permis de rouvrir le marché primaire du High Yield Euro en offrant une concession plutôt généreuse en termes de prime : i.e. 75bps pour un coupon de 7.25% à maturité 7 ans.



Points forts

- > Hautes barrières à l'entrée dues à un environnement réglementaire complexe et la connaissance du marché.
- > Position de leader en Europe avec exclusivité d'exploitation des licences dans plusieurs pays pour la prochaine décennie.
- > Profil financier solide avec un levier faible et une très forte capacité de génération de trésorerie.



Points faibles

- > Enclin à poursuivre une stratégie offensive d'acquisitions avec des opportunités de monter ses participations actuelles et pénétrer de nouvelles géographies, ce qui va limiter le désendettement.
- > Versement de dividendes élevés, i.e. 200m EUR par an à la holding, qui limite le désendettement.
- > Structure complexe de détention des sociétés opérationnelles via plusieurs participations conjointes.

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 2022, Swiss Life Asset Managers gère 253,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 106,7 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 253,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 90,0 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 22,2 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2022, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 112,2 milliards d'euros de biens immobiliers.

Les clients de Swiss Life Asset Managers bénéficient de l'engagement et de l'expertise de plus de 2 100 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 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 DIC 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 30/04/2023. « 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'Arenc

13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré 75001

Paris



SwissLife
Asset Managers