

# NEWSLETTER

## High Yield

août 2020

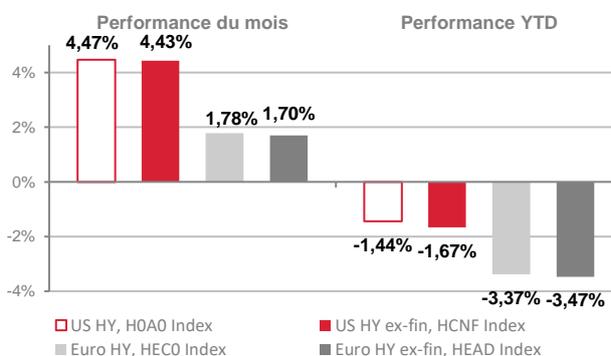
La reprise économique s'est confirmée en juillet avec des indicateurs macroéconomiques favorables. Cependant, le nombre de cas de contamination lié au Covid-19 ne cesse de s'accroître et les craintes d'une seconde vague sont de plus en plus présentes. Un grand nombre de pays reprennent des mesures de confinement localisées afin d'endiguer la propagation de l'épidémie. Les marchés HY restent pour l'instant très bien orientés malgré les risques sanitaires. Les flux importants de souscription dans les fonds et les ETFs HY semblent toujours l'emporter sur la dégradation des fondamentaux des entreprises.

### Faits marquants du mois

#### > Performances

Les marchés High Yield accélèrent leur reprise en juillet avec notamment le HY US Corporate qui progresse de 4.43% (-1.67% en YTD) et le HY Euro Corporate avec +1.70% (-3.47% en YTD).

#### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD

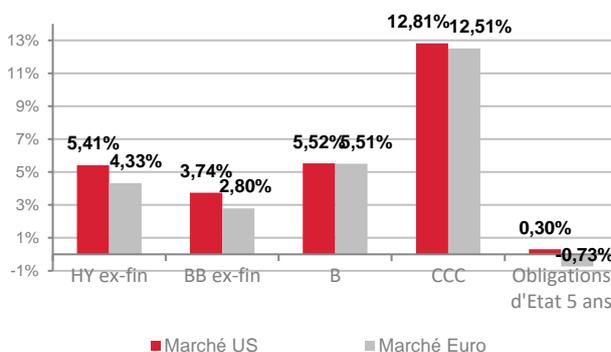


Source : Swiss Life Asset Managers – 31.07.2020

#### > Segments de notation

Les dynamiques de performances par segment de notation restent homogènes entre les US et l'Europe avec une surperformance des titres moins risqués contrairement à la tendance observée au mois de juin : le BB affiche +4.52% aux US et +1.95% sur l'EUR ; le simple B +4.24% aux US et +1.45% sur l'EUR. Le CCC, quant à lui, sous performe nettement à +3.58% aux US et -0.20% en Europe.

#### YIELD TO WORST\*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.07.2020

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.

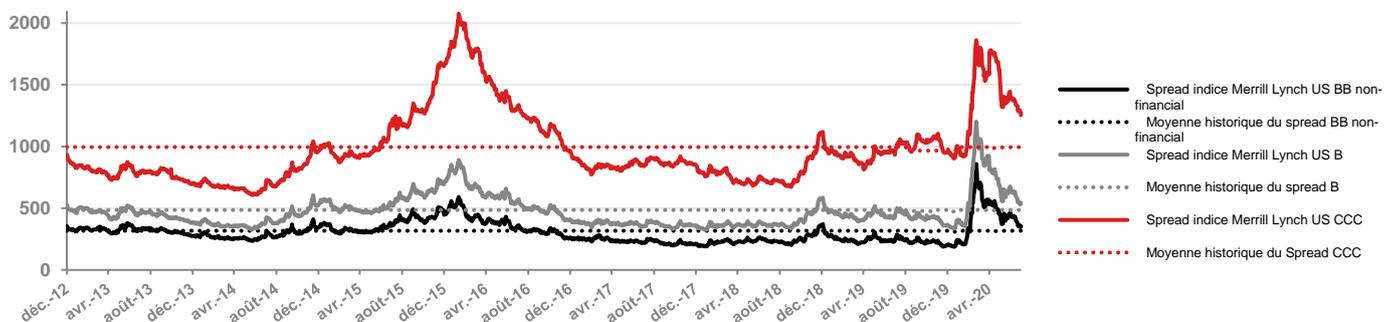
## > Secteurs

Les dynamiques sectorielles furent portés par les cycliques sur le HY US. On observe une nette sous-performance de l'aérien aux US et en Europe qui marque le pas suite à la forte remontée de juin. A l'opposé du High Yield US, le High Yield Euro a privilégié les secteurs défensifs tandis que ceux les plus impactés par le Covid-19 ont souffert : Hôtellerie et Loisirs, Commerce de détail, Services.

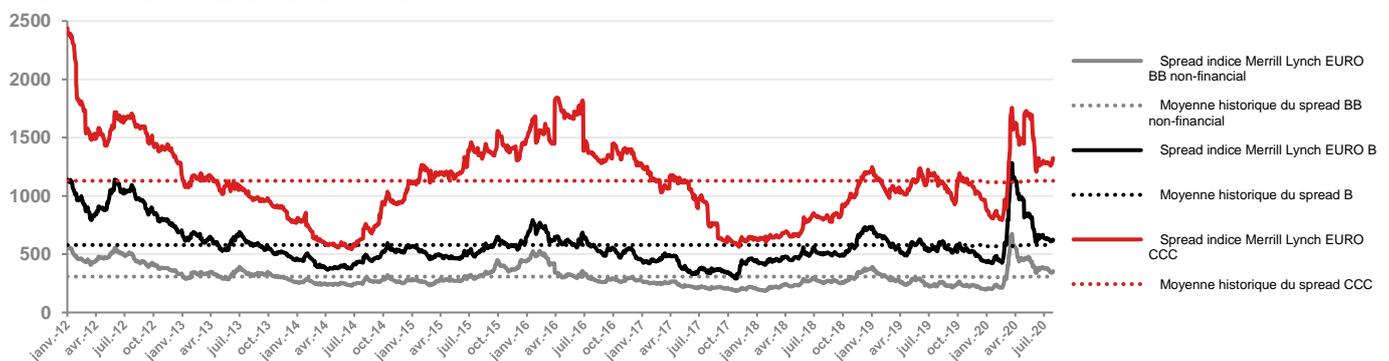
## > Marché primaire

L'activité primaire marque le pas aux US avec deux fois moins de volume qu'en juillet avec 36 émissions pour un total de 24.3 Mds d'USD. Nous avons noté une certaine dégradation de la qualité des émetteurs, plutôt simple B, traduisant probablement l'assouvissement des besoins des sociétés les moins risquées. La recherche de rendement a permis à certains émetteurs de procéder à des refinancements encore difficiles quelques semaines auparavant. En Europe, 18 sociétés ont émis pour un total de 8.8 Mds d'Euro. La notation moyenne est également simple B.

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



## > Taux de défaut et évolution du gisement

Aux Etats-Unis, la vague de défaut du secteur de l'Énergie se poursuit avec 7 sociétés pour un montant total de 5.9 Mds d'USD dont les sociétés Noble pour 3.3Mds d'USD et Denbury pour 1 Mds d'USD.

En Europe, 2 sociétés ont annoncé une restructuration de leur capital portant sur 830m d'EUR d'obligations : l'opérateur de loterie et jeux Codere ainsi que la société de service de transport et loisir Carlson Travel.

L'entrée sur le HY des deux Fallen Angel en juillet est la conséquence directe de l'impact du Covid-19 sur l'activité des équipementiers dans l'aéronautique avec Rolls Royce (1.0Md d'USD sur le HY US et 1.5Mds d'EUR sur le HY EUR) et dans l'automobile avec Schaeffler pour 2.8Mds d'EUR.

Il n'y a pas eu de Rising Star ni en Europe ni aux Etats-Unis.

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

« Révisions à la baisse des taux de défauts »

## 1. Stratégie High Yield

---

- > Le marché High Yield poursuit son rebond avec un surperformance notable du marché US sur celui Euro. Ceci s'explique par un marché européen attentiste, privilégiant les secteurs défensifs et délaissant les titres les plus spéculatifs, et par un marché Américain porté par les titres cycliques.
- > Nous avons noté un changement de tendance sur le primaire US avec une dégradation de la qualité des émetteurs. La recherche de rendement et l'écartement des *spreads* a permis à certains émetteurs de se refinancer. Dans ce contexte, nous restons prudents sur la sélection de titres et avons préféré limiter nos participations. Sur le HY Euro, nous avons profité de certaines émissions attractives dans le secteur Auto : Fiat-Chrysler, Faurecia et Autodistribution. Concernant les émissions plus spéculatives, nous avons apprécié le potentiel de restructuration de Diebold qui a émis 2 tranches dont une Euro à 9%.
- > Enfin, même si l'éloignement d'un important pic de taux de défaut semble se confirmer, il nous paraît crucial d'être particulièrement sélectif sur les sociétés intégrées à nos différents portefeuilles. De plus, la diversification reste un élément clé en cette période incertaine.

## 2. Evolution des perspectives de défauts

---

- > Les taux de défaut attendus restent élevés par rapport à la moyenne historique mais les révisions à la baisse se poursuivent. Le scénario « du pire » s'éloigne progressivement et Moody's estime un taux de défaut à 12 mois de 12% aux US et 6% en Europe. Les banques les plus optimistes prévoient un taux de défaut de 6% sur le HY US et 4% en Europe. La proportion de titres valorisés à des niveaux "distressed" continue de régresser et s'élève à 10% sur le HY Euro et 11% sur le HY US (contre un pic à 15% en mai et 25% en mars). Sur le HY US, 58% des indicateurs de stress de crédit signalent désormais un contexte de reprise. La prudence reste pourtant de mise avec un niveau de cash relativement élevé après le dernier sondage de la Fed auprès des principales banques qui pointe vers un durcissement des conditions de crédits auprès des moyennes et grandes entreprises.

## 3. Fallen Angels : vers une plus petite vague ?

---

- > Le taux de dégradation en Europe n'atteint que de 2% de l'Investment Grade avec 45.3 Mds d'EUR. Les effets engendrés par la perte d'activité liés au confinement s'avèrent particulièrement bien compensés par les mesures de soutien des Etats pour limiter la perte de rentabilité et les entreprises ont fait preuve de réactivité pour préserver leur liquidité. Par ailleurs, les volumes d'émissions record des mois précédents, permis par les mesures des banques centrales, ont facilité le financement des sociétés et ont évité une crise de crédit. Au final, les agences de notation ont ralenti le rythme des dégradations et semblent montrer une certaine complaisance face à l'augmentation des leviers qui devrait n'être que temporaire pour la majorité des sociétés dont l'activité repart très fortement. Enfin, la force des marchés actions pourrait être propice à des augmentations de capital qui viendraient soulager les bilans alourdis de certains candidats à la dégradation en High Yield.

# FOCUS *sur un émetteur*

## DIEBOLD NIXDORF

Diebold Nixdorf vend des solutions bancaires (74% du CA dont essentiellement des distributeurs de billets, du software et des services) ainsi que des solutions de paiement retail (26% du CA, notamment des bornes de paiement et des caisses en libre-service pour les supermarchés). Par géographie DBD génère 51% de son CA en EMEA, 39% aux Amériques et 10% en Asie-Pacifique. En août 2016, Diebold a fait l'acquisition de Wincor Nixdorf qui était un autre leader dans les distributeurs de billets, payant ainsi 1,7Mds d'euro dont 892m en cash) pour un multiple de 9x EBITDA 2015. Cette acquisition a étendu sa présence en Europe. Par la suite, la société a engagé un programme de restructuration de l'entité consolidée et également engagé des fonds additionnels pour racheter des actionnaires minoritaires. Avec cette acquisition la société a agrandi sa base installée à environ 1M de distributeurs de billets (1/3 de la masse mondiale). Initialement la société avait prévu 160M d'euro de synergies sur 3 ans (fin 2019) puis augmenté et dépassé son objectif avec 272M d'euro de synergies réalisées à fin 2019.



### Points forts

- > Leader mondial dans les distributeurs de billets et bon positionnement dans les terminaux de paiement retail
- > 500m d'USD de cash et suffisamment de marge de manœuvre par rapport aux covenants bancaires, pas de maturités à refinancer avant 2023
- > Les efforts sur les coûts continuent et on attend un FCF neutre cette année malgré l'épidémie et un FCF positif l'année prochaine



### Points faibles

- > Les consommateurs ont moins utilisé les distributeurs de cash pendant le confinement au Q2 et l'utilisation du cash était découragée ce qui va temporairement peser sur l'activité
- > Tendance long terme d'utiliser le paiement sans contact et donc moins cash
- > Endettement élevé à 6x

# À PROPOS DE Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers compte plus de 160 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 principal objectif d'avoir une approche responsable des risques. Ainsi, nous créons le socle permettant à nos clients de planifier leurs investissements de manière sûre et à long terme, en toute liberté de choix et confiance financière. Cette approche qui a fait ses preuves permet également à des clients tiers basés en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg et en Grande-Bretagne de bénéficier des services proposés par Swiss Life Asset Managers.

Au 30 juin 2020, Swiss Life Asset Managers gère 240,4 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 77,9 milliards d'euros pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est également un gestionnaire immobilier leader en Europe<sup>1</sup>. Sur les 240,4 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 67,1 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers assure la gestion de biens immobiliers via ses filiales Livit et Corpus Sireo pour 26,6 milliards d'euros. Au 30 juin 2020, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 93,6 milliards d'euros de biens immobiliers.

Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 200 collaborateurs en Europe.

<sup>1</sup> Enquête 2020 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2019)

## *Avertissement*

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'article 4 de la LSF 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.

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).

### 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