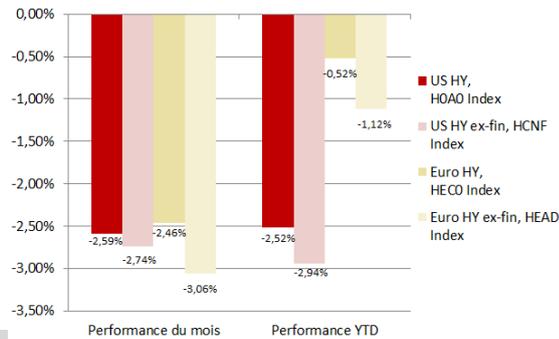


Newsletter High Yield

Septembre 2015

Performances des marchés High Yield



Performances des marchés Actions et Taux souverains

| | Septembre | Depuis le début de l'année |
|-----------------------------------|-----------|----------------------------|
| S&P 500 | -2,47% | -5,29% |
| US Treasury 5Y | 1,22% | 3,23% |
| EuroStoxx 50 | -5,05% | 1,46% |
| Bund 5Y | 0,82% | 0,47% |
| US HY, HOAO Index | -2,59% | -2,52% |
| US HY ex-fin, HCNF Index | -2,74% | -2,94% |
| Euro HY, HECO Index | -2,46% | -0,52% |
| Euro HY ex-fin, HEAD Index | -3,06% | -1,12% |

Source: Swiss Life AM, BoAML, Bloomberg, 30/09/2015

Points marquants du mois sur les marchés

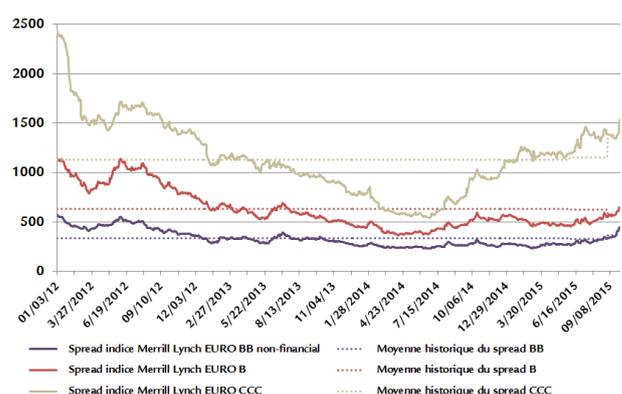
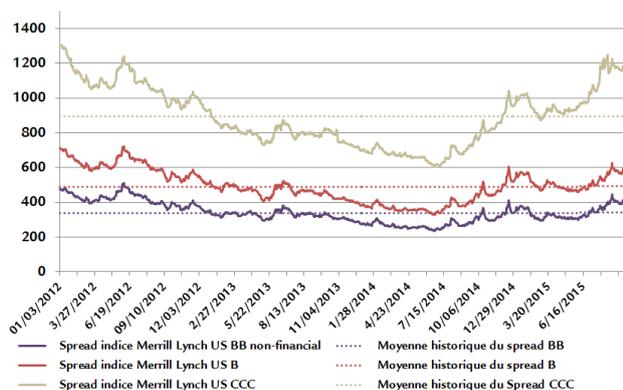
- **Performance** : Le marché High Yield n'avait pas connu un mois aussi pénalisant depuis l'été 2011. En effet, le mois de septembre, et plus globalement le trimestre, ont été particulièrement difficiles pour le High Yield notamment pour le marché américain qui a enregistré une baisse de -5,29% depuis le début de l'année (cf S&P 500).
- **Marché primaire** : Le HY US avait sous-performé le HY Euro en août et en juillet, suite aux mauvaises nouvelles en provenance de Chine. La baisse s'est accélérée en fin de mois alors que des inquiétudes sur d'importants émetteurs (Volkswagen, Glencore, Casino/Rallye etc..) ont transformé une correction spécifique au High Yield en baisse généralisée des marchés de crédit.
- **Segments Crédits et Secteurs** : Enfin, les mauvaises nouvelles s'accablent sur les segments des dettes hybrides corporates : affaire Volkswagen, inquiétude sur les services aux collectivités allemands et australiens (émetteurs importants en Euro). Ce segment pèse sur les indices High Yield et sur le sentiment général des investisseurs vis-à-vis des crédits « high beta ».

Evolution des indicateurs de marché

| | Yield To Worst | | Spread | | Duration | |
|---------------------|----------------|--------|-----------|------|-----------|------|
| | Septembre | Août | Septembre | Août | Septembre | Août |
| Marchés US | | | | | | |
| US HY ex-fin | 8,23% | 7,50% | 677 | 588 | 4,21 | 4,08 |
| US BB ex-fin | 6,32% | 5,71% | 476 | 401 | 4,77 | 4,71 |
| US B | 8,07% | 7,37% | 664 | 580 | 3,97 | 3,81 |
| US CCC | 14,14% | 13,26% | 1291 | 1172 | 3,3 | 3,16 |
| US Treasury 5Y | 1,59% | 1,75% | | | 5,47 | 5,38 |
| Marchés Euro | | | | | | |
| Euro HY ex-fin | 5,63% | 4,61% | 558 | 449 | 3,68 | 3,62 |
| Euro BB ex-fin | 4,47% | 3,47% | 436 | 329 | 3,92 | 3,9 |
| Euro B | 6,44% | 5,62% | 646 | 557 | 3,36 | 3,24 |
| Euro CCC | 16,40% | 15,81% | 1451 | 1408 | 2,57 | 2,44 |
| Bund 5Y | 0,06% | 0,21% | | | 5,48 | 5,57 |

Source: Swiss Life AM, BoAML, Bloomberg, 30/09/2015

Evolution des spreads US et Euro



Stratégie High Yield

Nous conservons nos positions actuelles malgré la baisse et la sous-performance récente. Nous attendons une stabilisation des marchés High Yield pour effectuer des arbitrages afin de profiter des rendements attractifs et de l'augmentation des primes de risque.

Dans ce nouveau contexte, nous avons effectué un premier investissement sur les nouvelles obligations Frontier Communications 10,5% à 7 ans (pour un crédit BB-) et nous pensons que le primaire devrait être très intéressant dans les mois à venir. Concernant Abengoa, nous attendons la réalisation de l'augmentation de capital et les premières mesures de cessions d'actifs et de participations. Les obligations nous paraissent très décotées et les mesures citées ci-dessus devraient être très positives afin de réaliser ce crédit.

Stratégie Rendement

Dettes hybrides financières

Dettes bancaires « legacy » Bâle II : Le remboursement de la souche T1 Unicredit 4,028 a été annoncée (position importante dans le fonds SLF (F) Rendement) après les péripéties que cette souche avait connues (point bas à un prix de 40 fin 2011).

Nous sommes à la recherche de nouvelles opportunités sur ce segment sachant que malgré leur baisse, les AT1 et Coco Bâle III ne compensent pas pour nous leur niveau de risque aux rendements actuels.

Dettes hybrides corporates :

C'est le segment qui concentre les inquiétudes du marché. Nous voyons une augmentation des primes de risque sur ce segment dans les prochains mois.

En effet, l'affaire Volkswagen et les « downgrades » des services allemands risquent de remettre en cause le statut particulier des dettes hybrides notées BBB. En effet, ces dettes étaient surtout détenues par des portefeuilles contraints en ratings et de tolérance au risque très faible. A cause du repricing de ce secteur, de nombreux investisseurs ne pourront plus se porter acheteurs, voire risquent de devenir vendeurs forcés.

Il suffirait qu'un émetteur décide de ne pas payer un coupon sur une hybride pour provoquer un repricing supplémentaire. Aujourd'hui on ne peut plus exclure un tel événement, même pour des noms réputés très solides.

Aussi, nous restons à l'écart de ce segment pour l'instant, même si des situations particulières, comme les hybrides Casino, nous semblent proposer un rendement attractif et la société nous a rassuré lors de son récent roadshow.

Vous pouvez retrouver nos performances sur notre site internet : <http://www.swisslife-am.com/fr/home.html> ou nous contacter au 01.46.17.21.02



Focus sur une valeur Frontier Communications

Par Gilles Frisch,
Responsable du pôle
Asset Opportunités

Frontier équipe les villes américaines de tailles moyennes en câbles et en fibres optiques. Dans ces zones, augmenter les prix est un exercice difficile, mais la concurrence y est moins intense.

Grâce à l'acquisition d'actifs d'AT&T et Verizon, Frontier Communications parvient à conserver sa place dans un marché mature, en concentration et convoité pour ses marges sur EBITDA élevées (> à 30%). Ce phénomène de M&A devrait stimuler le secteur à rationaliser ses coûts de fonctionnement.

Points forts

- Le management de Frontier possède l'expérience pour intégrer rapidement ces acquisitions.
- Près de 700 M\$ de synergies sont attendues avec l'intégration des actifs de Verizon, soit environ 30% de l'EBITDA 2015 pro forma.
- Réseau modernisé. Pas de hausse de CAPEX significative à attendre. Le rating ne devrait pas être affecté (le management souhaite conserver le BB-).

Points faibles

- Malgré ces acquisitions, le segment vidéo n'a progressé que de 2% à 15% des ventes, cela reste encore insuffisant pour assurer un véritable relais de croissance pour l'émetteur.
- Politique de dividendes importante : près de 500 M\$/an. Cette somme peut être réduite pour désendetter le groupe plus rapidement.

Perspectives et thèse d'investissement

- La rentabilité est importante et devrait rester stable dans le temps. Les synergies prévues devraient être réalisées aisément.
- Le groupe doit se désendetter au plus vite afin de pouvoir saisir d'autres opportunités nécessaires à pérenniser sa croissance.

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive Européenne sur les Marchés des Instruments financiers (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, une offre de vente ou une incitation à effectuer un placement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Management (France). La responsabilité de Swiss Life Asset Management 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.

Tout investisseur potentiel doit prendre connaissance du DICI et du prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription. Ces documents sont également disponibles sur simple demande au siège social de Swiss Life Asset Management (France) ou sur le site www.swisslife-am.com.

Swiss Life Asset Management (France)

7, rue Belgrand

F- 92300 Levallois

Tel.: + 33(0) 46 17 21 02

swisslifeam-serviceclients@swisslife.fr

Agrément AMF 23/12/2003 - N° GP: 03 026