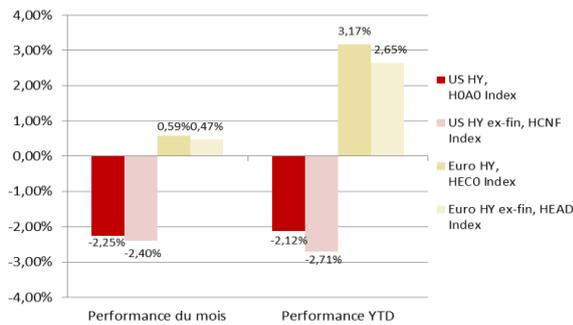


Newsletter High Yield

Novembre 2015

Performances des marchés High Yield



Performances des marchés Actions et Taux souverains

	Novembre	Depuis le début de l'année
S&P 500	0,30%	3,01%
US Treasury 5Y	-0,42%	2,21%
EuroStoxx 50	2,73%	15,06%
Bund 5Y	0,61%	1,55%
US HY, HOAO Index	-2,25%	-2,12%
US HY ex-fin, HCNF Index	-2,40%	-2,71%
Euro HY, HECO Index	0,59%	3,17%
Euro HY ex-fin, HEAD Index	0,47%	2,65%

Source: Swiss Life AM, BoAML, Bloomberg, 30/11/2015

Points marquants du mois sur les marchés

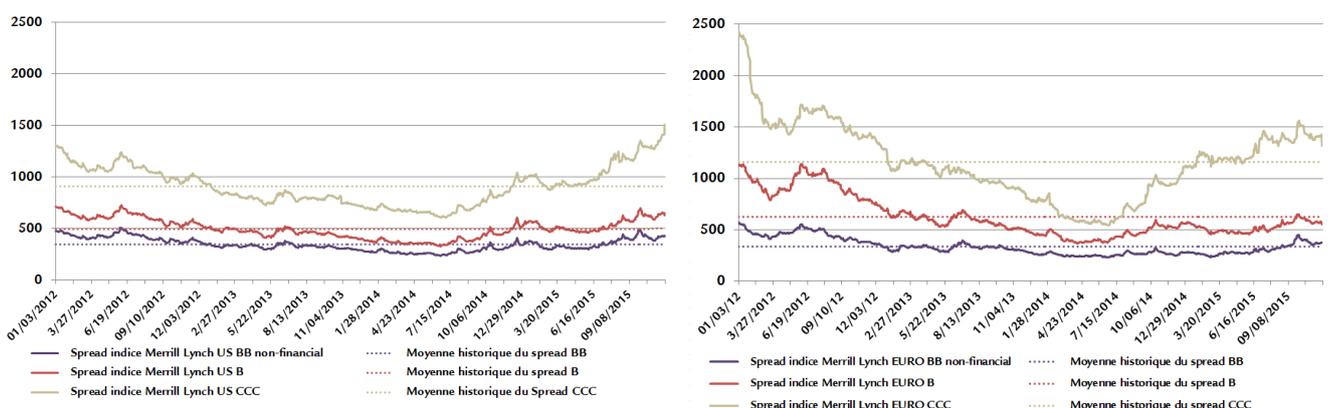
- **Performance** : Les marchés High Yield ont connu une performance divergente en Europe et aux Etats-Unis. Dans la lignée du mois d'octobre, le marché High Yield Euro a enregistré des performances légèrement positives et ce malgré l'annonce de l'entreprise espagnole Abengoa de se mettre dans une procédure « avant faillite ». Le marché High Yield US continue d'être pénalisé par la performance négative des secteurs Energie et Matières Premières représentant environ 20% de l'indice.
- **Marché primaire** : Le marché primaire a été peu actif en novembre en raison des fortes volatilités et de l'illiquidité sur ce marché ces derniers mois. Après la correction aux Etats-Unis, le marché primaire américain est resté quasi fermé mais nous avons pu constater quelques émissions dans le marché Euro.
- **Flux sur les fonds HY et ETF HY** : Novembre a été marqué par d'importants rachats sur les Mutual Funds HY US de l'ordre de -3,7 milliards USD, qui annulent en partie les souscriptions exceptionnelles d'octobre. La divergence observée cette année entre HY ETF et fonds discrétionnaires s'est nettement amplifiée en novembre avec des souscriptions nettes pour les ETF contre des rachats nets pour les fonds discrétionnaires. Depuis début 2015, on observe ainsi des souscriptions de 2,8 milliards pour les ETF HY contre 6 milliards de rachats pour les fonds discrétionnaires. Cette divergence a un effet de concentration de la liquidité sur peu de titres et a probablement conduit à une hausse de la dispersion entre les performances des différents secteurs, crédits etc.. (la baisse de prix d'un segment entraîne des rachats provoquant eux-mêmes des ventes sur ce segment engendrant une nouvelle baisse des prix..)

Evolution des indicateurs de marché

	Yield To Worst		Spread		Duration	
	Novembre	Octobre	Novembre	Octobre	Novembre	Octobre
Marchés US						
US HY ex-fin	8,29%	7,63%	659	609	4,06	3,96
US BB ex-fin	6,04%	5,59%	424	394	4,56	4,49
US B	8,14%	7,56%	646	603	3,84	3,68
US CCC	15,56%	13,96%	1407	1270	3,16	3,07
US Treasury 5Y	1,84%	1,73%			5,4	5,42
Marchés Euro						
Euro HY ex-fin	4,70%	4,87%	482	488	3,41	3,46
Euro BB ex-fin	3,68%	3,78%	373	375	3,75	3,79
Euro B	5,50%	5,75%	571	583	2,93	3,03
Euro CCC	15,74%	15,56%	1436	1393	2,18	2,22
Bund 5Y	-0,08%	0,02%			5,66	5,66

Source: Swiss Life AM, BoAML, Bloomberg, 30/11/2015

Evolution des spreads US et Euro



Stratégie High Yield

Dans l'attente d'une stabilisation des marchés High Yield, nous avons été assez peu actifs. Nous attendons le moment opportun pour effectuer certains arbitrages nous permettant de profiter de rendements attractifs et de l'augmentation des primes de risque.

Le mois a été marqué par une poursuite de la correction du HY US qui a souffert de la baisse des matières premières et du pétrole qui représentent environ 20% de l'indice. Avec une performance légèrement positive de l'Euro HY, le décalage des primes de risque crédit entre les deux zones géographiques s'est intensifié au cours du mois. Cette tendance constatée depuis plusieurs semaines représente une opportunité d'arbitrer notre surexposition Euro en faveur du marché US tout en diversifiant nos investissements hors du pétrole et des matières premières pour profiter de l'élargissement des primes de risques de crédit constaté dans les autres secteurs.

Stratégie Rendement

Dettes hybrides financières

Suite au rebond d'octobre, le marché a connu une faible activité primaire pour de nouvelles émissions subordonnées. Les prochaines émissions de dettes AT1 permettront de mieux appréhender le nouveau contexte de prime de risque sur ce secteur après la correction de cet été. En effet, les rendements actuels des AT1 et Coco Bâle III ne compensent toujours pas, selon nous, leur niveau de risque.

Dettes hybrides corporate

Quelques émissions ont vu le jour sur le marché des dettes hybrides corporate malgré la décision de S&P de réduire la composante actions sur l'ensemble des hybrides corporate en fin de mois d'octobre. Nous avons pu voir des émetteurs de qualité comme OMV AG ou Solvay SA qui proposent des rendements largement plus attractifs pour une notation équivalente d'un émetteur HY en dette senior unsecured. Nous estimons que les nouvelles primes de risques payées sur le marché primaire sont redevenues attractives et nous regarderons la classe d'actif pour identifier des émetteurs de bonne qualité. Solvay, l'un des premiers chimistes mondiaux a partiellement financé une acquisition avec deux hybrides de 500M€, la plus courte avec une première date de call en juin 2021 et un coupon de 5,118% jusqu'à cette date.

Obligations convertibles

Les convertibles ont connu une performance stable sur le mois. Les sociétés foncières ont réalisé les meilleures performances ce qui a été bénéfique pour la classe d'actifs du portefeuille. L'émission de la convertible TOTAL 0.5% 2022 a été la plus importante émission sur le mois avec 1 200M USD. Nous avons choisi de rester à l'écart de cette dernière pourtant correctement valorisée car Total reste sous pression dans cette conjoncture pétrolière. De plus, Total finance en partie ses dividendes par endettement. En dehors de cette émission, le marché primaire est resté peu actif.

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 Solvay SA

Par Gilles Frisch,
Responsable du pôle
Asset Opportunities

Le groupe belge Solvay, un des leaders de la chimie mondiale avec un CA de 10Mds€ et une marge EBITDA de 18.9%, a finalisé l'acquisition du chimiste américain Cytec pour 5,5Mds\$ qui a réalisé un CA de 2Mds\$ et une marge de 16,2% en 2014 pour intégrer la société dans son bilan dès 2016. Cette acquisition est une étape majeure dans le repositionnement stratégique du Groupe. Solvay améliorera ses perspectives de croissance du CA avec l'intégration des activités des matériaux destinés à l'allègement des structures pour l'aéronautique et l'automobile de Cytec tout en réduisant les activités plus cycliques dans son activité. L'achat est financé avec des emprunts obligataires et hybrides pour 4,7Mds€ et une augmentation de capital de 1,5Mds€.

Points forts

- Les acquisitions transformatrices du passé (cession pharma, acquisition Rhodia) ont été exécutées avec succès ;
- Politique financière prudente avec le but de garder des notations « Investment Grade » ;
- Bonne capacité de désendettement organique.

Points faibles

- Post-acquisition, le ratio d'endettement sur EBITDA augmentera de 3,5x vers 4x, très justement en ligne pour la notation crédit BBB.

Perspectives et thèse d'investissement

- Post acquisition, le levier sera élevé pour une notation émetteur « BBB » mais les perspectives de désendettement sur le moyen terme sont bonnes.
- Nous avons participé aux émissions hybrides notées BB+. La 1ère tranche au coupon de 5,118% est rappelable au gré de l'émetteur en 2021. Nous apprécions la qualité crédit de Solvay et le rendement des hybrides est très attractif en comparaison avec une dette High Yield BB+.

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