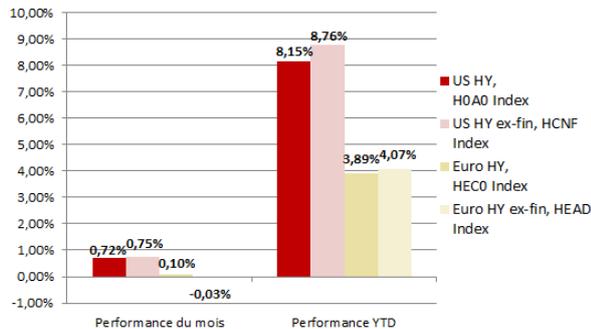


Newsletter High Yield

Avril-Mai 2016

Performances des marchés High Yield



Performances des marchés Actions et Taux souverains

	Avril	Mai	Depuis le début de l'année
S&P 500	0,39%	1,80%	3,57%
US Treasury 5Y	-0,08%	-0,19%	3,33%
EuroStoxx 50	1,49%	2,88%	-3,58%
Bund 5Y	-0,43%	0,56%	2,25%
US HY, H0A0 Index	4,00%	0,72%	8,15%
US HY ex-fin, HCNF Index	4,25%	0,75%	8,76%
Euro HY, HECO Index	1,98%	0,10%	3,89%
Euro HY ex-fin, HEAD Index	1,99%	-0,03%	4,07%

Source: Swiss Life AM, BoAML, Bloomberg, 31/05/2016

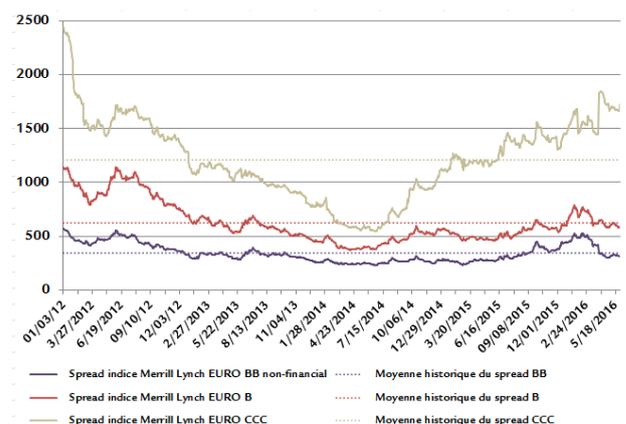
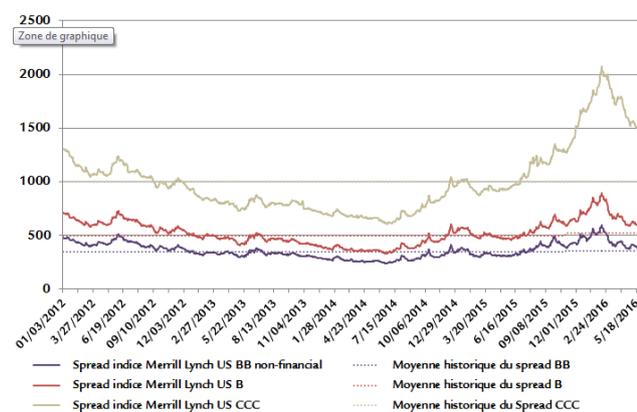
Points marquants du mois sur les marchés : Focus sur le marché High Yield US

- Les mois d'avril et mai ont vu le marché High Yield US atteindre un nouveau plus haut et clôturer la forte baisse amorcée fin mai 2015. Cette baisse aura duré un an avec une amplitude de -10,57% ce qui en fait la **quatrième plus forte baisse historique** du marché juste derrière celle de 2011 (-10,68%), tout de même loin derrière les baisses de crise de 2008 (-35,49%) et 2002 (-15,62%).
- Cette reprise des marchés HY s'est traduite par **une performance à 2 chiffres dans les 12 mois**. Le rebond a été très important et il s'est inscrit dans la durée, les investisseurs reprenant confiance et les nouveaux flux d'investissement alimentant la hausse.
- Le **marché US offre aujourd'hui des rendements très attractifs** de l'ordre de 7,40% dans un contexte de taux bas et où les investisseurs ont peu d'alternatives. **La dynamique de flux est très positive** : le rebond très rapide depuis les plus bas de mi-février n'a pas permis aux investisseurs de se réinvestir et les niveaux de liquidités à placer restent importants. **Le marché primaire est très généreux** : cette correction longue a empêché beaucoup de sociétés d'émettre et elles offrent des primes de +100 à +250 bps par rapport aux rendements du secondaire.
- La dynamique est à nouveau positive sur les secteurs de l'énergie et des minéraux et métaux**. L'acier et les miniers ont pu revenir sur le marché primaire, le secteur pétrole et gaz US fait l'objet de fusions pouvant être un signal à une réouverture du marché primaire, ceci dans un contexte où les rendements sur ces secteurs restent très importants.
- Suite au programme d'achat de corporate bonds par la BCE, le HY Euro s'est très fortement renchéri et les deals primaires en euro se font avec des rendements entre 2.5% et 3.5% sur le BB et de 4.5% sur le B, soit aux plus bas en terme de rendements et avec peu de marge d'erreur compte tenu des taux de défauts historiques long terme supérieurs à 2%. A l'inverse, le BB US offre des rendements supérieurs à 5% sur le secondaire et des opportunités à 6% ou 7% sur le marché primaire, le B des rendements de 7% à 10% : le risque est donc plus que correctement rémunéré.

Evolution des indicateurs de marché

	Yield To Worst		Spread		Duration	
	Mai	Avril	Mai	Avril	Mai	Avril
Marchés US						
US HY ex-fin	7,64%	7,76%	621	639	3,96	3,91
US BB ex-fin	5,30%	5,23%	378	378	4,46	4,42
US B	7,25%	7,21%	584	589	3,65	3,57
US CCC	15,67%	16,74%	1451	1551	3,07	3,09
US Treasury 5Y	1,50%	1,44%	-	-	5,43	5,47
Marchés Euro						
Euro HY ex-fin	4,56%	4,63%	478	479	3,36	3,37
Euro BB ex-fin	2,84%	2,82%	309	301	3,79	3,76
Euro B	5,39%	5,53%	579	585	2,66	2,73
Euro CCC	17,61%	18,18%	1657	1718	2,22	2,19
Bund 5Y	-0,30%	-0,20%	-	-	5,54	5,57

Evolution des spreads US et Euro



Stratégie High Yield

Comme mentionné ci-dessus, nous avons principalement investi sur le High Yield américain, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Nous avons investi sur Dell, Match Group, Goodyear, Cheniere Corpus Christi, US Steel, Aramark, Bluescope et Hanesbrand.

Nous avons ainsi réduit notre exposition au marché High Yield européen en vendant les positions trop chères et les obligations avec un rendement faible et un call court (ie profil de convexité négative).

Nous allons poursuivre cette stratégie dans les semaines à venir de manière à avoir un portefeuille majoritairement US.

Stratégie Rendement

High Yield à taux variable (HY FRNs)

Nous avons vendu la majorité de notre portefeuille High Yield à taux variable pour nous réinvestir sur des souches à taux fixes plus attractives, ce qui nous a permis d'échanger un carry Libor + 417 bps contre un taux fixe moyen de 7,5%.

Dettes financières subordonnées

Nous avons réinvesti le cash provenant des remboursements de dettes « Legacy Tier 1 » en nouvelles émission LT2 et « senior Holdcos », en diversifiant le risque sur 12 banques européennes, avec un rendement moyen de 3,25%. Nous restons toujours à l'écart des dettes AT1.

Dettes hybrides corporate

Nous conservons notre portefeuille actuel. Dans un souci de garder l'accès au marché, nous restons convaincus que la plupart des émetteurs IG vont continuer à exercer les calls sur leurs hybrides.

Obligations convertibles

Malgré la correction des marchés actions et du crédit, les quelques deals primaires du segment des convertibles ne sont pas encore attractifs et nous ne participons pas à des deals primaires offrant un rendement négatif.

Aussi nous ne réalisons pas de nouveaux investissements dans ce segment.

Vous pouvez retrouver nos performances sur notre site internet : <http://www.swisslife-am.com/fr/home.html> ou nous contacter au +33 (0)1.46.17.21.02



Focus sur une valeur Cirsa Gaming Corp

Par Gilles Frisch,
Responsable du pôle
Asset Opportunities

Cirsa est une société espagnole notée B+ stable qui conçoit des programmes de jeux et exploite des Casinos et machines à sous en Espagne (30%), Argentine (25%), Panama (17%), Colombie (14%) et Mexique (6%). En avril, Cirsa a profité de la reprise des marchés pour refinancer l'obligation 8,75% 2018 et émettre une obligation 5,75% 2021, réduisant ainsi la charge de sa dette.

Points forts

- La discipline de gestion appliquée depuis 5 ans porte ses fruits. La marge sur EBITDA passe de 21% à 24%, le levier de 3,5x se réduit à moins de 2,6x en 2015.
- Le business model de Cirsa reste faiblement exposé à la cyclicité des économies locales, les plus souvent fragiles, notamment en Amérique Latine.
- Au premier trimestre 2016 la marge progresse de 8% par rapport à la même période l'an passé. Les ratios devraient donc poursuivre leur amélioration.

Points faibles

- Le groupe réalise la majeure partie de son chiffre d'affaires dans des zones à stabilité économique et politique faibles.
- A ce jour la génération de cash net de dividende reste limitée.
- La structure familiale et non cotée induit une communication peu fréquente.

Perspectives et thèse d'investissement

Cirsa a en Espagne et Amérique Latine une position de leadership. Par ailleurs, dans ce secteur, la marge est parfaitement contrôlable permettant d'avoir, à chiffre d'affaires constant, une forte lisibilité des cash-flows.

- La demande dans ce secteur progresse et se démocratise, elle reste faiblement sensible à un ralentissement économique locale.
- La continuité du plan de rigueur et la récente opération de refinancement nous conforte dans l'amélioration des cash-flows et donc la capacité du groupe à poursuivre son désendettement à dividende constant.

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