

Corporate Credit Monthly Update

Mai 2018

Les indicateurs économiques européens se sont révélés mitigés, avec notamment une dégradation du PMI et un rebond de l'inflation. Mais c'est l'actualité politique qui a concentré l'attention. En Italie, la victoire de Ligue du Nord (extrême droite) et du Mouvement 5 Etoiles (antisystème) a conduit à l'alliance de deux forces politiques a priori peu compatibles. Le contenu des programmes électoraux a conduit à de fortes inquiétudes concernant la politique budgétaire et l'engagement européen de l'Italie. Cette situation inédite a provoqué des tensions sur le marché des taux d'Etat italiens et sur certains émetteurs du pays. Le spread souverain italien à 10 ans a ainsi culminé à 283 bp par rapport au Bund, le rendement finissant le mois de mai à 2,79%, en hausse de 100 bp. Dans le même temps, en Espagne, le processus devant finalement conduire à la chute du premier ministre espagnol Mariano Rajoy était déjà engagé fin mai, ajoutant une autre incertitude politique pour l'avenir du Vieux Continent. Dans le domaine du high yield, les secteurs les plus touchés en mai ont été l'assurance, la banque et l'énergie, tandis que ceux de la santé et des media affichaient une performance légèrement positive sur le mois.

Les Etats-Unis bénéficient d'une conjoncture économique favorable. La vigueur de la croissance se manifeste aussi bien dans le secteur manufacturier que dans les matières premières ou les services. Cette situation enviable bénéficie à l'emploi, tire les salaires à la hausse et encourage les entreprises à investir. Malgré le ralentissement relatif de la consommation des ménages, une hausse de l'inflation s'annonce probable. Dans ce contexte, de nouvelles hausses de taux sont attendues de la part de la Réserve Fédérale. Le débat porte seulement sur leur nombre.

La politique étrangère américaine, qu'il s'agisse des tensions avec ses partenaires commerciaux (Chine et Europe en tête) ou de l'isolement de l'administration Trump sur le nucléaire iranien, ne semble pas peser sur les marchés. Les taux à 10 ans se sont détendus de 9 bp sur le mois. Au niveau sectoriel, les performances des marchés high yield ont été contrastées en mai : alors que la banque, l'automobile et les services ont souffert, la santé et l'assurance sont en hausse. Les titres avec les notes de crédit les plus faibles et les durations les plus courtes ont été globalement privilégiés par les investisseurs.

Mai a été le mois de l'apaisement dans les relations compliquées entre les Etats-Unis et la Chine. Un compris semble avoir été trouvé à propos des droits de douane et du volume des échanges. Dans leur ensemble, les marchés émergents continuent de souffrir de la vigueur du dollar et de la hausse des taux longs aux Etats-Unis. En particulier, les marchés se sont inquiétés de la faiblesse de l'Argentine et de la baisse de sa devise jusqu'à l'annonce d'une demande d'aide auprès du FMI. En Turquie, la chute de la livre et les projets d'inflexion de la politique monétaire annoncés par le président Erdogan ont aussi poussé les marchés à la baisse. Au Brésil, le climat politique à la fois violent et corrompu continue d'inquiéter. Dans le segment du high yield émergent, les plus fortes pertes mensuelles concernent le secteur des entreprises étatiques, les télécommunications et l'énergie. Le secteur de la santé a été le plus performant.

Entreprises en vue

Verallia (Europe)

La société d'emballages française Verallia a publié de nouveau de solides résultats pour le 1er trimestre 2018, avec un chiffre d'affaires en hausse de 6,5% à taux de change constants et une marge d'EBITDA en hausse de 170 bps à 20,2%. Le management a également annoncé le refinancement des obligations par la combinaison d'un nouveau prêt bancaire, de billets de trésorerie et de liquidités disponibles. Pro forma pour la transaction, l'endettement net (incluant les PIK) sera de 4,3x. Suite à cette opération, les PIK seront les seules obligations à haut rendement échangeables dans la structure du bilan.

Mallinckrodt (US)

Mallinckrodt (MNK) a publié un chiffre d'affaires meilleur qu'attendu pour le 1er trimestre 2018, à 573 millions de dollars, ce qui correspond à une croissance de 1,7% hors effets de change. L'EBITDA ajusté s'est élevé à 236 millions de dollars, en baisse de 2,9% par rapport au 1er trimestre 2017. La société a réitéré son intention de se concentrer sur la réduction de sa dette et a déclaré que les capitaux issus de la vente potentielle de SGDG seraient utilisés dans ce but.

JBS (Pays émergents)

JBS a annoncé lors de sa présentation des résultats trimestriels une extension de 3 ans de 78% de ses lignes de crédit avec les banques. D'un point de vue opérationnel, la société a publié des chiffres solides, avec des ventes en hausse de 5,8% sur un an. L'EBITDA ajusté est en hausse de 30%, soutenu par ses opérations aux Etats-Unis. A la fin du trimestre, l'endettement brut était de 4,0x.

Émissions primaires significatives du mois

EUR				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Chemours	4.000%	2026	€450M	Ba3
Interxion	4.750%	2025	€1Bn	B1
US				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Mattel Inc.	6.750%	2025	\$500m	B1
Valeant	8.500%	2027	\$750m	Caa1
EM				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Hunt Oil of Peru	6.375%	2028	\$600M	Ba1
Nitrogenmuvek	7.000%	2025	€200M	B+

Publications de notation

Bilfinger SE	S&P	↘	BB
CEVA Group PLC	Moody's	↗	Caa1
Enagas	Moody's	↗	Baa1
Glencore PLC	S&P	↗	BBB+
Moby SpA	Moody's	↘	B3
NH Hotel Group SA	Moody's	↗	B1
Odebrecht Finance Ltd	Fitch	↗	CC
OMV AG	Moody's	↗	A3
Picard Groupe SAS	S&P	↘	B
Salini SpA	S&P	↘	BB
SGL Carbon SE	Moody's	↗	B3
TDC A/S	Fitch	↘	B+
Volvo Car AB	Moody's	↗	Ba1

Evènements macro-économiques

Allemagne : l'inflation a accéléré plus que prévu au mois de mai, atteignant son niveau le plus élevé depuis février 2017 et dépassant l'objectif de la BCE. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,6% sur un mois et de 2,2% sur un an. Par ailleurs, le taux de chômage est tombé à 5,2% en mai.

France : l'économie a augmenté de 0,2% au 1er trimestre par rapport au trimestre précédent. La hausse des prix à la consommation a accéléré sur un an en mai, atteignant 2%. Par ailleurs, la Commission européenne a officiellement recommandé la fin de la procédure pour déficit excessif engagée contre la France il y a neuf ans.

Royaume-Uni : sans surprise, la Banque centrale d'Angleterre a décidé de maintenir son taux directeur à 0,5%.

Italie : après près de trois mois de tractations et de rebondissements pour former un gouvernement, le Mouvement 5 étoiles et la Ligue ont trouvé un compromis avec le président Sergio Mattarella, qui exigeait des garanties sur le maintien du pays dans la zone euro. Le 1er ministre italien désigné, Giuseppe Conte, a nommé son gouvernement, avec, aux postes-clés, les chefs des deux partis soutenant son gouvernement de coalition.

Espagne : le socialiste Pedro Sanchez est devenu le nouveau président du gouvernement, après que le PSOE ait obtenu suffisamment de voix pour renverser le gouvernement dirigé par Mariano Rajoy. Par ailleurs, Le parlement catalan a élu à la présidence de la Catalogne le candidat séparatiste choisi par l'exilé Carles Puigdemont, Quim Torra, qui a promis de continuer à « construire un État indépendant » de l'Espagne.

Notations : S&P a confirmé la note à long terme AAA des Pays-Bas et de la Suisse, assortie dans les deux cas d'une perspective stable.

Etats-Unis : la Maison blanche a annoncé l'entrée en vigueur des tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium importés, qu'elle avait suspendus à deux reprises dans l'espoir de négocier un accord plus favorable avec l'UE et les autres pays concernés (Japon, Mexique, Canada, Australie, Argentine, Brésil...). Bruxelles a prévenu qu'elle répondrait par des mesures symboliques, imposant des tarifs douaniers sur les motos, les jeans et le whisky américains, soit un équivalent de près de 3 milliards d'euros.

Chine : le FMI a confirmé sa prévision d'une croissance de 6,6% cette année mais s'inquiète de la forte croissance du crédit et des frictions commerciales entre Pékin et Washington.

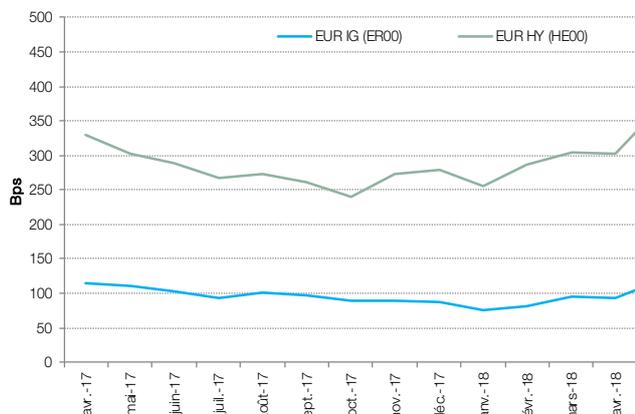
Indices de marché		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-1.38%	-1.24%	4.03	3.38%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-0.02%	-0.30%	4.21	6.34%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-0.97%	-0.85%	3.94	3.46%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-0.09%	-0.61%	4.32	5.94%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-1.43%	-2.56%	3.71	7.14%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-0.24%	-0.55%	5.17	0.98%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	0.45%	-2.59%	7.05	3.94%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	0.08%	-1.95%	5.23	4.03%
Obligations d'Etat					
10YGE	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	2.10%	0.78%		0.34%
10YUS	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	0.88%	-3.88%		2.86%

Inflation						
Inflation attendue		Mai	Avril	Mars	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 en Europe	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.60%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 aux Etats-Unis	2.50%	2.46%	2.44%	2.10%	2.40%
Inflation réalisée		Mai	Avril	Mars	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	1.20%	1.20%	1.30%	1.50%	1.40%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)	2.50%	2.50%	2.40%	2.20%	1.90%

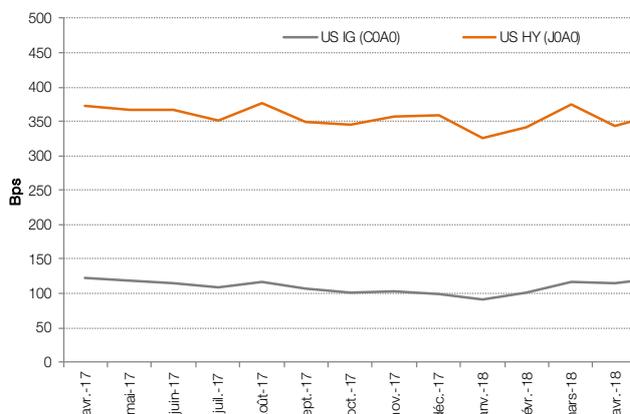
*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

Source : Merrill Lynch

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Mai	Avril	6 mois	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	117	91	87	107
HE00	Haut Rendement Europe	368	302	271	309
ER30	Titres notés A Europe	98	76	74	92
ER40	Titres notés BBB Europe	145	111	105	131
HE10	Titres notés BB Europe	290	231	207	241
HE20	Titres notés B Europe	536	479	440	367
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	121	113	100	116
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	370	354	369	381
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	97	91	78	93
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	153	143	130	147
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	263	238	220	251
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	396	378	381	388
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	167	151	131	155
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	469	387	411	471
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	127	121	107	126
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	219	193	167	197
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	355	291	255	294
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	538	455	401	469

Source : Merrill Lynch

Anaxis Asset Management

Anaxis Asset Management est la société de gestion obligataire du groupe Anaxis, qui offre depuis plus de 10 ans des services de conseil et de gestion d'actifs à une clientèle européenne constituée de professionnels de l'investissement. L'équipe d'Anaxis Asset Management est composée de spécialistes du crédit. Elle met en œuvre une gestion fondée sur une analyse financière détaillée et un contrôle des risques rigoureux.

Anaxis Asset Management

9 rue Scribe
75009 Paris

+33 (0)9 73 87 13 20
info@anaxiscapital.com

www.anaxiscapital.com

