

Corporate Credit Monthly Update

Juillet 2018

Dans la zone euro, le taux de chômage baisse de 9,2% à 8,4% entre mai 2017 et mai 2018 mais il reste élevé pour les jeunes (16,8%). La production industrielle de la zone euro et les exportations allemandes semblent bien se porter (+1.3% et +1.8% resp. publiés au titre du mois de mai). Cependant, le monde vit sous la menace d'une guerre commerciale et de ses effets possibles sur les économies nationales des différents pays, en particulier pour le secteur automobile et les exportations allemandes. En juillet, aux Etats-Unis, des droits de douane de 25% ont été imposés par l'administration Trump sur 34 milliards de dollars de produits chinois. D'autres mesures sont à l'étude.

Les taux allemands se sont tendus mais les spreads de crédit des voisins européens de l'Allemagne ont été orientés à la baisse. Sur le front monétaire, la BCE mettra fin à ses achats d'actifs en fin d'année mais renouvellera les obligations arrivant à échéance. Le volume estimé pour 2019 est de 180 milliards d'euros de réinvestissements. L'inflation ressort à 2% dans la zone euro, et même 2,3% en France mais les prix de l'énergie et de l'alimentation y contribuent beaucoup.

La plus grande incertitude demeure sur l'avenir des relations entre le Grande-Bretagne et l'Union. Un nouveau plan, moins dur, a été mis au point par le premier ministre Theresa May mais a provoqué une crise gouvernementale et le départ de Boris Johnson (ministre des affaires étrangères) et du secrétaire d'Etat au Brexit David Davies.

Un net rebond des marchés à haut rendement a eu lieu en juillet. Il a surtout bénéficié aux secteurs des télécommunications, de l'énergie de l'assurance et de la santé mais tous les secteurs affichent une performance positive sur le mois. Sans surprise, les titres les plus longs ont été généralement favorisés par la compression des primes de risque.

Sur les marchés US, l'attention se porte principalement sur la politique de l'administration Trump et sur les négociations qui ont été lancées, sous la menace de l'instauration de droits de douane supplémentaires, avec les principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis, au premier rang desquels figurent la Chine et l'Union Européenne.

Les économistes s'inquiètent des effets d'une possible escalade de mesures protectionnistes américaines. Une riposte des partenaires commerciaux des Etats-Unis serait inévitable, comme le démontrent les mesures de rétorsion, proportionnées mais fermes, prises notamment par la Chine, la Russie et l'Union Européenne. Le niveau de l'inflation se confirme : 2,9% sur un an à fin juin et 2,3% hors énergie et alimentation. Enfin, les taux à 10 ans se sont tendus de 10 points de base à 2,96% en juillet.

Malgré ce contexte incertain, les investisseurs semblent retrouver de l'appétit pour les obligations à haut rendement et les marchés ont été bien orientés. Les secteurs de la santé et des télécommunications ont été les plus favorisés et affichent les meilleures performances depuis janvier. A l'inverse, et malgré un rebond récent, les secteurs de l'automobile, de la banque et des biens de consommation restent dans le rouge.

Sur les marchés EM, des élections ont eu lieu au Mexique et ont porté le parti AMLO au pouvoir. En Turquie la victoire du président Erdogan a été suivie de la mise en œuvre d'une mesure décriée, qui lui accorde le pouvoir de nommer le gouverneur de la banque centrale et réduit donc significativement l'indépendance de l'institution. Cette décision politique a pesé sur le cours des actions et de la devise du pays. Pourtant la banque centrale n'a pas augmenté ses taux, qui se situent à 17,75% pour une inflation publiée de 15,4%. En Chine la croissance du PIB s'érode légèrement (6,7% sur 12 mois à fin juin) mais les ventes au détail progressent de 9%. Le pays doit cependant gérer la question délicate de l'endettement des entreprises et mener des réformes structurelles en veillant à ne pas déstabiliser les marchés.

Les investisseurs sont revenus vers les obligations émergentes en juillet et les marchés high yield ont connu de forts rebonds après la défiance des derniers mois. Les plus fortes hausses concernent les services, l'énergie, la santé et la technologie / électronique. La banque et l'assurance sont à la traîne. Les télécommunications et l'immobilier rebondissent de manière significative mais demeurent parmi les plus gros perdants sur l'année.

Entreprises en vue

Wind Tre (Europe)

CK Hutchinson (A2/A-) a annoncé qu'il allait devenir l'unique propriétaire de Wind Tre en rachetant la part de VEON dans la joint-venture pour 2,45 milliards d'euros. Bien que Wind Tre soit confronté à un environnement toujours concurrentiel sur son secteur d'activité, ses obligations ont bénéficié de ce fort engagement de la part d'un groupe très bien noté. S&P a placé sa note de crédit en perspective positive à la suite de cette annonce.

Cardtronics (US)

Cardtronics a publié une solide performance financière sur le 2e trimestre et a relevé ses perspectives pour 2018, après avoir surperformé sur la première partie de l'année. Grâce à un dénouement positif sur les commissions d'interchange au Royaume-Uni, l'entreprise prévoit à présent de générer un EBITDA entre 270 et 280 millions de dollars en 2018, avec un FCF ajusté plus élevé par rapport à 2017 (> \$74m).

Japfa Comfeed (Pays émergents)

Japfa Comfeed a publié de solides résultats pour le 2e trimestre 2018 avec un chiffre d'affaires plus élevé et une profitabilité qui s'est améliorée. La société bénéficie de la forte demande pour la volaille, avec un chiffre d'affaire en hausse de 17,8% et un EBITDA qui a connu une croissance de 87%, à 2,47 billions de roupies indonésiennes. Selon les estimations, le ratio Dette / EBITDA était à 1,5x à la fin du 2e trimestre et la liquidité était bonne, à 1,49 billion de roupies (contre un endettement total de 6,3 billions de roupies).

Émissions primaires significatives du mois

EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Altice France SA	5.875%	2027	€1Bn	B1
Radisson Hotel	6.875%	2023	€250m	B1

US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Intrepid Aviation	8.500%	2021	\$500m	B
Simmons Foods	7.750%	2024	\$250m	B1

EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Bulgarian Energy	3.500%	2025	€550M	Ba2
Cemig Geracao	9.250%	2024	\$1Bn	B

Publications de notation

ArcelorMittal	Fitch	↗	BBB-
Bouygues SA	Moody's	↗	A3
Carlsberg Breweries	Fitch	↗	BBB+
Covestro AG	Moody's	↗	Baa1
eDreams ODIGEO SA	Moody's	↗	B1
Intelsat SA	S&P	↗	CCC+
Jaguar Land Rover	S&P	↘	BB
Novartis AG	Moody4s	↘	A1
Safilo SpA	Moody's	↘	B2
UPM-Kymmene OYJ	S&P	↗	BBB
Vale SA	Moody's	↗	Baa3

Evènements macro-économiques

Union Européenne :

- Jean-Claude Juncker et son homologue américain, Donald Trump, ont annoncé fin juillet être parvenus à un accord pour travailler à l'abaissement des barrières commerciales. L'UE a cependant annoncé préparer une liste de contre-mesures au cas où les Etats-Unis imposeraient des droits de douane sur les automobiles en provenance de l'UE.

- Jean-Claude Juncker et le Premier ministre japonais Shinzo Abe ont également signé à Tokyo un vaste accord de libre-échange devant supprimer à terme la quasi-totalité des tarifs douaniers entre les deux partenaires qui représentent 28% du PIB mondial.

Allemagne : la croissance économique s'est contre toute attente réduite de moitié au 1er trimestre, à 0,3%.

France : Fitch a confirmé sa note souveraine AA et la perspective stable qui lui est associée, mais observe que les finances publiques restent un point faible au regard de la note de crédit actuelle.

Royaume-Uni : le ministre des Affaires étrangères, Boris Johnson, a démissionné, au lendemain du départ du ministre chargé du Brexit David Davis, sur fond de désaccord sur la future relation du Royaume-Uni avec l'UE après le Brexit. Deux semaines après avoir nommé Dominic Raab pour remplacer David Davis, Theresa May a réduit ses responsabilités en reprenant directement en main les négociations sur le Brexit.

Grèce : S&P a relevé sa perspective de stable à positive, tout en confirmant sa note long terme B+. La nouvelle perspective ouvre ainsi la voie à un relèvement de la note.

Monde : les économistes du FMI n'ont rien changé à leurs prévisions globales du printemps, à savoir une croissance mondiale qui atteindrait 3,9% cette année comme en 2019, après 3,7% en 2017.

Etats-Unis : Donald Trump s'est dit prêt à imposer des droits de douane sur 500 milliards de dollars supplémentaires de marchandises importées de Chine par les Etats-Unis, affichant sa détermination dans le différend commercial entre les deux pays. Il a également accentué ses critiques de la politique de relèvement des taux d'intérêt de la Fed, affirmant que cela retirait aux Etats-Unis un avantage concurrentiel important.

Russie : le pays a annoncé l'introduction de surtaxes sur une série de produits américains et préparer de nouvelles mesures de rétorsion en réponse aux barrières douanières imposées par les Etats-Unis.

Iran : les Etats-Unis ont refusé d'accorder des dérogations ou des délais aux entreprises européennes en Iran après leur décision unilatérale de rétablir les sanctions économiques envers le pays.

Indices de marché		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	1.57%	-0.15%	3.84	3.29%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	1.14%	1.18%	4.13	6.34%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	1.58%	0.21%	3.65	3.39%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	1.08%	0.69%	4.23	5.89%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	1.86%	-1.86%	3.66	7.36%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	0.27%	-0.30%	5.13	0.99%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	0.75%	-2.40%	7.02	4.05%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	0.69%	-1.29%	5.22	4.09%
Obligations d'Etat					
10YGE	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.40%	-0.23%		0.44%
10YUS	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-0.82%	-4.64%		2.96%

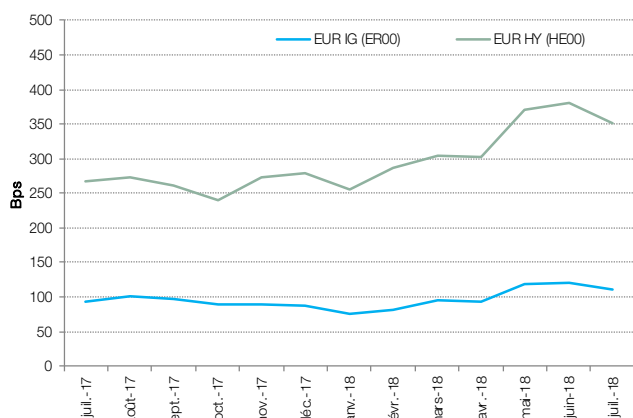
Inflation

Inflation attendue		Juillet	Juin	Mai	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 en Europe	1.70%	1.60%	1.50%	1.50%	1.50%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 aux Etats-Unis	2.50%	2.56%	2.50%	2.20%	2.10%
Inflation réalisée		Juillet	Juin	Mai	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	1.20%	2.00%	1.90%	1.30%	1.30%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)	2.50%	2.90%	2.80%	2.10%	1.70%

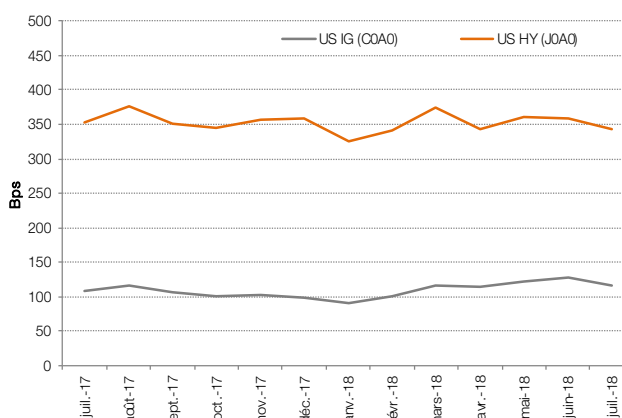
*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

Source : Merrill Lynch

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Juillet	Juin	6 mois	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	110	119	74	92
HE00	Haut Rendement Europe	351	381	252	280
ER30	Titres notés A Europe	90	98	62	78
ER40	Titres notés BBB Europe	137	149	89	112
HE10	Titres notés BB Europe	271	303	186	216
HE20	Titres notés B Europe	519	552	419	396
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	115	128	90	105
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	353	368	337	366
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	92	104	70	83
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	146	161	115	136
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	244	266	208	234
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	375	391	349	374
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	156	169	120	144
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	470	512	341	465
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	122	128	100	118
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	205	222	152	184
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	334	381	230	287
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	577	610	385	481

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

