

# Corporate Credit Monthly Update

## Septembre 2018

---

La croissance de la zone euro reste modérée mais le chômage poursuit son reflux à 8,2% (chiffre de juillet). L'inflation observée (+2,1%) s'explique en grande partie par le renchérissement du prix de l'énergie, le pétrole ayant connu une hausse de près de 50% sur les 12 derniers mois (pour atteindre 80 dollars le baril de brut). L'inflation hors alimentation et énergie s'affiche à seulement +0,9% en septembre. Dans ce contexte mitigé, la BCE a confirmé la fin de son programme de rachat d'actifs en décembre 2018 mais n'envisage toujours pas de hausse des taux avant le second semestre 2019.

L'incertitude la plus forte continue de planer sur les conditions dans lesquelles la Grande-Bretagne sortira de l'Union Européenne, alors que l'échéance de mars 2019 approche. Un point très délicat concerne le statut de l'Irlande du Nord.

Le budget italien annoncé le 28 septembre a provoqué la consternation à Bruxelles du fait de son déficit prévisionnel de 2,4% et de son imprécision. Il ne devrait pas être accepté en l'état par la Commission Européenne. En attendant les négociations sur ce sujet, les taux italiens sont repartis à la hausse début octobre.

Le marché du crédit progresse légèrement en Septembre, avec un rendement de 3,82% en fin de mois (en euro). On note toutefois une certaine disparité entre les secteurs. Les titres liés à la santé ont bien progressé tandis que le secteur des industries de base souffre et que les inquiétudes s'accumulent sur les acteurs de la distribution.

Le mois a été marqué par la réouverture du marché primaire et l'annonce de nombreuses opérations, en particulier en Grande-Bretagne où 1,1 milliard de livres a été émis en titres high yield. Dans la zone euro, on compte notamment parmi les nouvelles émissions El Corte Ingles, Guala Closures, Interxion, Edreams Odigeo et Gamenet. Le taux de défaut annuel des émetteurs européens reste à zéro pour le troisième mois consécutif.

Le Réserve Fédérale a remonté ses taux à 2,25% le 26 septembre. Il s'agit de la troisième hausse en 2018. Une quatrième est attendue avant la fin de l'année. Les taux longs (10 ans) ont augmenté de 20 points de base en septembre, ce qui porte leur augmentation à 65,6 points de base depuis le premier janvier.

L'économie se porte bien, les entreprises affichent leur confiance et la production industrielle est en hausse (+0,4% en août). Les salaires ont progressé de 2,9% en septembre, un chiffre exceptionnellement élevé.

Au niveau du commerce international, un accord a été trouvé avec le Canada, après celui déjà annoncé avec le Mexique peu de temps auparavant. Une des rares zones d'ombre concerne l'évolution des relations avec la Chine.

Les rendements du marché high yield sont en légère baisse à 6,05% en fin de mois (en dollar). Les secteurs des télécommunications et de la santé sont en tête des performances de l'année alors que celui de l'automobile est pénalisé. Le taux de défaut sur 12 mois glissants s'établit à 3,6%.

La guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine se poursuit mais une volonté de modération se fait jour. Des taxes ont été appliquées par l'administration américaine sur 200 milliards de dollars supplémentaires de produits chinois mais avec un taux provisoirement limité à 10%. La Chine a répliqué sur un volume de produits de « seulement » 60 milliards de dollars. La politique monétaire et budgétaire du pays évolue afin de soutenir la croissance.

La Turquie demeure un sujet de préoccupation majeure. Un rebond technique a eu lieu en octobre, après le gros volume de ventes observé en août. La banque centrale a pris la mesure des risques et a relevé son taux directeur de 17,75% à 24%, en contradiction totale avec les discours du président Erdogan. Au niveau économique, la situation ne s'améliore pas. Le statut judiciaire du pasteur Brunson continue d'envenimer les relations du pays avec Etats-Unis, en attendant une audience prévue le 12 octobre à Izmir.

L'Argentine a obtenu une augmentation de l'aide du FMI, ainsi que des paiements accélérés (13,4 milliards de dollars en 2018 et 22,8 en 2019). La banque centrale du pays a par ailleurs précisé sa politique d'intervention sur le marché des changes suite à l'arrivée d'un nouveau gouverneur.

Le Brésil vit une période électorale consternante, où s'affrontent un candidat d'extrême droite victime d'une tentative de meurtre (Jair Bolsonaro) et l'ex-président Lula, emprisonné pour corruption, jugé inéligible et représenté par son ancien colistier Fernando Haddad. Bolsonaro est le grand vainqueur du premier tour du 7 octobre avec 46% des voix.

Le marché high yield émergent est globalement en hausse sur septembre, induisant une baisse des rendements de 43 points de base à 7,69% (en dollar) et une baisse du spread de crédit moyen de 61 points de base à 4,95%. Les plus forts rebonds concernent les entreprises d'Etat et le secteur financier.

## Entreprises en vue

## Shop Direct (Europe)

Shop Direct, le distributeur en ligne britannique, a publié de solides résultats pour l'année fiscale 2017-18, avec un chiffre d'affaires en hausse de 1,5% sur un an (à 2 milliards de GBP) et un EBITDA en hausse de 11% (à 262 millions de GBP), grâce à une croissance continue dans le segment Very (+9,9%) qui a contrebalancé le recul de Littlewoods (14,5%). L'endettement net était en baisse de 0,7x sur un trimestre à 2,3x. La société a confirmé une injection de capital des actionnaires de 100 millions de GBP au 4<sup>e</sup> trimestre pour couvrir les paiements liés aux recours clients. Du point de vue des détenteurs d'obligations, il s'agit évidemment d'une bonne nouvelle, car cela montre le fort soutien des actionnaires.

## EnPro (US)

Le conglomérat industriel américain EnPro a annoncé le remboursement anticipé de son obligation Senior 2022 5,875%. La société utilisera les liquidités levées par sa nouvelle émission Senior de 350 millions de dollars pour financer ce remboursement. Plus tôt dans le mois, S&P a relevé la note des obligations Senior d'EnPro à BB.

## Turk Telekom (Pays émergents)

Selon les rumeurs, la société chinoise Tatwah Smartech pourrait racheter la part détenue par les banques turques dans Turk Telekom. Ce fabricant de produits de radio-identification et de dispositifs à semi-conducteurs est ainsi l'un des interlocuteurs pour racheter une part dans le plus important opérateur de télécommunications de Turquie. D'autre part, le management de Turk Telecom a annoncé que la société avait mis en place un accord de swap de change avec les banques internationales pour totalement couvrir sa dette à court-terme en dollars.

## Émissions primaires significatives du mois

EUR				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Avis Budget	4.750%	2026	€350M	B3
US				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Cheniere Energy	5.625%	2026	\$1.1Bn	Ba2
Refinitiv	6.250%	2026	\$1.25Bn	B2
EM				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Avolon Holdings	5.125%	2023	\$1Bn	Ba3
Maxima Grupe	3.250%	2023	\$300m	BB+

## Publications de notation

Astaldi SpA	Moody's	↘	Caa2
Atlas Copco AB	Fitch	↗	A+
Barry Callebaut AG	Moody's	↗	Baa3
Beni Stabili SpA	S&P	↗	BBB
Buzzi Unicem SpA	S&P	↗	BBB-
Casino	S&P	↘	BB
Guala Closure SpA	S&P	↗	B+
Hella GmbH	Moody's	↗	Baa1
Intralot SA	S&P	↘	B-
Nyrstar NV	S&P	↘	CCC+
Verbund AG	Moody's	↗	Baa1
XL Ré Europe SA	Fitch	↗	AA-

### Evènements macro-économiques

**Zone Euro** : sans surprise, la BCE a laissé sa politique monétaire inchangée, confirmant son intention d'arrêter ses achats de titres sur les marchés à la fin de l'année et répétant vouloir laisser ses taux inchangés au moins jusqu'à l'été 2019.

**Allemagne** : l'inflation s'est accélérée plus fortement que prévu en septembre, à 2,2% en rythme annuel. Le ministre de l'Economie a déclaré que l'économie de son pays afficherait cette année une croissance d'environ 2%.

**France** : la Banque de France a revu une nouvelle fois en baisse ses prévisions de croissance pour l'économie, à 1,6% pour 2018 comme 2019, soit 0,2 point et 0,1 point de moins respectivement que dans ses précédentes estimations, pour tenir compte du net ralentissement intervenu au 1<sup>er</sup> semestre.

**Italie** : le conseil des ministres a arrêté le cadrage de son projet de budget 2019, s'accordant sur un objectif de déficit de 2,4% du PIB pour l'année 2019. Cependant le M5S a assuré qu'il n'approuverait pas les objectifs budgétaires du gouvernement si ses principales demandes, notamment celle d'un revenu citoyen, n'étaient pas satisfaites. Fitch a confirmé sa note BBB, mais en l'assortissant d'une perspective négative contre stable auparavant.

**Portugal** : S&P a relevé la perspective du Portugal de stable à positive, tout en confirmant sa note BBB-. Cette perspective positive ouvre la voie à un relèvement de la note si le désendettement public et privé se poursuit, explique S&P.

**Etats-Unis** : comme attendu, Jerome Powell a annoncé un relèvement d'un quart de point des taux Fed funds, son principal taux d'intérêt, entre 2% et 2,25%, contre 1,75-2% jusqu'à présent. C'est la troisième hausse depuis le début de l'année. La banque centrale en prévoit une autre d'ici fin 2018, trois de plus en 2019, et une en 2020. Un tel scénario porterait le principal taux d'intérêt américain à 3,375% fin 2020, soit près d'un demi-point au-dessus du niveau considéré comme neutre.

**Chine** : la Chine a annoncé qu'elle imposerait à partir du 24 septembre de nouveaux droits de douane sur 60 milliards de dollars d'importations américaines, en représailles à la décision de Donald Trump de taxer 200 milliards de dollars d'importations chinoises. Les taxes chinoises iront de 5% à 10%, au lieu des 5% à 25% initialement envisagés.

**Monde** : l'Opep et la Russie, son principal pays producteur allié en dehors du cartel, ont exclu toute augmentation supplémentaire de pétrole dans l'immédiat, malgré les appels du président américain Donald Trump.

**Argentine** : l'Argentine, paralysée par une grève générale contre la baisse du pouvoir d'achat, a changé de gouverneur de sa Banque centrale, un signal sans doute destiné au FMI, avec lequel le gouvernement négocie un renforcement du plan d'assistance.

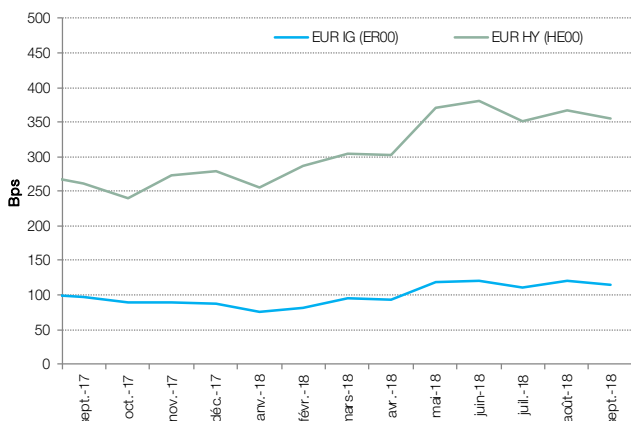
Indices de marché		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	0.31%	-0.04%	3.69	3.37%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	0.58%	2.50%	3.99	6.26%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.26%	0.55%	3.49	3.35%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.51%	2.01%	4.06	5.81%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	1.94%	-1.99%	3.56	7.77%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-0.28%	-0.55%	5.07	1.08%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-0.33%	-2.19%	6.99	4.12%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	16.74%	15.54%	5.18	4.21%
Obligations d'Etat					
10YGE	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.39%	-0.50%		0.47%
10YUS	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-1.71%	-5.50%		3.06%

Inflation		Septembre	Août	Juillet	6M	12M
Inflation attendue						
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 en Europe	1.70%	1.70%	1.70%	1.50%	1.50%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 aux Etats-Unis	2.50%	2.50%	2.50%	2.44%	2.00%
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.10%	2.00%	2.10%	1.30%	1.50%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		2.70%	2.90%	2.40%	2.20%

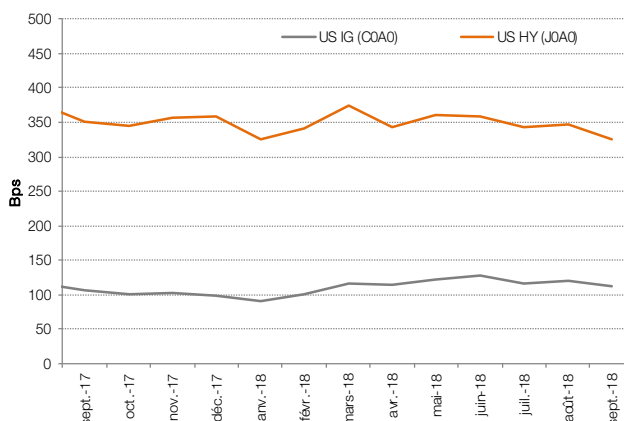
\*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

Source : Merrill Lynch

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Septembre	Août	6 mois	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	113	119	95	96
HE00	Haut Rendement Europe	354	368	308	271
ER30	Titres notés A Europe	91	95	80	82
ER40	Titres notés BBB Europe	143	150	114	116
HE10	Titres notés BB Europe	274	290	234	223
HE20	Titres notés B Europe	499	515	484	357
<b>Etats-Unis</b>					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	112	120	115	104
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	335	358	386	362
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	88	94	94	81
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	142	152	143	134
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	225	242	258	223
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	359	383	387	372
<b>Pays Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	158	167	147	138
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	501	556	395	416
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	120	126	119	111
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	207	222	186	175
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	342	384	273	262
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	632	733	437	432

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

