

# Corporate Credit Monthly Update

## Octobre 2018

---

Le ralentissement de croissance de la zone euro se confirme, avec une progression du PIB de seulement 0,2% au troisième trimestre. La publication de ce chiffre décevant s'ajoute aux inquiétudes suscitées par la politique économique italienne. La Commission Européenne a en effet rejeté le projet de budget du gouvernement italien, dont le déficit prévisionnel de 2,4% ne respecte pas les conditions du Pacte de stabilité européen. Par ailleurs, il n'y a pas eu d'avancée significative sur le front du Brexit. Le niveau de l'inflation est de 2,1% pour l'indice général et 1,1% hors alimentation et énergie. Le taux de chômage se maintient à 8,1%.

Dans ce contexte, bien que l'agence de notation Standard & Poor's ait confirmé la note BBB de l'Italie, sa perspective est passée négative et Moody's a baissé sa note d'un cran à Baa3. Le spread de crédit à 10 ans a poursuivi sur son mouvement avec un écartement de 37 points de base sur le mois. Son niveau atteint ainsi 304 points de base fin octobre. Dans leur ensemble les marchés de la dette d'entreprise ont été pénalisés ce mois-ci avec des baisses de -0,15% pour l'investment grade et de -0,79% pour le haut rendement (hors financières). Sur ce segment, le rendement moyen a franchi la barre des 4%.

Au niveau des émetteurs, le marché a été secoué par les difficultés du groupe italien de construction CMC Ravenna, qui fait face à un manque de liquidités et la volatilité a été forte sur plusieurs titres. Le marché primaire high yield s'est montré très peu actif. L'émission de 650 millions d'euros du groupe pharmaceutique italien Recordati fait figure d'exception.

Après la troisième hausse de taux de 2018 annoncée en septembre par la Réserve Fédérale américaine, les taux souverains à 10 ans ont continué leur progression, dépassant le chiffre de 3,10% pour la première fois depuis 2011. Un pic de 3,25% a même été atteint. Les causes de ce mouvement sont à chercher dans les bons résultats trimestriels publiés par les entreprises américaines et dans le discours optimiste du gouverneur de la Fed.

Le niveau d'investissement des entreprises reste fort et la consommation atteint des niveaux élevés du fait de la hausse progressive des salaires, du dynamisme du marché du travail et du bon niveau de confiance des ménages.

Cependant, les tensions commerciales avec la Chine et quelques déceptions au niveau microéconomique ont poussé les spreads de crédit à la hausse. Les marchés de la dette d'entreprise ont souffert de -1,33% dans le cas de l'investment grade et de -1,47% dans le high yield.

L'actualité économique des marchés émergents reste focalisée sur la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine. Les tensions commencent à peser sur la croissance chinoise. Au Brésil la victoire de Jay Bolsonaro aux élections présidentielles a été bien perçue par les marchés. En Turquie, le pasteur américain emprisonné depuis plusieurs mois a été libéré, ce qui ouvre la voie à une normalisation des relations entre les deux pays.

Cependant, les marchés du crédit ont été affectés par la hausse des taux américains et les incertitudes économiques. Les indices perdent -0,72% sur l'investment grade et -0,77% sur le high yield (hors financières), un segment sur lequel le rendement moyen atteint 8,21% (en dollar) fin octobre. Plusieurs émissions émergentes ont cependant été remboursées par anticipation au cours du mois. On peut citer à titre d'illustration celles de Health & Happiness (Chine), Mabe (Mexique), PB International (Inde) ou Union Andina Cemento (Pérou).

## Entreprises en vue

## Boparan (Europe)

Boparan, le producteur britannique de viande de volaille, a annoncé la vente d'un nouvel actif en octobre : le confectionneur de sandwiches Manton. Cette vente porte le produit total obtenu à partir des ventes sur les segments Pizza et Red Meat, et à présent Manton à plus de 350 millions de livres. Après avoir réglé les charges de retraite et les dépenses en investissement, le produit net devrait se situer autour de 250 millions de livres, c'est-à-dire suffisamment pour rembourser les obligations 2019, soit dès à présent soit à maturité.

## Albertson's Holdings (US)

Albertson's Holdings, la chaîne américaine de supermarchés, a publié de bons résultats pour son 2<sup>e</sup> trimestre, avec une surperformance par rapport aux attentes sur son chiffre d'affaires et son EBITDA. A périmètre constant, les ventes sont en hausse de 1%, ce qui constitue le 3<sup>e</sup> trimestre consécutif de croissance positive. La liquidité totale s'est élevée à 4,9 milliards de dollars et le management prévoit d'utiliser une partie importante de son bilan pour réduire sa dette. Le management a par ailleurs réaffirmé ses objectifs pour l'année fiscale 2018.

## Health &amp; Happiness (Pays émergents)

Health & Happiness, le producteur chinois d'alimentation familiale de qualité, a publié de très bons résultats pour le 3<sup>e</sup> trimestre 2018. Sur les 9 mois entre le début de l'année et le 30 septembre 2018, le chiffre d'affaires a augmenté de 28,2%, soutenu par les deux segments nutrition infantile et adulte. Ces deux branches ont bénéficié d'un gain de parts de marché dans leurs secteurs respectifs. Début octobre, H&H a remboursé 125 millions de dollars de son obligation Senior 7,25% 2021 et S&P a relevé sa note à BB+.

## Émissions primaires significatives du mois

## EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Millicom	6.625%	2026	\$500M	Ba2
Rossini	6.750%	2025	€650M	B3

## US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Anixter Inc.	6.000%	2025	\$250m	Ba3
EnPro Industries	5.750%	2026	\$350m	B1

## EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Cable & Wireless	7.500%	2026	\$500m	B2
JBS Investments	7.000%	2026	\$500m	Ba3

## Publications de notation

ALD SA	S&P	↗	BBB+
AstraZeneca PLC	Fitch	↘	BBB+
Atlantia spA	Moody's	↘	Baa2
DIA	S&P	↘	BB-
Hera SpA	Moody's	↘	Baa2
Leonardo SpA	Moody's	↘	Ba1
Moby spA	S&P	↘	CCC+
Netflix Inc.	S&P	↗	BB-
Rémy Cointreau	S&P	↗	BBB-
TDC A/S	Moody's	↗	Ba3
Telia Co AB	S&P	↘	BBB+
Wind Tre SpA	Fitch	↗	BB

### Evènements macro-économiques

**Zone Euro :** la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés à 0% pour le refinancement, à 0,25% pour celui de prêt marginal et à -0,4% pour celui de la facilité de dépôt. Ces taux resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019.

**Allemagne :** l'inflation a accéléré en octobre, sur une base annuelle, pour atteindre son niveau le plus élevé depuis plus de six ans. L'inflation annuelle est de 2,4% en octobre contre 2,2% en septembre. Elle est au plus haut depuis février 2012. Le gouvernement a abaissé ses prévisions de croissance pour 2018 et 2019, avec une hausse de 1,8% du PIB sur les deux années. Fragilisée politiquement, Angela Merkel a d'autre part annoncé qu'elle ne se briguera plus la tête de la CDU et que son mandat de chancelière, qui finit en 2021, sera son dernier.

**France :** S&P a confirmé sa note AA avec perspective stable. L'agence note que les institutions du pays, sa prospérité et ses solides perspectives de croissance viennent appuyer son opinion positive sur la solvabilité du pays.

**Italie :** le gouvernement a approuvé un projet de budget pour 2019 qui prévoit d'augmenter les dépenses de protection sociale, d'abaisser l'âge légal de la retraite et de creuser le déficit, pour un déficit budgétaire 2019 de 2,4% du PIB, au risque de déclencher un affrontement avec la Commission européenne. Le déficit budgétaire devrait ensuite baisser à 2,2% du PIB en 2020 et 2% en 2021. Moody's a annoncé avoir abaissé sa note pour l'Italie pour la ramener un cran seulement au-dessus de la catégorie High Yield, à Baa3 avec perspective stable. Le spread BTP-Bund s'est écarté à 327bp, un plus large depuis 2013, avec un 10 ans italien à 3,686% et un 10 ans allemand à 0,416%.

**Portugal :** Moody's a relevé sa note de Ba1 à Baa3 avec perspective stable. Selon l'agence, les soutiens de la croissance se renforcent et la structure de la dette externe s'améliore, rendant l'économie plus résistante.

**Monde :** après l'OCDE, le FMI a revu en baisse ses prévisions de croissance pour l'économie mondiale sur fond de montée des incertitudes liées aux tensions commerciales et à la situation de certains pays émergents. Le FMI table sur une croissance globale stabilisée à 3,7% en 2018 comme en 2019, soit le même rythme qu'en 2017 et 0,2 point de moins qu'il ne l'escomptait mi-juillet.

**Amérique du Nord :** le Canada, les Etats-Unis et le Mexique sont parvenus à un accord sur la réforme du traité commercial Aléna, quelques heures avant la date-butoir fixée par Washington.

**Etats-Unis :** la croissance de l'économie a ralenti moins que prévu au 3<sup>e</sup> trimestre, à 3,5% (annualisé), la baisse des exportations de soja liée aux droits de douane ayant été en partie compensée par des dépenses de consommation au plus haut depuis près de quatre ans et par un bond des investissements dans les stocks.

**Brésil :** sans surprise, Jair Bolsonaro a remporté le 2<sup>nd</sup> tour de la présidentielle au Brésil avec 55% des voix contre le candidat de gauche. Il deviendra le premier militaire à occuper la présidence depuis la fin de la dictature en 1985.

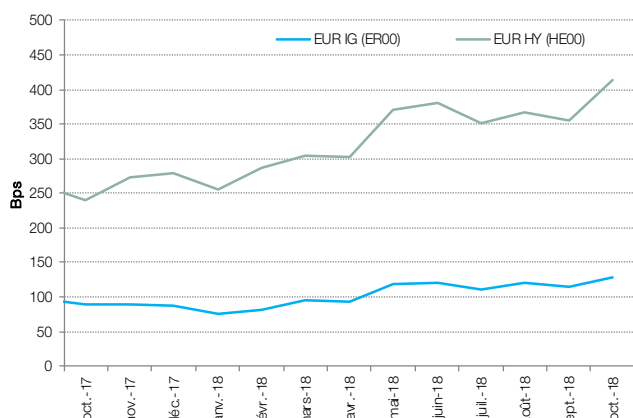
Indices de marché		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-1.24%	-1.28%	3.83	3.88%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-1.64%	0.82%	4.21	6.86%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-0.82%	-0.28%	3.65	3.75%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-1.50%	0.48%	4.30	6.36%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-0.81%	-2.78%	3.54	8.29%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-0.16%	-0.71%	5.04	1.13%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-1.35%	-3.51%	6.86	4.33%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	-15.02%	-1.81%	5.11	4.39%
Obligations d'Etat					
10YGE	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.81%	0.31%		0.38%
10YUS	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-0.67%	-6.25%		3.14%

Inflation						
Inflation attendue		Octobre	Septembre	Août	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 en Europe	1.80%	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%	2.46%	2.10%
Inflation réalisée		Octobre	Septembre	Août	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.20%	2.10%	2.00%	1.20%	1.40%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		2.30%	2.70%	2.50%	2.00%

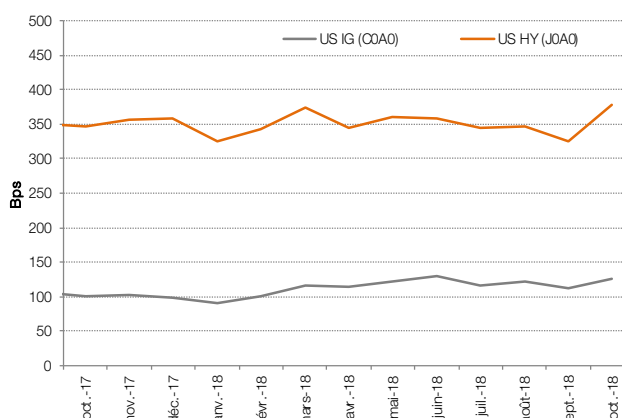
\*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

Source : Merrill Lynch

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Octobre	Septembre	6 mois	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	127	113	91	87
HE00	Haut Rendement Europe	412	354	302	246
ER30	Titres notés A Europe	102	91	76	75
ER40	Titres notés BBB Europe	162	143	111	105
HE10	Titres notés BB Europe	321	274	231	203
HE20	Titres notés B Europe	589	499	479	338
<b>Etats-Unis</b>					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	123	112	113	98
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	386	335	354	359
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	97	88	91	76
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	157	142	143	128
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	263	225	238	220
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	417	359	378	358
<b>Pays Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	170	158	151	135
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	547	501	387	398
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	125	120	121	106
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	230	207	193	174
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	358	342	291	255
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	693	632	455	397

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

