

Corporate Credit Monthly Update

Novembre 2018

La morosité et l'inquiétude dominent en Europe du fait d'une croissance sans relief et de la persistance des incertitudes liées au Brexit, au possible dérapage budgétaire italien, aux exportations allemandes, aux mouvements sociaux français ou à l'impact de l'arrêt du programme d'achat d'actifs par la BCE. L'économie allemande s'est contractée de 0,2% au troisième trimestre, pesant sur la croissance de la zone euro, qui n'est que de 0,2% sur la période. Dans ce contexte peu favorable, les marchés ont connu de forts mouvements de vente sur les obligations d'entreprises. Les obligations d'Etat ont servi de refuge, poussant les taux allemands à la baisse. Quant à l'inflation, elle reste stable à 1,0%, hors alimentation et énergie.

Les indices d'obligations d'entreprises ont chuté en novembre : -0,63% pour le segment investment grade ; -1,95% pour le segment BB/B hors financières. Dans la partie à haut rendement, tous les secteurs sont en baisse, à la fois sur le mois et sur l'année, avec des reculs plus importants pour l'assurance, les industries de base et la distribution. Les titres les plus longs et ceux ayant les notes les plus basses souffrent davantage. On note aussi que la nervosité des acteurs se traduit par des chutes brutales sur certains titres dont les émetteurs ont publié des résultats inférieurs aux attentes. Le mois a aussi été marqué par le défaut de CMC Ravenna et l'effondrement des obligations Thomas Cook. Le marché primaire a été très peu actif, malgré quelques refinancements (tels Verisure) et de très rares nouveaux émetteurs (tels International Design Group).

L'économie américaine continue sur une tendance favorable, avec une croissance de 3,5% pour le troisième trimestre, tirée notamment par une forte consommation et des indices de confiance élevés. L'actualité économique reste centrée sur les négociations commerciales entre les Etats-Unis et son partenaire chinois. Les taux à 10 ans sont repassés juste en-dessous de la barre des 3%, un chiffre à comparer avec une inflation de 2,5%, en rythme annuel, pour l'indice général et de 2,1% hors alimentation et énergie.

Le marché du high yield a baissé modérément, mais les gains de l'année ont été entièrement effacés. Le segment de la dette d'entreprise investment grade n'a pas mieux résisté en novembre et s'affiche en perte de -3,69% sur une année 2018 presque complète. Au sein du high yield, certains secteurs comme les media ou des infrastructures se montrent plus résilients. Le rendement moyen des titres BB/B hors financières est remonté de 0,15% pour s'établir à 6,44% en fin de mois, contre 5,42% fin 2017.

Les préoccupations liées à la politique commerciale américaine continuent d'alimenter les doutes concernant la croissance des pays émergents, qui s'est révélée globalement décevante en Asie au troisième trimestre. La baisse du pétrole (-22,2%) peut cependant être considérée comme un facteur positif pour les pays importateurs. On note une inflation élevée en Turquie (25,2%) et plusieurs hausses de taux (Indonésie, Mexique, Philippines). Le marché des obligations d'entreprises émergentes high yield a connu une nouvelle baisse en novembre. Le segment investment grade résiste mieux mais perd cependant du terrain avec des performances négatives sur le mois et sur l'année. Le rendement high yield moyen atteint désormais 8,64% pour les entreprises émergentes. Il pourrait être suffisant pour inverser les flux en faveur de cette classe d'actifs.

Entreprises en vue

CBR (Europe)

CBR Fashion, le distributeur allemand, a publié de solides résultats pour le 3^e trimestre 2018, avec un meilleur EBITDA et une conversion en flux de trésorerie plus élevée, ce qui a conduit à une revalorisation des objectifs pour l'ensemble de l'année. CBR semble être en mesure de compenser le ralentissement de sa branche Vente en gros et a réussi à effectuer sa transition vers le commerce en ligne. En 2019, les transactions de vente et de cession bail devraient soutenir les flux de trésorerie et l'amélioration de ses ratios de crédit.

Cardtronics (US)

Cardtronics, important fournisseur d'ATM, avec 230 000 distributeurs dans le monde, a annoncé le remboursement anticipé de son obligation 5,125% 2022. L'entreprise prévoit de financer ce remboursement en empruntant sous une nouvelle ligne de crédit récemment obtenue. La société anticipe que ses économies nettes (avant imposition) sur les intérêts seront d'approximativement 8 ou 9 millions de dollars en 2019.

Digicel (Pays émergents)

Digicel Ltd, opérateur télécom basé en Irlande mais actif principalement dans les Antilles françaises, les îles caribéennes et en Papouasie Nouvelle Guinée, est proche d'un accord avec certains de ses créanciers pour augmenter la maturité de ses obligations, d'une valeur de 3 milliards de dollars. Cet accord repousserait de 2 ans les obligations émises par une holding détentrice de Digicel Ltd, en échange d'un coupon plus important. Cela permettrait d'aider la société dans son plan de redressement actuel, tandis que les premiers effets positifs de ce nouveau plan stratégique ont commencé à se faire sentir au 3^e trimestre, avec une stabilisation de l'EBITDA et des flux de trésorerie positifs.

Émissions primaires significatives du mois

EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Algeco Global Fin.	6.500%	2023	€85M	B2
Nidda Bondco	7.250%	2025	€250M	Caa2

US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
DAE Funding	5.750%	2023	\$500m	Ba2
Mercer Inc.	7.375%	2025	\$350m	Ba3

EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Agile Group Hold.	9.500%	2020	\$400m	Ba3
Export-Import Bank Korea	3.625%	2023	\$500m	Aa2

Publications de notation

Arkema SA	S&P	↗	BBB+
Autodis SA	Moody's	↘	B3
Barry Callebaut	S&P	↗	BBB-
Coty Inc.	Moody's	↘	B1
Eutelsat SA	S&P	↘	BBB-
Jaguar Land Rover	Moody's	↘	Ba3
New Look	Moody's	↘	Caa3
Obrascon	Moody's	↘	Caa1
Peugeot SA	Fitch	↗	BBB-
SES SA	S&P	↘	BBB-
SKF AB	Moody's	↗	Baa1
STMicroelectronics	S&P	↗	BBB
Vallourec SA	S&P	↘	B-

Evènements macro-économiques

Zone Euro : l'inflation s'est accélérée au mois d'octobre pour atteindre son rythme le plus soutenu depuis près de six ans, tirée par les prix de l'énergie. Les prix dans les 19 pays ont augmenté de 2,2% en variation annuelle le mois dernier, contre 2,1% en septembre et 2,0% en août. La croissance du PIB a ralenti à 0,2% au 3^e trimestre, pour une hausse de 1,7% sur un an.

Allemagne : la croissance a subi un brutal coup d'arrêt au 3^e trimestre, avec un recul de 0,2% du PIB par rapport aux trois mois précédents, lié avant tout au commerce extérieur. Cependant la dette publique totale a été ramenée cette année, avec un an d'avance sur l'objectif initial, sous les 60% du PIB, a déclaré le ministre allemand des Finances, Olaf Scholz.

Royaume-Uni : après des mois d'intenses négociations sur le Brexit, le gouvernement a confirmé qu'un projet d'accord entre l'Union européenne et Londres avait été accepté par les négociateurs des deux camps. Theresa May a ensuite réussi à obtenir le soutien des principaux ministres britanniques sur cet accord, mais elle a dû faire face à une série de démissions, dont celle du ministre emblématique du Brexit, Dominic Raab. Les 27 chefs d'Etat et de gouvernement de l'Union européenne se sont quant à eux prononcés, lors d'un sommet européen extraordinaire, en faveur de l'accord.

Italie : la Commission européenne a entamé une procédure de sanction à l'encontre de l'Italie, jugeant que le projet de budget 2019 élaboré par Rome ne respectait pas les règles en vigueur dans l'Union. Le gouvernement italien a réaffirmé n'avoir aucune intention de modifier le texte, au risque de prolonger la confrontation avec Bruxelles et de se voir infliger des amendes.

Grèce : la Commission européenne a approuvé le projet de budget de la Grèce pour 2019, le premier depuis la fin du plan d'aide international. Elle a cependant appelé Athènes à accélérer les réformes, en liant cette condition au futur versement à l'Etat grec de plusieurs centaines de millions d'euros.

Etats-Unis :

- comme attendu par les sondages, les résultats des élections de mi-mandat sont venus confirmer que le Sénat demeurera républicain, mais que la Chambre des représentants va basculer du côté des démocrates.

- le déficit commercial a atteint en septembre son niveau le plus élevé depuis sept mois, avec des importations record portées par une forte demande intérieure. Ce déficit a augmenté en septembre de 1,3% à 54 milliards de dollars.

- sans surprise, la Fed a décidé de laisser sa politique monétaire inchangée, à l'issue de la réunion de son Comité de politique monétaire. La banque centrale a maintenu ses taux dans la fourchette initiale de 2-2,25% adoptée le 26 septembre dernier.

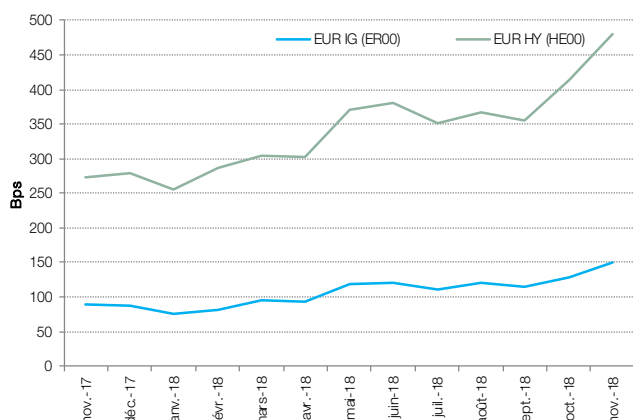
Indices de marché		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-2.00%	-3.26%	3.96	4.51%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-0.89%	-0.08%	4.25	7.23%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-1.95%	-2.22%	3.76	4.37%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-0.52%	-0.04%	4.34	6.62%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-0.48%	-3.25%	3.50	8.77%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-0.63%	-1.33%	5.02	1.29%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-0.19%	-3.69%	6.82	4.43%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	-0.10%	-1.91%	5.12	4.48%
Obligations d'Etat					
10YGE	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.68%	0.99%		0.31%
10YUS	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	1.44%	-4.91%		2.99%

Inflation						
Inflation attendue		Novembre	Octobre	Août	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 en Europe	1.80%	1.80%	1.70%	1.50%	1.50%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2018 aux Etats-Unis	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.10%
Inflation réalisée		Novembre	Octobre	Août	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.00%	2.20%	2.10%	1.90%	1.50%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		2.50%	2.30%	2.80%	2.20%

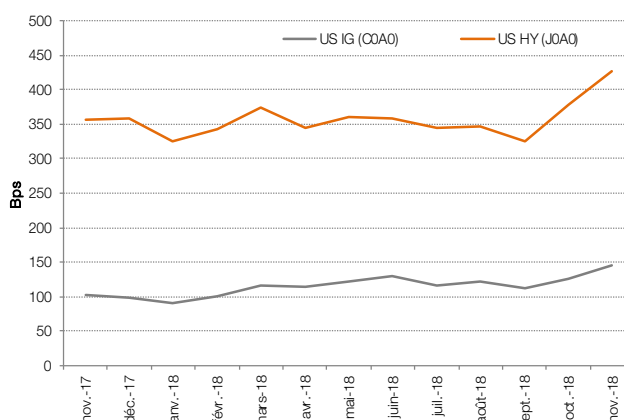
*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

Source : Merrill Lynch

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Novembre	Octobre	6 mois	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	147	127	117	87
HE00	Haut Rendement Europe	477	412	368	271
ER30	Titres notés A Europe	116	102	98	74
ER40	Titres notés BBB Europe	187	162	145	105
HE10	Titres notés BB Europe	366	321	290	207
HE20	Titres notés B Europe	690	589	536	440
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	143	123	121	100
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	433	386	370	369
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	112	97	97	78
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	183	157	153	130
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	290	263	263	220
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	468	417	396	381
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	189	170	167	131
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	605	547	469	411
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	136	125	127	107
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	259	230	219	167
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	392	358	355	255
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	748	693	538	401

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

