

# Corporate Credit Monthly Update

## Juin 2019

---

Malgré un contexte politique chahuté en Europe, avec pour point d'orgue la démission de Theresa May et la probable arrivée de l'eurosceptique Boris Johnson à la tête du gouvernement britannique, les marchés se sont montrés assez résilients, rassurés par les résultats des élections européennes. En dépit d'une progression des forces politiques « anti-système », les partis pro-européens demeurent majoritaires. Les chiffres macroéconomiques de la zone euro dévoilent une tendance assez contrastée. La croissance de l'Allemagne, première économie de la zone, stagne, limitée par une contraction de l'activité industrielle tout juste compensée par l'expansion modérée du secteur des services.

Si la BCE a jusqu'alors maintenu inchangés ses taux directeurs, la croissance et l'inflation telles qu'estimées pour 2019, respectivement à 1,2% et à 1,3%, demeurent très en deçà des objectifs de Mario Draghi qui a pour la première fois évoqué la baisse des taux comme une solution envisageable. Le taux d'emprunt allemand à 10 ans a quant à lui atteint son plus bas historique à -0,211% le 31 mai. L'aversion au risque face à l'escalade des tensions politiques et commerciales a en effet poussé les investisseurs à se tourner vers les valeurs refuges. L'Europe reste d'autre part toujours sous la menace de Donald Trump d'une éventuelle augmentation des droits de douane sur le secteur automobile. Dans ce contexte, l'indice corporate européen a reculé de -1,32% (hors financières), avec un rendement à 3,59%. Les secteurs non-cycliques ont joué leur rôle, à l'instar du secteur des services (+0,06%) ou des télécommunications (-0,46%) qui ont bien résisté. En revanche, les secteurs cycliques tels que les produits de consommation (-2,21%) ou les matières premières (-3,04%) ont le plus souffert.

Aux Etats-Unis, dans un contexte de guerre commerciale avec la Chine et de tensions politiques avec le Mexique, la croissance se maintient à un niveau satisfaisant, affichant une progression d'environ 3% au cours des 4 derniers trimestres.

Malgré une demande interne en recul, les indicateurs macroéconomiques révèlent une tendance plutôt positive grâce à un taux de chômage maintenu à son plus bas historique à 3,6%, des coûts du travail maîtrisés et une inflation à 2,1% hors énergie et alimentation. La Réserve fédérale a par ailleurs réitéré sa volonté de se montrer prudente et flexible selon les données économiques. Une baisse des taux n'est donc pas à exclure si la croissance vient à ralentir ou l'inflation à faiblir en 2019.

Par ailleurs, dans un contexte d'aversion au risque exacerbée, la demande pour les bons du Trésor américains a considérablement augmenté (taux à 10 ans en baisse à 2,12%). Le marché de la dette corporate était en recul, avec un rendement en hausse de 53 bps à 6,10% (hors financières). Les secteurs cycliques, comme l'automobile ou les entreprises minières, ont été les plus touchés par l'augmentation des barrières douanières et l'ajout de six sociétés chinoises sur liste noire. La technologie et les semi-conducteurs ont, eux aussi, affiché un net repli.

Si l'économie chinoise n'avait que peu souffert des tensions géopolitiques avec un PIB stable au premier trimestre, la situation pour avril s'est fortement corrigée. C'est donc l'ensemble des pays émergents, auxquels l'économie chinoise venait en soutien, qui affichent un ralentissement plus marqué que prévu. Par ailleurs, le prix du pétrole s'est effondré de 16%, illustrant la fébrilité des marchés dans un contexte extrêmement volatil. Les actifs turcs et argentins sont particulièrement touchés, en raison du contexte hyperinflationniste et des tensions politiques dans ces deux pays. Dans cet environnement difficile, l'indice corporate émergent a cependant bien résisté, à -0.05%.

*Date de rédaction : 17/06/2019*

## Entreprises en vue

## Loxam (Europe)

Loxam, société française de location de matériel BTP, a réalisé un bon 1<sup>er</sup> trimestre 2019 avec un chiffre d'affaires en hausse de 6,8%, soutenu par une croissance sur tous les segments et un EBITDA en hausse de 28%. La consommation de trésorerie a été plus élevée que prévu en raison de CAPEX plus élevées sur le trimestre. Elle devrait cependant diminuer sur les derniers trimestres compte tenu des objectifs définis par le management pour l'année 2019. Les perspectives restent donc satisfaisantes.

## Avon Products (US)

Avon Products (Ba1/B) va faire l'objet d'une acquisition par Natura & Co dans le cadre d'une opération qui évalue la société à 3,7 milliards de dollars (valeur de l'entreprise), soit un multiple de 9,5 avant synergie. Faisant suite à cette annonce, les trois agences principales de notation ont placé le titre Avon sous surveillance de crédit positive. Avon dispose de près de 1,6 milliard de dollars d'obligations seniors non garanties en circulation, avec des échéances comprises entre mars 2020 et mars 2043.

## Avianca (Pays émergents)

Avianca, société colombienne de transport aérien, a annoncé de multiples changements au niveau de sa gouvernance d'entreprise. German Efromovich, actionnaire principal d'Avianca avec une participation s'élevant à 78,1%, sera remplacé par Roberto Kriete, propriétaire de la société Kingsland (membre minoritaire du groupe de contrôle), soutenu dans cette opération par United Airlines. Par ailleurs, la société a fait état d'une augmentation de l'engagement financier disponible qui atteint aujourd'hui 250M\$ contre 150M\$ au préalable, conséquence directe de la prise de participation conjointe de Kingsland et d'UAL.

## Émissions primaires significatives du mois

EUR				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Cirsa	4.750%	2025	€390M	B2
United Group	N/A	2025	€550M	B2
US				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Bausch Health Co	7.000%	2028	\$750M	B3
Berry Global	4.875%	2026	\$1.25Bn	Ba2
EM				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Car Inc	8.875%	2022	\$372M	B1
Delhi Intl Airport	6.450%	2029	\$350M	Ba2

## Publications de notation

Constellium NV	S&P	↗	B
El Towers SpA	Fitch	↘	BB
Fiat Chrysler	Moody's	↗	Ba1
Goodyear Europe BV	Moody's	↘	Ba2
Groupe Casino	S&P	↘	B
Intralot Capital	Fitch	↘	CCC+
Moby SpA	Moody's	↘	Caa3
New Look Group	Moody's	↗	Caa2
Ontex Group NV	S&P	↘	BB-
Picard Groupe SAS	Moody's	↘	B3
SSAB AB	S&P	↗	BB+
Thomas Cook	Moody's	↘	Caa2
Votorantim SA	Moody's	↗	Ba1

Date de rédaction : 17/06/2019

### Evènements macro-économiques

**Union Européenne** : marquées par un taux de participation record à 50,5%, les élections européennes du dimanche 26 mai ont bouleversé l'équilibre parlementaire. Les deux groupes principaux, les chrétiens-démocrates du PPE et les sociaux-démocrates (S&D), ne disposent plus de la majorité à eux deux (332 sièges au cumul sur 751). Si les eurosceptiques progressent par ailleurs toujours, ils n'obtiennent cependant que 23,3%, un pourcentage inférieur à la vague annoncée.

**Zone Euro** : la croissance de la zone euro a accéléré à 0,4% au 1<sup>er</sup> trimestre, guidée par le soubresaut de l'économie allemande et la sortie de récession de l'Italie. La croissance annualisée s'établit quant à elle à 1,2%.

**Allemagne** : après avoir stagné à 0,2% au dernier trimestre 2018, la croissance de l'économie est repartie à la hausse au 1<sup>er</sup> trimestre 2019 à 0,4%, avec pour moteurs principaux la consommation des ménages et la reprise de l'activité du secteur de la construction. Les prévisions demeurent malgré tout pessimistes, la Commission européenne prévoyant une croissance à 0,5% seulement en 2019.

**France** : malgré un léger ralentissement lié à la baisse des investissements consentis par les entreprises, la croissance de l'économie s'est inscrite à 0,3% au 1<sup>er</sup> trimestre, principalement guidée par les dépenses des ménages en hausse à 0,4%.

**Royaume-Uni** : après avoir échoué par trois fois à faire adopter par sa majorité l'accord de Brexit négocié avec les Européens, la Première ministre britannique Theresa May a annoncé sa démission, effective à compter du 7 juin prochain.

**Italie** : tandis que la dette publique pourrait dépasser les prévisions gouvernementales et donner lieu à des sanctions disciplinaires le 5 Juin prochain, la croissance de l'économie a été révisée à la baisse à 0,1% d'un trimestre sur l'autre, avec une contraction annualisée de 0,1%. De telles données laissent à penser que le ratio Dette/PIB pourrait excéder les estimations à 132,6% telles que budgétisées.

**Portugal** : si Fitch a maintenu sa note souveraine BBB, l'agence a cependant relevé de « stable » à « positive » la perspective qui y est attachée en considération des efforts mis en œuvre par le pays pour réduire sa dette.

**Etats-Unis** : la croissance économique a accéléré au 1<sup>er</sup> trimestre avec une augmentation annualisée du PIB à 3,1%. Afin notamment de mettre un terme au flux migratoire incontrôlé par les autorités mexicaines, Donald Trump a maintenu sa politique douanière agressive en annonçant le prélèvement de droits de douane de 5% sur tous les produits en provenance du Mexique. Sur fond de guerre commerciale, le déficit de la balance commerciale avec la Chine a par ailleurs atteint son plus bas niveau depuis cinq ans, avec une hausse des exportations de 23,6% et une diminution des importations de 6,1%.

**Chine** : répliquant aux mesures prises par Donald Trump, la Chine a annoncé à son tour le relèvement des droits de douane sur les produits américains avec des barrières tarifaires comprises entre 5% et 25%. Les conséquences sur la croissance demeurent cependant incertaines pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2019.

Indices de marché (à fin mai)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-1.50%	5.12%	3.45	3.83%
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	-1.28%	7.51%	3.85	6.73%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-1.32%	5.01%	3.22	3.59%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-1.11%	7.46%	3.88	6.10%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-0.05%	7.13%	3.39	7.40%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-0.09%	3.75%	5.03	0.79%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	1.43%	7.11%	7.16	3.49%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	1.01%	6.02%	5.27	3.53%
Obligations d'Etat					
10YGE	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.84%	0.23%		-0.20%
10YUS	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	3.42%	5.23%		2.12%

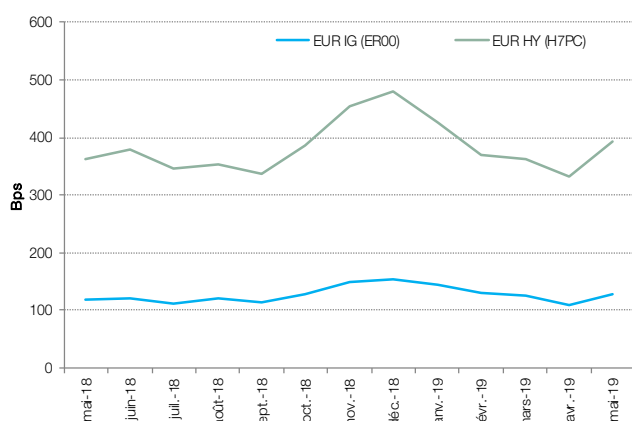
Inflation (à fin mai)						
Inflation attendue		Mai	Avril	Mars	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2019 en Europe	1.80%	1.70%	1.70%	1.80%	1.50%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2019 aux Etats-Unis	2.40%	2.40%	2.40%	2.50%	2.50%
Inflation réalisée		Mai	Avril	Mars	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	1.20%	1.70%	1.40%	2.00%	1.90%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		2.00%	1.90%	2.20%	2.80%

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

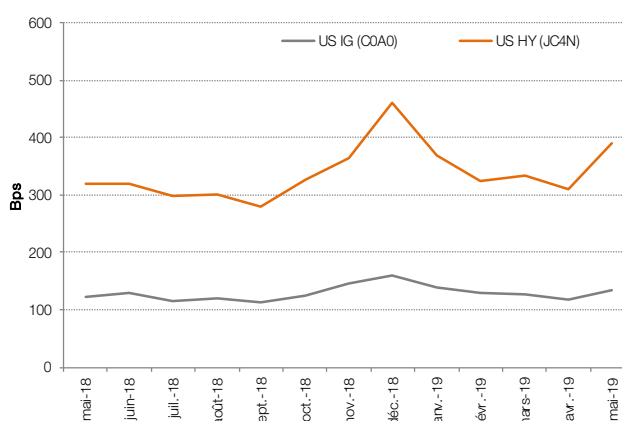
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 17/06/2019

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Mai	Avril	Mars	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	127	108	147	117
HE00	Haut Rendement Europe	436	370	477	368
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	399	338	451	361
ER30	Titres notés A Europe	103	86	116	98
ER40	Titres notés BBB Europe	160	137	187	145
HE10	Titres notés BB Europe	315	274	366	290
HE20	Titres notés B Europe	620	534	690	536
<b>Etats-Unis</b>					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	134	116	143	121
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	470	380	433	370
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	406	321	372	330
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	104	89	112	97
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	170	148	183	153
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	311	238	290	263
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	519	418	468	396
<b>Pays Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	171	154	189	167
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	550	497	605	469
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	129	117	136	127
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	227	203	259	219
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	366	326	392	355
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	704	640	748	538

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 17/06/2019

### 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](http://www.anaxiscapital.com)

