

Corporate Credit Monthly Update

Juillet 2019

En dépit d'une certaine hétérogénéité, les indicateurs macroéconomiques des principales économies de la zone euro traduisent un ralentissement significatif de la croissance, notamment en Allemagne. Si l'activité s'avère vigoureuse dans le secteur des services, le secteur industriel allemand n'affiche aucune embellie, freiné par le spectre d'une guerre commerciale internationale. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), en légère hausse en juin à 1,1% sur un an, demeure très faible. L'actualité politique reste, quant à elle, porteuse de nombreuses incertitudes. Les craintes d'une rupture des négociations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni se sont intensifiées, alors que Boris Johnson s'est prononcé en faveur d'un hard Brexit au plus tard le 31 octobre.

Les marchés anticipent un nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE, qui s'est prononcée en ce sens. Le retour des programmes de rachat d'actifs est même envisagé. Dans un tel contexte, le taux à 10 ans allemand a atteint son plus bas historique, à -0,33% tandis que son homologue français passait en territoire négatif. Nourri par les perspectives accommodantes de la BCE, l'appétit pour la dette d'entreprise a été fort et s'est traduit par un rendement pour l'indice *corporate* européen en baisse de 71 points de base à 2,88%. A l'instar des titres notés BB en progression de +2,1%, les titres de meilleure qualité ont surperformé. La dispersion de la performance sur les différents secteurs a été limitée, avec une performance positive pour l'ensemble d'entre eux.

Aux Etats-Unis, alors que la perspective d'une guerre commerciale avec la Chine s'est quelque peu éloignée depuis la rencontre entre les présidents Trump et Xi, la récente détérioration des chiffres macroéconomiques inquiète. Si certains signaux, parmi lesquels un taux de chômage à 3,6% et des salaires en augmentation constante, incitent à l'optimisme, la décélération de la demande interne freine la croissance.

Les indices de confiance des directeurs d'entreprise et des consommateurs ressortent à la baisse, avec des conséquences directes sur les projets des entreprises et les créations d'emploi. Chahuté par la contraction du commerce mondial, le secteur manufacturier américain affiche une tendance baissière similaire à celle de la zone euro.

Avec une inflation de 1,8% sur un an, la baisse des taux directeurs apparait de plus en plus probable, et ceci dès juillet 2019. Guidée par ces anticipations, la demande s'est canalisée sur les bons du Trésor américains, avec un taux à 10 ans en baisse à 2,007% en fin de mois. Le marché de la dette *corporate* affiche lui aussi une forte progression, avec un rendement en repli de 70 points de base à 5,40%. Illustrant la prudence des investisseurs au regard des cycles de crédit, les titres notés BBB (+2,5%) et BB (+2,8%) ont surperformé les titres moins bien notés (+2,3% pour ceux notés B). Une relative homogénéité entre les différents secteurs est par ailleurs à relever depuis le début de l'année.

Les données conjoncturelles des pays émergents affichent une tendance assez inégale. Le secteur manufacturier s'est replié en Russie, de la même manière que celui des services au Brésil. Malgré un léger regain lié à la hausse des prix des denrées alimentaires, l'inflation demeure conforme aux prévisions dans la plupart des Etats.

Incitées en cela par l'instabilité géopolitique et commerciale mondiale, les banques centrales restent assez attentistes, voire accommodantes, sur le modèle des économies européennes et américaine pour le Chili et l'Inde (baisse des taux directeurs de 25 points de base). Dans cet environnement hétérogène, l'indice *corporate* émergent révèle le fort appétit des investisseurs pour la dette *corporate*, avec un rendement en baisse de 59 points de base à 6,81%.

Date de rédaction : 11/07/2019

Entreprises en vue

Edreams Odigeo (Europe)

Edreams Odigeo, agence de voyages en ligne, a publié de bons résultats au titre de l'exercice 2018-2019. Les résultats sont notamment solides pour le 4^e trimestre, la baisse des réservations ayant été compensée par un accroissement de la marge par réservation. D'après les prévisions managériales, de bons résultats devraient également être enregistrés pour l'exercice 2019-2020, avec pour moteur l'augmentation des réservations et l'amélioration des marges et de l'EBITDA ajusté. Grâce à des charges d'intérêts réduites, Odigeo devrait continuer à générer des liquidités durant l'exercice 2019-2020, ce qui devrait contribuer au désendettement.

Dish / Sprint (US)

Les négociations se poursuivent entre les autorités antitrust américaines, T-Mobile et Sprint au sujet du projet de fusion censé rapprocher ces deux dernières sociétés. Selon de récents rapports des médias, Dish et Google pourraient acheter des actifs (mobiles prépayés et spectrum) au nouveau groupe T-Mobile/Sprint afin de créer un quatrième opérateur mobile viable aux Etats-Unis. Il s'agirait ici de satisfaire aux exigences antitrust. Cette mesure renforcerait probablement le profil de crédit de Sprint et de Dish à long terme. Néanmoins, certains doutes subsistent. Deutsche Telekom (actionnaire principal de T-Mobile) pourrait en effet ne pas se satisfaire de devoir céder autant d'actifs et de laisser un concurrent de taille comme Google pénétrer le marché.

Maxima Grupe (Pays émergents)

Maxima Grupe est une chaîne de supermarchés, leader dans la région baltique (28% de parts de marché). Depuis l'année dernière, elle possède un ensemble diversifié de supermarchés en Lituanie, Lettonie, Estonie, Bulgarie et Pologne. En 2018, Maxima Grupe a généré un EBITDA de 255 millions d'euros pour un chiffre d'affaires de 3,4 milliards d'euros. Bénéficiant de fortes parts de marché avec ses principales activités, la société est par ailleurs propriétaire d'une partie de son réseau de magasins (50M€ en valeur comptable). Elle est ainsi en mesure de générer de solides FCF. L'émetteur est noté BB+ par S&P.

Émissions primaires significatives du mois

EUR				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Diocle	3.875%	2026	€470M	B2
Travelodge	N/A	2025	£440M	B3
US				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Herc Holdings	5.500%	2027	\$1,20Bn	B3
Vistra Operations	3.550%	2024	\$1.20Bn	Ba1
EM				
Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Srilankan Airlines	7.000%	2022	\$175M	B
YPF	8.500%	2029	\$500M	B2

Publications de notation

Banco BPI	Moody's	▼	Ba1
Coty Inc	Moody's	▼	Caa1
Cyfrowy Poslat	Moody's	↗	Ba1
Frontier Com.	Moody's	▼	Caa2
Galapagos Holding	Moody's	▼	Caa2
Jaguar Land Rover	Moody's	▼	B1
La Financiere Atalian	Moody's	▼	B3
Lecta	S&P	▼	B-
Nexi SpA	Fitch	↗	BB-
Novomatic AG	S&P	▼	BB+
OCI NV	S&P	↗	BB
Tesco	Moody's	↗	Baa3
Teva Pharmaceutical	Fitch	▼	BB-

Date de rédaction : 11/07/2019

Evènements macro-économiques

Union Européenne : la BCE a relevé ses perspectives pour 2019, avec une croissance à 1,2% et une inflation à 1,3%. Dans la zone euro, l'inflation est restée stable à 1,2% sur un an. La BCE envisage de nouveau la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante, caractérisée par une baisse progressive des taux et un programme de rachats d'actifs.

Allemagne : en légère contraction au 2^e trimestre avec l'atténuation des dépenses des ménages et du BTP, le PIB révèle des perspectives contrastées. Si les secteurs des services et de la construction enregistrent une croissance robuste, le secteur manufacturier entrave la croissance de l'économie, attendue à 1,7% en 2020. En juin, les prix à la consommation ont par ailleurs affiché une faible progression annualisée de 1,3% sur un an. En dépit de cette tendance, le gouvernement allemand s'est engagé à n'émettre aucune dette nouvelle jusqu'en 2023, quand bien même il prévoit d'accroître les dépenses publiques de 1% l'an prochain.

France : si Fitch a confirmé sa note souveraine AA avec une perspective stable, la Banque de France a cependant abaissé sa prévision 2019, avec une croissance freinée à 1,3% en raison d'un environnement international risqué et d'une plus grande frilosité des ménages. La croissance du seul 2^e semestre devrait quant à elle s'établir à 0,3% selon l'INSEE.

Royaume-Uni : déterminé à mettre en œuvre le Brexit dès le 31 octobre prochain, Boris Johnson apparaît comme le principal favori pour succéder à Theresa May à la tête du gouvernement britannique. En dépit de ce risque auquel s'additionnent les incertitudes liées à la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, la Bank of England conserve une approche conservatrice. Son principal taux directeur est ainsi maintenu à 0,75%, malgré une croissance atone attendue pour le 2^e trimestre 2019.

Italie : s'il demeure sous la menace de sanctions financières pour déficit excessif eu égard aux exigences de l'Union Européenne, le gouvernement italien se montre confiant. Un accord pourrait ainsi être trouvé sur la base d'une prévision de déficit ramenée à 2,0% pour 2019. Les velléités de Giuseppe Conte, favorable à une vaste réforme permettant de diminuer la fiscalité italienne, pourraient cependant accroître la dette nationale et compliquer les négociations.

Espagne : la Banque d'Espagne a revu à la hausse sa prévision de croissance pour 2019, à 2,4% en dépit d'un léger ralentissement au 2^e trimestre.

Etats-Unis : la rencontre entre les présidents américain et chinois le 29 juin dernier semble de nature à apaiser les tensions commerciales. Outre la suspension de nouvelles taxes censées frapper les exportations chinoises, Donald Trump a confirmé sa volonté d'assouplir partiellement les restrictions frappant les ventes de composants américains à la firme chinoise Huawei. Parallèlement, de nouvelles tensions ont éclaté dans le Golfe, conséquences de la destruction d'un drone américain par l'Iran. Un décret destiné à priver certains hauts dignitaires iraniens de ressources et de soutiens a été signé par Donald Trump à titre de représailles. Par ailleurs et malgré des perspectives d'inflation revues à la baisse pour 2019 à 1,5%, la Fed a maintenu ses taux directeurs échangés à 2,25% / 2,5%, en dépit des pressions émanant de l'exécutif.

Indices de marché (à fin juin)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	2.46%	7.71%	3.08	3.10%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	2.42%	10.12%	3.38	6.03%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	2.15%	7.27%	2.83	2.88%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	2.53%	10.17%	3.36	5.40%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	2.23%	9.52%	3.21	6.81%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	1.53%	5.35%	5.00	0.54%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	2.28%	9.55%	7.19	3.21%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	1.59%	7.71%	5.25	3.28%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.88%	4.60%		-0.33%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	1.37%	6.89%		2.01%

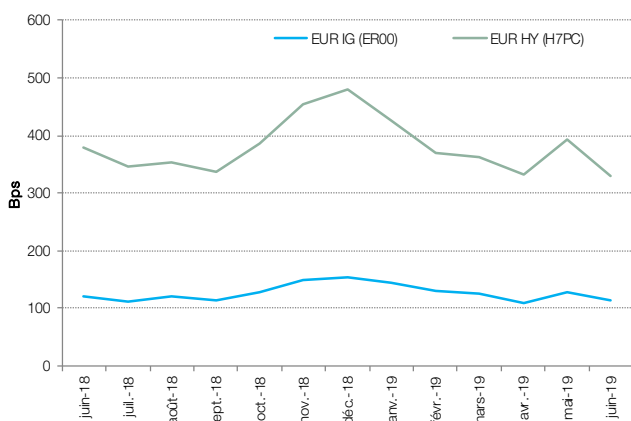
Inflation (à fin juin)						
Inflation attendue		Juin	Mai	Avril	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2019 en Europe	1.70%	1.80%	1.70%	1.80%	1.60%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2019 aux Etats-Unis	2.40%	2.40%	2.40%	2.43%	2.56%
Inflation réalisée		Juin	Mai	Avril	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	1.20%	1.20%	1.70%	1.90%	2.00%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		1.80%	2.00%	1.90%	2.90%

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

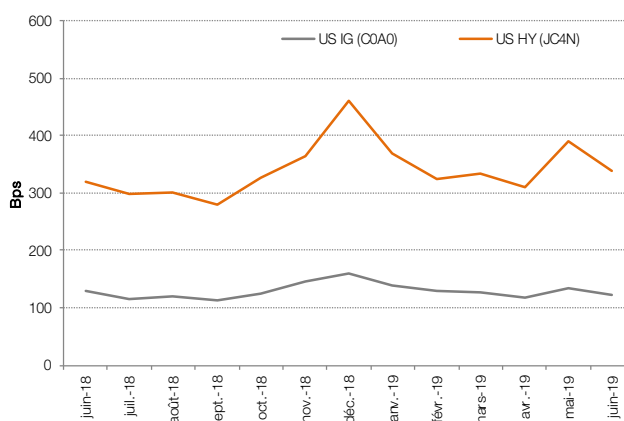
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 11/07/2019

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Juin	Mai	Avril	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	112	127	151	119
HE00	Haut Rendement Europe	374	436	502	381
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	338	399	476	378
ER30	Titres notés A Europe	90	103	120	98
ER40	Titres notés BBB Europe	141	160	191	149
HE10	Titres notés BB Europe	260	315	382	303
HE20	Titres notés B Europe	541	620	713	552
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	120	134	158	128
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	417	470	534	368
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	355	406	465	329
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	92	104	123	104
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	154	170	201	161
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	254	311	368	266
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	472	519	581	391
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	162	171	201	169
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	510	550	630	512
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	122	129	147	128
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	219	227	273	222
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	336	366	412	381
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	644	704	768	610

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 11/07/2019

Anaxis Asset Management

Anaxis est le spécialiste de la gestion crédit robuste pour les investisseurs convaincus des mérites de la gestion fondamentale basée sur la connaissance approfondie des sociétés. Depuis plus de dix ans, Anaxis se concentre sur la gestion crédit et a développé une expertise et des méthodes d'une fiabilité reconnue par ses clients.

Anaxis Asset Management

9 rue Scribe
75009 Paris

+33 (0)9 73 87 13 20
info@anaxiscapital.com

www.anaxiscapital.com

