

Corporate Credit Monthly Update

Août 2019

Les tensions commerciales internationales continuent de freiner l'économie de la zone euro. Le secteur industriel demeure le moins résilient et les services n'échappent plus à une relative perte de vitesse. L'indice PMI composite allemand ressort à 51,4 en juillet, contre 52,6 le mois précédent. Le marché du travail s'avère toujours favorable, avec un taux de chômage en baisse à 7,5% en juin, un plus bas depuis 2008 pour la zone euro. La croissance du PIB affiche cependant un net ralentissement à +0,2% au second trimestre. Sur le plan politique, l'actualité reste assez contrastée. Outre l'accalmie des tensions entre l'Italie et les instances européennes, le début du mois a également été marqué par les désignations respectives de Christine Lagarde et d'Ursula von der Leyen à la tête de la BCE et de la Commission européenne. La nomination de Boris Johnson à la tête du gouvernement britannique renforce par ailleurs la probabilité d'un Brexit sans accord au 31 octobre.

Dans ce contexte, la BCE continue de faire preuve de patience en s'abstenant d'annoncer de nouvelles mesures de politique monétaire accommodante. Les marchés anticipent malgré tout une baisse des taux dès septembre, avec pour conséquence directe de bonnes performances pour les titres notés BBB et BB. Dans de telles conditions, l'appétit pour la dette d'entreprise se maintient et le rendement de l'indice corporate européen se stabilise à 2,87% en juillet. Les secteurs les moins cycliques, à l'instar des télécommunications, des services publics et de la santé, surperforment tandis que l'industrie et les matériaux de base demeurent en territoire négatif.

Les indicateurs macroéconomiques américains suivent une tendance favorable. Bien que le taux de chômage soit en légère augmentation à 3,7%, les créations d'emplois au sein du secteur privé sont supérieures aux anticipations. Également à la hausse, les salaires favorisent l'investissement des ménages. Les indicateurs dévoilent en revanche une tendance beaucoup plus nuancée pour les entreprises. Les commandes de biens durables sont en hausse, mais la confiance des entreprises a cédé du terrain, dans l'industrie comme dans les services.

Le regain des tensions commerciales avec la Chine, mais aussi avec l'Union européenne, pèse sur l'économie, au même titre que les tensions géopolitiques avec les pays du Golfe.

Comme attendu au regard de l'inflation qui peine à accélérer, la Fed a réduit son taux d'intérêts de 25 points de base à 2,00-2,25%. Jugée insuffisante par l'exécutif et inférieure aux prévisions des marchés, cette décision semble ouvrir la voie à un assouplissement de plus grande envergure. L'ensemble de ces incertitudes renforcent l'appétit des investisseurs pour la dette d'entreprise et le rendement de l'indice corporate recule de 8 points de base à 5,32%.

Sur les marchés émergents, l'économie chinoise a légèrement ralenti au second trimestre, en dépit de statistiques économiques plutôt encourageantes avec des indicateurs haute fréquence (PMI, production industrielle, ventes aux détails) en hausse. Dans un contexte de guerre commerciale avec les Etats-Unis, la croissance du PIB ressort à 6,2%, contre 6,4% le trimestre précédent. Ces difficultés rejaillissent sur l'ensemble des économies émergentes, avec des perspectives de plus en plus modestes en termes d'inflation. Une certaine hétérogénéité se dégage cependant, avec des données encourageantes pour le Brésil et la Chine, mais décevantes pour l'Inde.

En juillet, une vague d'assouplissement monétaire sans précédent a touché les pays émergents. Les banques centrales d'Indonésie, de Corée et d'Afrique du Sud ont ainsi réduit leurs taux directeurs de 25 points de base, tandis que le nouveau gouverneur de la Banque de Turquie a annoncé une forte baisse du taux principal de refinancement (-425 points de base). Dans cet environnement difficile, l'indice corporate émergent affiche un rendement en légère baisse à 6,76%.

Date de rédaction : 20/08/2019

Entreprises en vue

CK Hutchison (Europe)

CK Hutchison, propriétaire à 100% de l'opérateur italien de télécommunications Wind Tre, a annoncé son intention de refinancer l'intégralité de la dette externe de Wind Tre, soit environ 10 milliards d'euros. CK Hutchison prévoit d'être noté séparément et devrait intégrer la catégorie *Investment Grade*. La société a obtenu un financement provisoire de 18 mois et compte rembourser la dette existante de Wind Tre avec des obligations ou des prêts bancaires. CK Hutchison est par ailleurs en train de créer une nouvelle société de pylônes (CK Hutchison Networks) qui englobera les 28 500 sites européens de la société. Il s'agit évidemment d'une bonne nouvelle pour les détenteurs d'obligations Wind Tre.

Intralot (US)

Leader mondial de la fourniture de systèmes et de services de jeux, Intralot a été au cœur de l'actualité en juillet. Attendue depuis longtemps, une extension de 5 ans avec la société de jeux américaine DC Lottery a été signée. Ce contrat lui ouvre la porte du lucratif marché américain. Il améliore aussi sa diversification géographique puisque Intralot s'est vu attribuer un contrat de 215 millions de dollars pour gérer la loterie et les paris sportifs en ligne de l'Etat. Les obligations ont gagné 3 points à l'annonce de cette nouvelle.

Ajecorp (Pays émergents)

Ajecorp, entreprise familiale à 100%, est spécialisée dans la production de boissons gazeuses et non gazeuses en Amérique latine. Fitch a relevé sa notation de B- à B, soulignant la réussite du processus d'optimisation en cours. Cette réussite se traduit par une génération importante de FCF, par un désendettement progressif et par une position améliorée sur la tranche de notation B. Depuis le début de l'année, les titres de dette senior ont progressé de plus de 30%.

Émissions primaires significatives du mois

EUR

| Émetteur | Coupon | Maturité | Montant | Note |
|------------------|--------|----------|---------|------|
| House of Finance | 4.375% | 2026 | €370M | B1 |
| Walnut Bidco | 6.750% | 2024 | €475M | B1 |

US

| Émetteur | Coupon | Maturité | Montant | Note |
|----------------|--------|----------|---------|------|
| Diamond Sport | 6.625% | 2027 | \$1.8Bn | B2 |
| Michael Stores | 8.000% | 2027 | \$500M | B1 |

EM

| Émetteur | Coupon | Maturité | Montant | Note |
|--------------|--------|----------|---------|------|
| Air Baltic | 6.750% | 2024 | €200M | BB- |
| Walnut Bidco | 9.125% | 2024 | \$335M | B+ |

Publications de notation

| | | | |
|--------------------|---------|---|------|
| Aston Martin | Moody's | ▼ | B3 |
| Banco Comercial | Moody's | ↗ | Baa3 |
| Caixa Geral | Moody's | ↗ | Baa3 |
| Jaguar Land Rover | Fitch | ▼ | BB- |
| Novartex | Moody's | ▼ | Ca |
| Novo Banco | Moody's | ↗ | B2 |
| Schmolz+Bickenbach | Moody's | ▼ | B3 |
| Thomas Cook | Moody's | ▼ | Ca |

Date de rédaction : 20/08/2019

Evènements macro-économiques

Union européenne : la Commission européenne a confirmé ses prévisions de croissance pour la zone euro, avec un PIB en hausse de 1,2% en 2019. Cependant, avec la reprise des tensions sino-américaines, les perspectives de risques entourant ces anticipations incitent à la prudence. Si aucune mesure n'a pour l'heure été décidée, le retour d'un discours accommodant reflète les attentes des marchés.

Allemagne : la récession que connaît l'industrie se répercute sur l'ensemble du secteur privé allemand et entrave la croissance du PIB national, attendue à 0,5% pour 2019 en dépit d'un taux de chômage stable à 5% en juillet. Fitch a malgré tout confirmé sa note souveraine AAA, assortie d'une perspective stable. Cette note reflète selon l'agence une économie diversifiée, à haute valeur ajoutée.

France : freinée par une nette dégradation du climat des affaires dans l'industrie manufacturière, la croissance du PIB français a légèrement ralenti au 2^e trimestre 2019, à +0,2% d'après la première estimation de l'INSEE. Si la formation brute de capital fixe a accéléré à 0,9%, les dépenses de consommation des ménages ont ralenti à 0,2%. Les variations de stocks ont quant à elles contribué négativement (-0,2 point).

Royaume-Uni : conforme aux anticipations, la nomination de Boris Johnson à la tête du parti conservateur, et donc du gouvernement, renforce encore davantage l'hypothèse d'un Hard Brexit au 31 octobre. La livre britannique, pénalisée par cette perspective, est tombée à 91,15 pence pour un euro le 29 juillet, un plus bas depuis septembre 2017.

Italie : prenant acte de l'amélioration considérable des perspectives économiques avec un déficit budgétaire limité à 1,9% du PIB en 2019, plusieurs responsables de la Commission européenne n'envisagent plus de recommander l'ouverture d'une procédure disciplinaire contre l'Italie. Selon le FMI, la croissance économique annualisée devrait par ailleurs s'établir à 0,1%, favorisée par un taux de chômage à 9,7% en juin, un plus bas depuis janvier 2012.

Etats-Unis : la croissance de l'économie américaine a ralenti plus faiblement qu'attendu au 2^e trimestre, malgré des tensions commerciales multiples avec la Chine et l'Union européenne. Le PIB affiche ainsi une progression annualisée de 2,1% en première estimation, soutenu par la hausse des dépenses des ménages. Celles-ci compensent le recul des exportations et la contribution négative de l'évolution des stocks. Malgré un taux de chômage à un plus bas de près de 50 ans et une consommation des ménages robuste, la Fed a baissé ses taux directeurs pour la première fois depuis 2008, ramenant la fourchette-cible des fonds fédéraux entre 2% et 2,25%.

Chine : bien que la production industrielle et les ventes au détail aient dépassé les attentes, la croissance du PIB a ralenti à 6,2% en rythme annualisé au 2^e trimestre, un plus bas depuis 27 ans. En dépit d'un léger apaisement le mois dernier, la croissance chinoise demeure durablement affectée par la guerre commerciale avec les Etats-Unis. Selon les déclarations du ministère du Commerce chinois, un accord semble cependant lointain tant que l'administration Trump ne lèvera pas les surtaxes douanières imposées sur les produits nationaux.

| Indices de marché (à fin juillet) | | Performance | | Duration | Rendement |
|-----------------------------------|---|-------------|--------|----------|-----------|
| | | MTD* | YTD* | DTW* | YTW* |
| Haut Rendement | | | | | |
| HE00 | Haut Rendement Europe | 0.84% | 8.61% | 3.11 | 3.03% |
| J0A0 | Haut Rendement Etats-Unis | 0.54% | 10.72% | 3.42 | 6.00% |
| H7PC | Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières | 0.61% | 7.93% | 2.81 | 2.87% |
| JC4N | Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières | 0.50% | 10.73% | 3.41 | 5.32% |
| HYEF | Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières | 0.89% | 10.49% | 3.28 | 6.76% |
| Investment Grade | | | | | |
| ER00 | Investment Grade Europe | 1.39% | 6.81% | 5.16 | 0.35% |
| COA0 | Investment Grade Etats-Unis | 0.68% | 10.29% | 7.31 | 3.21% |
| EMIC | Investment Grade Pays Emergents | 0.80% | 8.57% | 5.35 | 3.23% |
| Obligations d'Etat | | | | | |
| G4D0 | Obligation d'Etat allemande à 10 ans | 0.88% | 4.60% | | -0.44% |
| G402 | Obligation d'Etat américaine à 10 ans | 1.37% | 6.89% | | 2.01% |

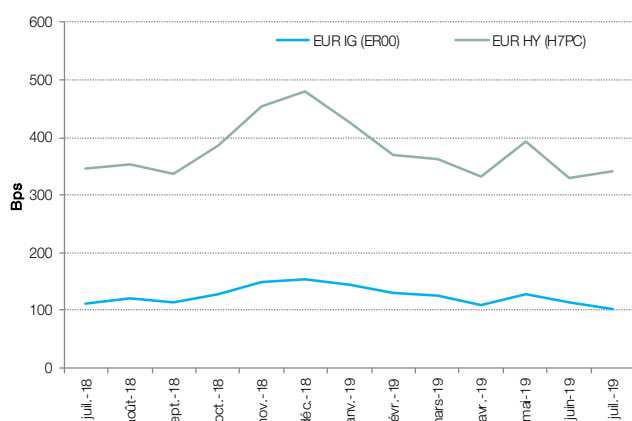
| Inflation (à fin juillet) | | | | | | |
|---------------------------|--|---------|-------|-------|-------|-------|
| Inflation attendue | | Juillet | Juin | Mai | 6M | 12M |
| EURO INF | Prévision d'inflation pour l'année 2019 en Europe | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.50% | 1.70% |
| US INF | Prévision d'inflation pour l'année 2019 aux Etats-Unis | 1.80% | 1.80% | 1.90% | 2.00% | 2.50% |
| Inflation réalisée | | Juillet | Juin | Mai | 6M | 12M |
| EUR CPI | Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants) | 1.10% | 1.30% | 1.20% | 1.40% | 2.10% |
| US CPI | Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants) | | 1.60% | 1.80% | 1.60% | 2.90% |

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

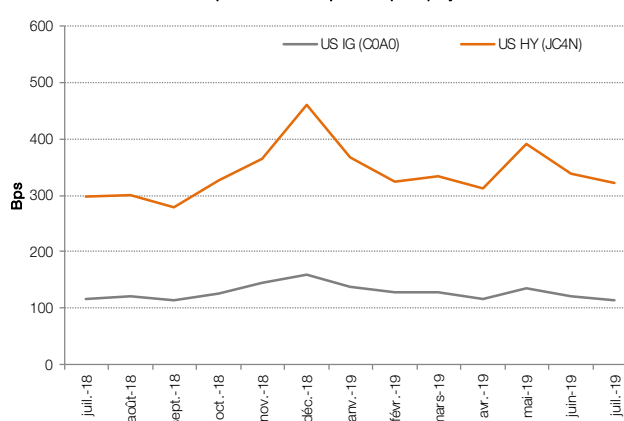
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 20/08/2019

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



| Corporate Bond Spreads | | Juillet | Juin | Mai | 12 mois |
|------------------------|---|---------|------|-----|---------|
| Europe | | | | | |
| ER00 | Investment Grade Europe | 101 | 112 | 142 | 110 |
| HE00 | Haut Rendement Europe | 372 | 374 | 447 | 351 |
| H7PC | Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières | 346 | 338 | 424 | 347 |
| ER30 | Titres notés A Europe | 81 | 90 | 113 | 90 |
| ER40 | Titres notés BBB Europe | 126 | 141 | 180 | 137 |
| HE10 | Titres notés BB Europe | 256 | 260 | 333 | 271 |
| HE20 | Titres notés B Europe | 562 | 541 | 656 | 519 |
| Etats-Unis | | | | | |
| C0A0 | Investment Grade Etats-Unis | 112 | 120 | 136 | 115 |
| J0A0 | Haut Rendement Etats-Unis | 405 | 417 | 440 | 353 |
| JC4N | Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières | 337 | 355 | 375 | 308 |
| C0A3 | Titres notés A Etats-Unis | 86 | 92 | 103 | 92 |
| C0A4 | Titres notés BBB Etats-Unis | 145 | 154 | 177 | 146 |
| JUC1 | Titres notés BB Etats-Unis | 250 | 254 | 284 | 244 |
| JUC2 | Titres notés B Etats-Unis | 442 | 472 | 482 | 375 |
| Pays Emergents | | | | | |
| EMIC | Investment Grade Pays Emergents | 150 | 162 | 182 | 156 |
| HYEF | Haut Rendement Pays Emergents | 493 | 510 | 533 | 470 |
| EMAQ | Titres notés A Pays Emergents | 112 | 122 | 137 | 122 |
| EM2B | Titres notés BBB Pays Emergents | 202 | 219 | 243 | 205 |
| EM3C | Titres notés BB Pays Emergents | 325 | 336 | 350 | 334 |
| EM6B | Titres notés B Pays Emergents | 594 | 644 | 647 | 577 |

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 20/08/2019

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

