

# Corporate Credit Monthly Update

## Septembre 2019

Sur le plan politique, la conjoncture s'est de nouveau dégradée dans l'Union européenne. En Italie, la rupture de la coalition gouvernementale entre la Ligue du Nord et le Mouvement 5 Etoiles a cristallisé les incertitudes, au même titre que les déclarations du nouveau Premier Ministre britannique Boris Johnson. Fervent partisan d'un Brexit au 31 octobre, Boris Johnson continue de s'opposer à son Parlement au sein duquel une majorité affiche désormais un certain scepticisme vis-à-vis de l'exécutif. Ces tensions d'ordre intérieur s'ajoutent aux tensions internationales qui perdurent, avec des conséquences directes pour l'industrie de la zone. Si les services affichent toujours une certaine résilience dont profite le marché du travail européen, la contraction du secteur manufacturier se poursuit. Difficile toutefois de dégager une tendance d'ensemble puisque les indicateurs varient considérablement selon les Etats membres. Au second semestre, la croissance de l'économie française est ressortie à 0,3% tandis que le PIB allemand se contractait à hauteur de -0,1%. Moins hétérogène cette fois entre les pays membres, l'inflation de la zone euro s'est établie à 1% en août, et reste très inférieure aux objectifs de la BCE.

En Europe, la BCE s'oriente vers une nouvelle intervention de grande ampleur pour soutenir les marchés. Dans ce contexte, les spreads sur les obligations d'entreprises ont bien résisté grâce à de solides données techniques, notamment une activité limitée sur le marché primaire. L'appétit pour la dette d'entreprise reste fort et le rendement de l'indice corporate européen recule à 2,61%. Dans l'ensemble, les performances affichées par les différentes catégories de notation, zones géographiques et secteurs sont par ailleurs assez homogènes.

Aux Etats-Unis, les moteurs de la demande interne connaissent une importante décélération. En dépit de nouvelles négociations sino-américaines, la guerre commerciale pèse sur le secteur manufacturier, en contraction pour la première fois depuis près de dix ans. De plus, des signes de propagation de ce ralentissement sont visibles sur les services, qui ne parviennent plus à soutenir les investissements.

Pour autant, la confiance des consommateurs s'est légèrement redressée. Le marché du travail reste porteur et la relative faiblesse de l'inflation, mesurée à 1,8% pour l'indice général, compense des salaires dont la croissance s'avère inférieure aux attentes.

Dans ce cadre, la Réserve Fédérale demeure prudente. Si certains responsables se sont prononcés en faveur d'une nouvelle baisse des taux, celle-ci reste suspendue à l'actualité économique mondiale. Les Minutes de la Fed continuent toutefois d'afficher une attitude accommodante. Une approche justifiée par l'impact des tensions commerciales et géopolitiques sur les rendements souverains, le rendement du bon du trésor américain à 10 ans ayant perdu 51 points de base à 1,47%. Le rendement de l'indice corporate américain affiche lui aussi un net repli pour s'établir à 5,05%.

Victimes indirectes de la guerre commerciale sino-américaine, les économies des pays émergents ont souffert en août. Le ralentissement de la demande interne s'est additionné aux mauvaises performances des exportations, entravées par l'entrée en vigueur de nouveaux droits de douane américains et chinois. Dans ce contexte et sauf de rares cas isolés tels celui de la Turquie, les chiffres d'inflation se sont établis en-dessous des prévisions. Les tensions politiques ont elles aussi accentué cette tendance. En Argentine, la valeur des actifs locaux et de la devise ont fortement chuté après la nette défaite du président sortant Macri aux élections primaires.

Prenant acte de ces éléments, les banques centrales des pays émergents ont poursuivi l'assouplissement de leurs politiques monétaires. Plusieurs d'entre elles ont baissé leurs taux directeurs, parmi lesquelles l'Indonésie, le Mexique, le Pérou, la Thaïlande ou l'Inde. Le rendement de l'indice corporate émergent a quant à lui bien rebondi, à 7,48% en août.

*Date de rédaction : 16/09/2019*

### Entreprises en vue

#### Atalian (Europe)

Atalian, société française de gestion des infrastructures, a publié de bons résultats pour le deuxième trimestre 2019. Le chiffre d'affaires ressort en hausse de 7,5% à 763 millions d'euros en glissement annuel. L'EBITDA ajusté progresse de 10,6% à 42 millions d'euros, avec une marge en hausse de 20 points de base à 5,5%. La société prévoit également de vendre pour 60 millions d'euros d'actifs. Les chiffres ont été solides, les perspectives sont bonnes, et nous attendons pour le reste de l'année un léger désendettement de nature à favoriser le redressement du titre.

#### Tailored Brands (US)

Tailored Brands a annoncé la vente du pôle vêtements corporatifs à un groupe dirigé par l'équipe de direction britannique actuelle pour 62 millions de dollars en numéraire. Parmi l'ensemble de ses secteurs d'activité, celui des vêtements corporatifs a généré la marge la plus faible et des pertes nettes pour l'entreprise. Selon la direction, les flux de trésorerie dégagés (100 millions de dollars sont attendus pour l'exercice 2019) ainsi que les produits de la vente des actifs devraient être utilisés pour rembourser un emprunt à terme et pour racheter certaines obligations.

#### Ajecorp (Pays émergents)

Ajecorp, producteur péruvien de boissons rafraichissantes, a publié ses résultats du 2e trimestre 2019. Ces résultats montrent une solide performance en glissement annuel, avec des volumes vendus en hausse dans chaque région et une forte génération d'EBITDA. Au 1er semestre 2019, le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 565 millions de dollars (+11% en glissement annuel) et l'EBITDA a augmenté de 46%. Les performances ont été particulièrement fortes sur les principaux marchés d'Ajecorp (Pérou, Equateur, Amérique centrale). La majeure partie des flux de trésorerie dégagés a été utilisée pour racheter 20,2 millions de dollars de ses obligations à échéance 2022. Nous sommes convaincus que la nouvelle gamme de produits et les baisses de prix continueront de profiter à la société, lui permettant de générer des flux de trésorerie positifs et de se préparer à un refinancement potentiel de ses obligations en dollars dans les 18 mois à venir.

### Émissions primaires significatives du mois

#### EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
AS Roma	5.125%	2024	€275M	BB-
Swissport Fin.	5.250%	2024	€410M	B-
Vivion	3.000%	2024	€700M	BB+

#### US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Albertsons Cos	5.875%	2028	\$750M	BB-
Tenet Healthcare	4.875%	2026	\$2.1Bn	BB-

#### EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
----------	--------	----------	---------	------

Pas de nouvelles émissions ce mois-ci.

### Publications de notation

Alorica	S&P	↘	B
Domestic Group AB	Moody's	↗	Ba2
Unipol Banca SpA	Moody's	↗	Baa3

Date de rédaction : 16/09/2019

### Evènements macro-économiques

**Union européenne** : dans la zone euro, l'inflation est restée stable et nettement inférieure aux objectifs de la BCE, à 1% en données annualisées. Plus généralement, l'ensemble des données macroéconomiques dévoilent une tendance assez défavorable, marquée par la poursuite du ralentissement du secteur industriel. Un interventionnisme à grande échelle serait à ce titre étudié par la BCE afin de contrer une croissance inférieure aux prévisions.

**Allemagne** : les indicateurs du climat des affaires de la première économie d'Europe laissent entrevoir une possible récession. Si l'indice PMI manufacturier est légèrement remonté à 43,5 au mois d'août, l'industrie continue de se contracter et contamine progressivement toute l'économie. La croissance des prix à la consommation ressort à la baisse à 1% en données annualisées, tandis que le taux de chômage reste stable à 5%.

**France** : profitant d'une plus grande résilience vis-à-vis des perturbations commerciales mondiales, le secteur industriel français suit une tendance favorable. L'indice PMI manufacturier s'établit ainsi à 51,1 et cesse de se contracter en août.

**Royaume-Uni** : Boris Johnson a suspendu les travaux du Parlement jusqu'au 14 octobre, avec l'aval de la Reine. Destinée à favoriser un Brexit sans accord que les députés auraient pu entraver, cette initiative a provoqué de vives réactions. Selon Michel Barnier, négociateur en chef de l'UE pour le Brexit, un accord semble de moins en moins probable, dès lors que Bruxelles et Londres continuent de s'affronter sur la clause de sauvegarde (« backstop »). Dans l'éventualité où des députés s'accorderaient pour empêcher un Brexit dur, Boris Johnson a d'ores et déjà annoncé qu'il réclamera de nouvelles élections législatives le 14 octobre prochain.

**Italie** : de multiples tensions ont agité la scène politique italienne. Sous l'impulsion de Matteo Salvini, l'ancienne coalition, formée par la Ligue avec le Mouvement 5 Etoiles, a éclaté. Après plusieurs jours de tractations encouragées par le président de République, le Mouvement 5 Etoiles et le Parti démocrate sont néanmoins parvenus à un accord. Organisée elle aussi autour de Giuseppe Conte, cette coalition n'écarte pas toutes les incertitudes entourant la composition du nouveau gouvernement. Des incertitudes qui ont conduit le 10 ans italien à un plus bas historique, à 0,941% le 29 août dernier.

**Etats-Unis** : après un léger apaisement lié à la prolongation de la licence accordée au géant chinois Huawei, les tensions commerciales sino-américaines se sont de nouveau intensifiées. 125 milliards de dollars d'importations chinoises font l'objet de nouveaux droits de douane entrés en vigueur au 1er septembre. De telles perspectives renforcent les craintes et entravent l'industrie américaine, en contraction pour la première fois depuis près de dix ans. La Fed conserve malgré tout une approche conservatrice. Un cycle de baisse des taux demeure hypothétique et la priorité est donnée au suivi attentif des marchés.

**Chine** : prenant acte de l'entrée en vigueur de nouvelles taxes américaines, la Chine a annoncé son intention de relever les droits de douane sur environ 75 milliards de dollars de produits américains, parmi lesquels le pétrole brut. Parallèlement, de nouvelles mesures de soutien à la consommation ont été annoncées pour encourager la croissance.

Indices de marché (à fin août)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	0.68%	9.35%	2.96	2.76%
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	0.40%	11.16%	3.12	5.79%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.62%	8.60%	2.69	2.61%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.65%	11.45%	3.06	5.05%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-1.90%	8.40%	3.20	7.48%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	0.70%	7.56%	5.10	0.23%
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	3.03%	13.64%	7.44	2.86%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	2.10%	10.84%	5.39	2.94%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.88%	4.60%		-0.70%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	1.37%	6.89%		1.50%

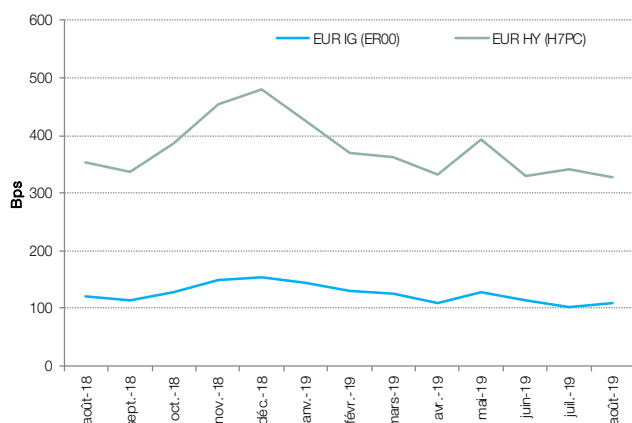
Inflation (à fin août)		Août	Juillet	Juin	6M	12M
Inflation attendue						
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2019 en Europe	1.30%	1.30%	1.30%	1.40%	1.70%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2019 aux Etats-Unis	1.80%	1.80%	1.80%	1.90%	2.50%
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	1.00%	1.00%	1.30%	1.50%	2.00%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		1.80%	1.60%	1.50%	2.70%

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

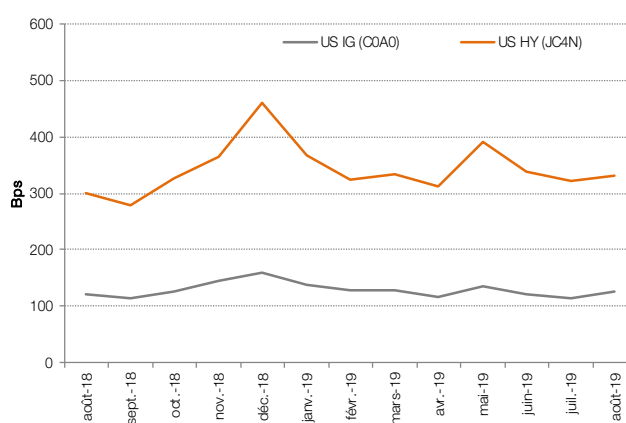
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 16/09/2019

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Août	Juillet	Juin	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	110	101	128	119
HE00	Haut Rendement Europe	363	372	402	368
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	334	346	376	353
ER30	Titres notés A Europe	90	81	100	95
ER40	Titres notés BBB Europe	136	126	164	150
HE10	Titres notés BB Europe	249	256	302	290
HE20	Titres notés B Europe	547	562	574	515
<b>Etats-Unis</b>					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	124	112	128	120
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	423	405	396	358
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	349	337	334	312
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	95	86	96	94
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	160	145	167	152
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	255	250	247	242
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	462	442	439	383
<b>Pays Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	163	150	167	167
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	606	493	513	556
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	120	112	123	126
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	219	202	225	222
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	378	325	328	384
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	853	594	593	733

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 16/09/2019

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

