

MORNING CREDIT

Niveaux de marché

mardi 4 juin 2019

Niveaux de marché Var. 1J Var 5J Var YTD

Bund	168.57	20	77	-
------	--------	----	----	---

Euribor 3 mois	-0.323%	-0.1	-1.2	-1
----------------	---------	------	------	----

BTAN 2 ans	-0.601 %	-1	-2.5	-14.6
------------	----------	----	------	-------

BTAN 5 ans	-0.392 %	-0.9	-5	-43.1
------------	----------	------	----	-------

OAT 10 ans	0.2 %	-0.7	-5.5	-51.5
------------	-------	------	------	-------

10 ans allemand	-0.21 %	-1	-5	-45.3
-----------------	---------	----	----	-------

Spread OAT vs Bund	41 bp	-0.3	0.5	6.2
--------------------	-------	------	-----	-----

10 ans italien	2.586 %	2.2	-10.1	-16
----------------	---------	-----	-------	-----

10 ans espagnol	0.697 %	0.4	-9.1	-72
-----------------	---------	-----	------	-----

Actualité et repères de marché

La séance d'hier: le **Bund** a **progressé de 3cts** hier, à **168.37**, soit un **10 ans allemand** s'établissant à **-0.201%** (-0.1bp, nouveau plus bas historique) et une **OAT 10 ans** à **0.202%** (-0.8bp) en attendant le discours de Jerome Powell ce soir à l'occasion d'une conférence sur la stratégie de la Fed, qui se tiendra à Chicago.

La **BCE** a **indiqué hier détenir EUR 177.706Md d'obligations corporates** à son bilan **au 31 mai 2019**, contre EUR 177.686Md. La BCE n'a ajouté aucun nouveau titre corporate à son programme CSPP au cours de la semaine. La valeur du portefeuille du CSPP a augmenté **d'EUR 20M**.

Comme le révélait La Repubblica la veille, le **président du Conseil italien a menacé hier soir de démissionner** en raison des dissensions entre les deux partis qui forment la coalition au pouvoir à Rome. Lors d'une conférence de presse archicomble, **Giuseppe Conte** a sommé la Ligue de Matteo Salvini et le Mouvement 5 étoiles de Luigi Di Maio de décider rapidement s'ils veulent des élections anticipées ou préfèrent continuer à gouverner ensemble, ajoutant qu'il n'avait pas l'intention de rester à son poste sans être assuré de la loyauté des partis de la coalition. Il a déclaré que l'élaboration du budget 2020 à l'automne serait une tâche complexe pour son gouvernement et que l'Italie avait besoin de la confiance des marchés financiers. Il a également jugé que son gouvernement devait respecter les règles budgétaires de l'UE tant que celles-ci n'auraient pas été modifiées.

Dans la **zone-euro**, **l'activité du secteur manufacturier** s'est **contractée** pour le **quatrième mois d'affilée en mai**, à un rythme plus rapide, affectée par la guerre commerciale sino-américaine, la faiblesse de la demande automobile, le Brexit et d'autres incertitudes politiques, montrent hier les résultats définitifs des enquêtes IHS Markit auprès des directeurs d'achat. **L'indice PMI du secteur est ressorti à 47.7** en mai, au même niveau que l'estimation flash et contre 47.9 en avril. Le sous-indice de la production manufacturière, qui entre dans le calcul de l'indice PMI composite attendu mercredi, est également ressorti en dessous du niveau de 50 à 48.9 contre 48.0 en avril.

L'activité dans le secteur manufacturier en Allemagne, très dépendant des exportations, a **reculé en mai**, selon **l'indice PMI** auprès des directeurs d'achats, pénalisée par une baisse des nouvelles commandes et des embauches. Le PMI calculé par IHS **Markit est ressorti à 44.3** dans sa version définitive, proche d'un plus bas depuis 2012. Ce chiffre est conforme à la première estimation qui avait été donnée et inférieur aux 44.4 annoncés pour le mois d'avril.

L'activité dans le secteur manufacturier en France a renoué avec la croissance en mai après sa stabilisation le mois précédent avec une nouvelle progression des embauches, un ralentissement de la contraction de la production et des nouvelles

Indices de crédit

Indices et Var. (en bp)	Var. 1J	Var. 5J	Var. YTD	
Main	71	-	2	-18
Crossover	308	-	11	-46
Financial Senior	90	-	1	-20
Financial Sub.	183	-	-1	-42

commandes et une forte hausse des prix des achats, selon la version définitive de l'indice IHS Markit publiée hier. Le mois dernier, **l'indice PMI synthétique du secteur manufacturier s'est établi à 50.6** comme en première estimation « flash » publiée le 23 mai et en hausse par rapport à son niveau de 50.0 enregistré en avril.

La **croissance de l'activité manufacturière aux Etats-Unis a encore décéléré en mai** avec un indice des directeurs d'achat au plus bas depuis deux ans et demi, selon l'enquête mensuelle de l'ISM publiée hier. **L'indice ISM manufacturier est ressorti à 52.1 le mois dernier**, au plus bas depuis octobre 2016, contre 52.8 en avril. Les économistes interrogés par Bloomberg attendaient en moyenne une légère remontée à 53.0. Le sous-indice des commandes nouvelles s'est légèrement repris à 52.7 après avoir chuté le mois précédent à 51.7, son plus bas niveau depuis décembre 2018.

Le président de la Fed de Saint-Louis, **James Bullard**, a estimé hier qu'une **baisse du principal taux directeur de la banque centrale américaine « pourrait se justifier bientôt »**. Baisser les coûts d'emprunt à court terme pourrait « contribuer à recentrer l'inflation et les anticipations d'inflation » et « fournir un certain soutien en cas de ralentissement plus prononcé que prévu », a-t-il indiqué.

L'économie américaine devrait enregistrer au deuxième trimestre une croissance de 1.3% en rythme annualisé, montre hier le modèle de prévision GDPNow de la Fed d'Atlanta. Ce chiffre, qui prend en compte la statistique des dépenses de construction publiée hier, est légèrement supérieur à la dernière estimation de 1.2% qui remontait à vendredi.

Tendance à l'ouverture: le **Bund progresse de 21cts** à l'ouverture à **168.58**. Le **10 ans allemand s'établit à -0.212%** (-1.1bp) et le **10 ans français à 0.195%** (-0.7bp). Les indices de crédit (Série 31) sont proche de l'équilibre ce matin : Main @ 71 (-), Crossover @ 308 (-), Financial Senior @ 90 (-) et Financial Subordinated @ 183 (-).

A suivre aujourd'hui les émissions de Malte, de l'ESM à 91 jours (EUR 2Md), de l'Autriche sur les souches RAGB 0.50% 2029 et RAGB 2.40% 2034 et de l'Allemagne sur la souche indexée à l'inflation européenne DBR€i 0.50% 2030 (EUR 500M).

Publication de résultats / Evènements marquants

News Corporates

Emetteurs Investment Grade

Le groupe **Pernod Ricard (Baa2/BBB/BBB)** a annoncé ce matin lors d'une présentation aux investisseurs sur sa stratégie en Asie, qu'il entendait accélérer et diversifier sa croissance dans cette zone géographique lors de son exercice 2019. La croissance sera tirée majoritairement par la Chine, où le groupe entend doubler à 2% sa part de marché des spiritueux importés sur la période 2017-2025 et l'inde.

Publicis (Baa2/BBB+/-) pourrait émettre dès mercredi 3 souches senior unsecured à 6, 9 et 12 ans. Les roadshows doivent se terminer aujourd'hui à Londres. BNP Paribas, BofA Merrill Lynch, Citigroup, HSBC et JP Morgan ont été mandatées pour diriger l'opération.

Le gouvernement français cherche à obtenir des concessions de la part de **Fiat Chrysler Automobiles (Ba1/BB+/BBB-)** en échange de son soutien au projet de fusion du groupe italien avec **Renault (Baa3/BBB/BBB)**. Ces demandes incluent le choix de Paris comme siège du groupe fusionné et la présence de l'Etat français à son conseil d'administration. Les deux parties, française et italienne, sont d'accord sur le principe d'une fusion à 50/50, telle que proposée par Fiat Chrysler la semaine dernière à Renault. Les discussions portent sur d'autres éléments tels que l'emploi, la répartition des postes-clés et des sièges au conseil d'administration. La localisation du siège du futur groupe constitue l'un des points les plus sensibles. FCA a proposé que le groupe soit domicilié aux Pays-Bas, mais cela laisse la question du siège opérationnel ouverte. L'Etat français souhaite son ancrage à Paris mais Fiat Chrysler ne veut pas marginaliser Turin et Détroit, où se trouvent aujourd'hui ses centres de décision. Le gouvernement français veut également obtenir un siège au conseil d'administration du futur groupe, et pousse pour que Jean-Dominique Senard soit nommé pour un mandat d'au moins quatre ans à la direction générale de l'entité combinée. FCA a proposé de confier la direction générale du groupe au président du conseil d'administration de Renault, tandis que la présidence non exécutive serait assurée par le président de Fiat Chrysler, John Elkann. Sa proposition ne précise pas la durée de leurs mandats respectifs. Paris ne s'attend pas à ce que toutes ses demandes soient satisfaites, mais espère obtenir des concessions afin de rendre le projet plus acceptable en France. Pour l'heure FCA n'a fait aucune concession et l'ouverture de discussions officielles entre les deux groupes doit encore être validée par le conseil d'administration de Renault, qui se réunit en début d'après-midi (15h00) pour aborder le projet de fusion avec Fiat Chrysler.

Dans le cadre du processus d'intégration de Gemalto, **Thales (A2/A-/-)** et Gemalto ont initié une demande de consentement auprès des porteurs de l'obligation d'EUR 400M XS1113441080 [GEMALTO NV 2.125% 23 septembre 2021](#). « L'objectif de cette opération était de substituer Thales à Gemalto en qualité de débiteur et d'aligner les termes de cette obligation avec ceux des obligations publiques les plus récentes de Thales » indique le groupe. L'assemblée des porteurs de cette obligation a approuvé hier une résolution extraordinaire entérinant cette demande de consentement et validant les termes associés. L'ensemble des placements privés effectués par Gemalto aux Etats-Unis (« USPP ») ayant par ailleurs été remboursés par anticipation le 13 mai 2019, Thales finalise ainsi l'intégration des financements obligataires de Gemalto.

Volkswagen (A3/BBB+/BBB+) a annoncé hier qu'il prévoyait de céder avant la pause estivale une participation minoritaire dans sa filiale de poids lourds, Traton, via une introduction en Bourse avec une double cotation à Francfort et à Stockholm. Cette IPO devrait se faire uniquement par la vente de titres existants

détenus par Volkswagen, sans levée de fonds pour Traton, a précisé le constructeur allemand. Volkswagen a relancé ce projet d'introduction en Bourse de sa filiale de poids lourds le mois dernier dans le cadre d'une réorganisation plus vaste destinée à lui permettre de financer, via notamment des cessions d'actifs non-essentiels, les investissements massifs prévus dans le véhicule autonome et l'électrification de sa gamme. Volkswagen a confié à Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs et JPMorgan le rôle de coordinateurs mondiaux de cette IPO tandis que BofA Merrill Lynch, Barclays, BNP Paribas, SEB et UniCredit seront co-teneurs des livres d'ordres. Commerzbank, HSBC, Landesbank Baden-Württemberg et Société Générale ont été désignés co-chefs de file de l'opération.

High Yield & Emetteurs non notés

Le boulanger industriel **Aryzta (non noté)** a publié ce matin les résultats de son troisième trimestre clos le 30 avril. Les ventes réalisées entre février et avril ont crû de 4.5% en rythme annuel à EUR 847.9M. Exprimée en termes organiques, la croissance est ramenée à 1.3%, alors que le consensus d'analystes AWP attendait une croissance organique de 0.6%. La croissance organique dans la région Europe, où le groupe réalise plus de la moitié de ses recettes, s'est établie à +4.4%, tandis qu'en Amérique du Nord cet indicateur a été décevant (-3.8%), même si elle a pu être plus que compensée par un effet de change favorable (+7.9%). Le consensus d'analystes AWP attendait un chiffre d'affaires d'EUR 837.5M. Pour la suite de l'exercice, la gouvernance du groupe a annoncé être en bonne voie pour réaliser les EUR 40M d'économies visées, mais signale que leur plein effet sur l'Ebitda sous-jacent ne sera déployé qu'en 2020/21. Pour l'exercice en cours, les ambitions au niveau de l'Ebitda sous-jacent ont été revues à la baisse à entre 1% et 4%, alors que l'entreprise avait laissé entendre qu'elle visait une croissance de cet indicateur supérieure à 5% lors de la présentation des résultats semestriel à la mi-mars.

Cabot Financial Luxembourg (B1/BB/-) a mandaté Morgan Stanley (global coordinator), Crédit Suisse (global coordinator), HSBC (global coordinator), DNB Bank (global coordinator), Lloyds Banking Group, MUFG, NatWest Markets et Santander afin de mener une série de roadshows aujourd'hui et demain, préalable à l'émission d'une souche à taux variable d'EUR 310M sur un format 5 ans nc. 1 an. L'objet de l'émission est de financer le remboursement anticipé de la souche d'EUR 310M XS1117279619 CABOT FINANCIAL Luxembourg Floater [Euribor 3 mois + 587.5bp] 15 novembre 2021, émise en novembre 2015, callable @ 101.00% depuis le 15 novembre 2018 (préavis de 10 jours minimum selon Bloomberg).

Le groupe de services parapétroliers **CGG (B2/B/-)** a annoncé ce matin avoir signé un accord de principe avec la société Shearwater GeoServices Holding pour la cession de cinq navires en échange de la conclusion d'un partenariat stratégique dans l'acquisition sismique marine et la technologie des streamers. Cet accord de principe porte sur la cession à Shearwater de cinq navires haut de gamme, actuellement possédés conjointement par CGG Marine Ressources Norvège et Eidesvik Offshore. CGG aura également accès à une capacité de navires pour ses futurs projets multi-clients, en échange d'un engagement d'activité et de flux de

trésorerie avec Shearwater pour plusieurs années. Enfin, l'accord de principe prévoit la création d'un partenariat sous la marque Sercel, détenu majoritairement par CGG, pour la fabrication, la commercialisation et le support technique dans le domaine des équipements streamers d'acquisition sismique marine. Le montant de la transaction n'a pas été dévoilé. Les deux entreprises ont précisé leur intention de finaliser leur accord avant la fin du mois de juin, alors que la clôture finale de ces transactions « est prévue avant la fin de l'année » en cours, selon un communiqué. La finalisation de ces opérations est soumise à « l'approbation des autorités compétentes, à la consultation des instances représentatives du personnel ainsi qu'aux conditions suspensives standards ». « CGG continuera à exploiter les navires et à exécuter ses contrats en cours et ses engagements commerciaux jusqu'à la clôture finale de la transaction », a indiqué le groupe dans son communiqué.

Le laboratoire d'analyses pharmaceutiques, alimentaires et environnementales **Eurofins Scientific (non-noté)** a été victime au cours du week-end d'un logiciel d'extorsion (ransomware) qui a perturbé certains de ses systèmes informatiques. Le groupe a indiqué hier avoir pris, dès la détection du problème, des mesures immédiates pour limiter l'impact de ce « rançongiciel », plusieurs systèmes et serveurs ayant été mis hors ligne pour en contenir les répercussions. « À l'heure actuelle, il n'existe aucune preuve de transfert non autorisé ou d'utilisation abusive des données », a précisé Eurofins Scientific.

News Financières

Des fusions entre banques de différents pays européens présenteront un intérêt « limité » tant que l'union bancaire ne sera pas complètement achevée, a déclaré hier le directeur général de la banque néerlandaise **ING (Baa41/A-/A+)**. « Les autorités nationales compétentes, en l'absence d'union bancaire, seront très soucieuses de protéger les capitaux dans leur pays et la liquidité dans leur pays », a dit Ralph Hamers à la presse en marge d'une conférence. Il a refusé de s'exprimer sur l'intérêt éventuel d'ING pour Commerzbank.

Le réassureur **Scor (Aa3/AA-/A+)** a annoncé hier avoir placé une obligation catastrophe (« cat bond ») Atlas Capital UK 2019 PLC lui fournissant une couverture d'USD 250M, soit environ EUR 223M, pour une période allant du 1^{er} juin 2019 au 31 mai 2023. L'obligation apporte une couverture contre les risques d'ouragans aux Etats-Unis, de tremblements de terre aux États-Unis et au Canada, et de tempêtes en Europe. « Le prix de l'obligation catastrophe a été fixé le 24 mai 2019, et son placement clôturé le 31 mai 2019 », a précisé Scor dans un communiqué.

Dernières émissions en euros

Date	Code ISIN	Emetteur	Pays	Rating	Encours	Coupon	Maturité	MS	Rdt
30.05	XS1843434793	Illinois Tool Works	Etats-Unis	A2/A+/-	500M	1.00%	06/2031	+58bp	1.08%
30.05	XS1843435170	Illinois Tool Works	Etats-Unis	A2/A+/-	500M	0.625%	12/2027	+48bp	0.70%
30.05	XS1843435253	Illinois Tool Works	Etats-Unis	A2/A+/-	600M	0.25%	12/2024	+35bp	0.32%
28.05	AT000B049788	UniCredit Bank (cov)	Autriche	Aaa/-/-	500M	0.25%	06/2027	+7bp	0.19%
23.05	XS2005607879	Sato Oyj	Finlandais	Baa3/-/-	350M	1.375%	05/2024	+150bp	1.28%
23.05	FR0013422490	Agence France Loc.	France	Aa3/AA/-	500M	0.125%	06/2026	-	0.13%
23.05	XS1843435410	Novem Group	Allemagne	Ba3/B+/BB-	400M	Eur3M	05/2024	+525bp	4.90%
23.05	XS2001737324	Telenor	Norvège	-/A/-	1Md	0.75%	05/2026	+65bp	0.49%
23.05	XS2001737910	Telenor	Norvège	-/A/-	1Md	1.125%	05/2029	+80bp	0.95%
23.05	XS2001738991	Telenor	Norvège	-/A/-	500M	1.75%	05/2034	+100bp	1.45%
23.05	DE000SYM7720	Symrise	Allemagne	-/-/-	500M	1.25%	11/2025	+130bp	0.96%

Chiffres attendus aujourd'hui

Date	Heure	Pays	Evènement	Période	Chiffre prévu	Dernier chiffre
04.06	11h00	Zone-euro	Taux de chômage	Avril	7.7%	7.7%
04.06	16h00	Etats-Unis	Commandes industrielles	Avril	-1.0%	1.9%
04.06	16h00	Etats-Unis	Commandes Biens durables	Avril	-	-2.1%

Principaux changements de rating

Date	Emetteur	Agence	Action	Rating actuel	Rating précédent
03.06	DNB Bank ASA	Moody's	↓	Aa2 stable	Aa1

Contacts CARAX

Philippe HUGON	phugon@carax.com	Directeur Général	01.70.91.67.97
Xavier LEMAITRE	xlemaitre@carax.com	Responsable Filiale Carax Monaco	01.70.91.67.98
Xavier FOUCAULT	xfoucault@carax.com	Responsable Middle Office	01.70.91.67.88
Noémie BARBIER	nbarbier@carax.com	Responsable Corporate Finance	01.70.91.67.63

Avertissement

Ce document ne constitue pas une recherche en investissement ou analyse financière au sens de la réglementation, ni un conseil en investissement.

Cette publication n'est adressée qu'à titre d'information et ne constitue pas, directement ou indirectement, une offre ou une sollicitation pour la souscription, l'achat ou la vente d'instruments financiers, ni pour tout autre type de transaction.

Les informations contenues dans cette publication ont été obtenues à partir de sources réputées fiables, mais ces informations n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de CARAX ou de l'une de ses sociétés affiliées (« CARAX »). CARAX ne garantit pas leur exactitude, exhaustivité ou fiabilité, et décline dès lors toute responsabilité y afférente. Les opinions, estimations et projections exprimées dans ce document sont celles de son auteur à la date de diffusion de la publication. Elles ne reflètent pas nécessairement les opinions de CARAX et peuvent être modifiées sans avis préalable. CARAX n'est pas dans l'obligation de mettre à jour, modifier ou amender le contenu de la publication ou d'informer son destinataire dans le cas où l'une des opinions, estimations et projections émises venait à changer ou devenait inexacte.

Les instruments financiers mentionnés dans cette publication ne sont pas nécessairement appropriés pour tous les investisseurs. Cette publication est destinée exclusivement à des Clients Professionnels ou des Contreparties Eligibles (au sens de la directive MIF). Les destinataires de la publication ne doivent pas présumer que les informations qu'elle contient constituent une base suffisante pour prendre une décision d'investissement. L'investisseur est seul responsable des décisions d'investissement qu'il prend, et CARAX n'acceptera aucune responsabilité concernant les éventuelles conséquences ou pertes qui en résulteraient. Les prix et la disponibilité des instruments financiers peuvent changer sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.