

Indices généraux

	Niveau	Performance mois	Performance YtD
Financials	152 bp	+0.36%	+2.99%
Corporate	129 bp	0.64%	4.26%
Investment grade	95 bp	+0.37%	+3.80%
High yield	391 bp	1.11%	4.68%
Indice Exane OC €	2 587.14	+0.26%	-4.75%
Indice DJ Euro Stoxx	2 573.32	-1.42%	-13.25%
Volatilité 12 mo	36.6	1.34	7.51

(1) DJ Euro Stoxx 50
Indices crédit secteur bancaire

	Niveau	Performance mois	Performance YtD
Banque Tier 1	668 bp	-3.27%	-0.73%
Banque Dette senior	136 bp	0.42%	2.65%

Autres indices crédit sectoriels

	Niveau	Performance mois	Performance YtD
Consumer cyclical	164 bp	+0.88%	+3.81%
Basic industry	184 bp	1.16%	3.40%
Energy	163 bp	+0.33%	+3.33%
Prop & real estate	180 bp	-0.01%	4.13%
Techno.	196 bp	+0.41%	+4.58%
Transport	92 bp	0.73%	6.93%
Capital goods	151 bp	+0.85%	+4.76%
Utilities	100 bp	0.40%	4.82%
Consumer non cycl.	83 bp	+0.71%	+4.98%
Media & telecom	145 bp	0.44%	3.51%

Courbe des spreads par secteur (cash)

	Supranationaux et souverains	Financiers	Corporate
1-3 ans	40 bp	132 bp	94 bp
3-5 ans	52 bp	140 bp	135 bp
5-7 ans	49 bp	139 bp	140 bp
7-10 ans	65 bp	193 bp	125 bp
> 10 ans	46 bp	116 bp	131 bp

Plus fortes hausses/baisses OC

	Secteur	Variation OC	Variation action
Faurecia	Consumer, Cyclical	+3.26%	+6.91%
Peugeot	Consumer, Cyclical	+3.42%	+8.55%
UNIBAIL	Financial	+3.55%	+6.00%
Renewable Energy	Technology	+3.68%	+0.00%
Q-CELLS Ag	Technology	+19.67%	+5.03%

Plus forts écarts/resserments
CDS Main Itraxx Europe

	Secteur	Spread	Variation spread
Holcim Ltd	Industrial	174 bp	- 26 bp
Deutsche Bank AG	Financial	143 bp	- 25 bp
Lanxess Finance BV	Basic Materials	123 bp	- 17 bp
Credit Agricole SA	Financial	161 bp	- 16 bp
Hannover Ruckversicherungs A	Financial	114 bp	- 14 bp

Les faits marquants du mois

Le marché du crédit a connu un mois de juin plutôt attentiste dans de faibles volumes. Les inquiétudes sur les marchés interbancaires dues au remboursement du LTRO 1 an de 442Mds€ et les résultats des stress tests des banques prévus le 23 Juillet, ont focalisé l'attention sur le secteur bancaire. Les plans de rigueur annoncés en Allemagne et au Royaume-Uni ainsi que les dégradations des dettes grecques et espagnoles ont accentué la morosité des marchés financiers.

Les performances des subordonnées bancaires reflètent ces inquiétudes et s'établissent à -3.3% tandis que les caisses d'épargne espagnoles avancent dans leurs restructurations, les autorités locales annonçant plusieurs regroupements. Le crédit corporate est pour sa part resté stable mis à part quelques nouvelles spécifiques : BP paie les conséquences de la marée noire et voit sa note dégradée par S&P, l'ouverture à la concurrence pèse sur la SNCF qui perd son AAA.

Sur le marché primaire, on a pu noter, à chaque accalmie de marché, un retour des émissions, en particulier sur le secteur auto (Volkswagen, Peugeot sur 3-5 ans) ou des Utilities sur des maturités plus longues (EDF ou CEZ). Pas d'émissions majeures sur les financières, mis à part les banques nordiques (DNB Nor Bank). Sur le marché spécifique des subordonnées bancaires, on peut noter l'émission d'une Tier1 HSBC en \$ et du coté européen une émission de Lower Tier 2 par une Landesbank allemande.

Le High Yield a connu un mois volatil pour finalement clôturer sur une hausse de 1.1% en juin et de 4.7% en YTD. Les nombreuses émissions, HeidelbergCement ou Europcar, traduisent la santé de ce marché. A noter la faillite de Wind Hellas, 3ème opérateur télécom grec et de l'éditeur Truvo.

La performance des obligations convertibles en juin est légèrement positive à +0.26% contre -0.77% pour les actions sous-jacentes. Les valorisations sont restées stables offrant encore des opportunités. Les titres issus des émetteurs périphériques restent quant à eux sous la pression des flux vendeurs.

Le marché des covered bonds reste plus que jamais une alternative intéressante pour un financement peu coûteux à moyen terme, notamment pour les acteurs fragiles, avec pas moins de 17 émissions sur le mois pour 20Mds€.

Les convictions

Parmi les scénarios actuellement repris par les marchés, celui d'un « double dip » en Europe et aux Etats-Unis serait une hypothèse fâcheuse pour le crédit en général et particulièrement pour le High Yield. Nous ne retenons pas ce scénario et continuons de penser que ce marché, et particulièrement le High Yield, présente un profil d'investissement attractif.

Sur les financières, l'actualité sera double cet été avec les résultats attendus des stress test et des refinancements qui devraient induire des émissions. Nous préconisons donc un peu de réserve sur ce secteur pour profiter de la prime que pourrait offrir ces émissions.

Stratégies

Le marché primaire pourrait représenter une opportunité sur le marché IG. Nous conservons des liquidités afin de pouvoir éventuellement capter d'éventuelles primes d'émission sur les pays « Core ».

Au sein du gisement convertible, on observe encore certaines décotes. Ainsi l'OC Beni Stabili 3.875% 2015 se valorise à 750bp de spreads contre 250bp pour ses pairs. Pourtant le 1er acteur de l'immobilier coté en Italie bénéficie d'une très longue visibilité sur ses cash flows. La qualité de son business milite en faveur un resserrement du spread et donc une appréciation de l'obligation.

L'obligation High Yield Ford Bank 7.125% 2012 mentionnée dans la lettre en juin n'offre plus que 5.7% de rendement. Elle peut être conservée dans une optique de portage prudent en raison de son échéance courte mais une stratégie plus agressive peut se reporter sur un titre comme Virgin media 9.5% 2016.