

Corporate Credit Monthly Update

Juillet 2022

Europe

La zone Euro est désormais aux prises avec une inflation élevée, un affaiblissement de son économie et une crise russo-ukrainienne qui se prolonge. Les dernières données montrent que la croissance économique s'est fortement détériorée en juin. Les indices PMI manufacturiers ont fait état de la première contraction depuis 2020 de la production industrielle et des nouvelles commandes dans la zone, ce qui reflète une forte baisse de la demande. La situation économique en Europe semble plus fragile qu'aux Etats-Unis, notamment avec un risque croissant d'arrêt complet des flux de gaz russe vers l'Allemagne, et l'adhésion de la Suède et de la Finlande à l'OTAN qui ajoute aux tensions avec la Russie. La BCE tente de faire face aux pressions inflationnistes, mais elle doit aussi s'assurer que les spreads de crédit souverains des pays périphériques n'explorent pas au point de précipiter une nouvelle crise des obligations souveraines européennes. Sa marge de manœuvre est en conséquence relativement réduite.

Les inquiétudes persistantes concernant la dégradation des perspectives de croissance, l'inflation record et la future disponibilité du gaz naturel ont pesé sur les marchés, et les investisseurs se sont réfugiés dans les actifs les moins risqués. Le rendement du Bund allemand à 10 ans s'est éloigné du sommet de 1,926% atteint à la mi-juin pour clôturer le mois à 1,33%, en progression de 21 points de base par rapport au mois précédent. Les spreads de crédit corporate se sont considérablement élargis, en particulier sur les actifs obligataires les plus risqués, tel que le Haut Rendement. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate européen termine le mois en forte hausse de 189 points de base, à 7,34%.

Aux Etats-Unis, les inquiétudes concernant le ralentissement de l'économie, dû en grande partie au resserrement monétaire agressif, continuent de dominer le sentiment du marché. L'imminence d'une récession, qui résulterait du choix de la Fed de se concentrer davantage sur les risques inflationnistes que sur la croissance économique, préoccupe grandement. La hausse des prix des denrées alimentaires et du carburant a commencé à peser sur les perspectives des consommateurs américains. Le moral de ces derniers a atteint son niveau le plus bas depuis des décennies. Les marchés obligataires, tout comme les marchés actions, ont connu un mois difficile. La volatilité des taux d'intérêt est un thème majeur sur les marchés obligataires cette année, et le mois de juin a connu les niveaux de volatilité les plus élevés à ce jour. La Fed a relevé ses taux de 75 points de base le 15 juin. Le rendement du Trésor à 10 ans a cependant plongé d'une quarantaine de points de base au cours des deux semaines suivantes, à cause des craintes croissantes de récession. Il clôture finalement le mois à 3,01%, en hausse de 17 points de base par rapport à fin mai.

Les obligations d'entreprises ont sous-performé par rapport aux obligations d'État, notamment en raison de la détérioration des perspectives des bénéficiaires. Les spreads de crédit à Haut Rendement ont augmenté de 150 points de base et talonnent les spreads européens d'une cinquantaine de points de base seulement. Les volumes de nouvelles émissions sur le marché primaire ont fortement diminué par rapport à 2021 et demeurent faibles. Le fait que les entreprises n'aient pas de besoin pressant d'emprunter sur le marché à l'heure actuelle demeure un point positif dans cet environnement difficile. De nombreuses entreprises ont en effet saisi la fenêtre d'opportunité de 2021 pour se préfinancer et/ou se refinancer. La liquidité est généralement bonne et les coûts d'intérêt en termes de ratios de couverture des intérêts (ICR) demeurent faibles à ce stade. Le rendement de l'indice corporate américain a clôturé le mois en hausse, à 8,16%.

Etats-Unis

Emergents

Dans les pays émergents, les craintes de récession globale continuent de dominer les marchés. La lutte contre l'inflation demeure également un problème mondial, avec des perspectives de hausses de taux plus importantes que prévu. Les indices PMI manufacturiers se sont cependant améliorés en Chine, en Colombie, au Mexique et en Hongrie et sont restés à des niveaux solides dans la plupart des autres pays émergents, ce qui contraste avec les Etats-Unis et l'Europe. Contrairement aux autres pays, notamment développés, la Chine a l'intention de poursuivre son assouplissement monétaire. Les autorités cherchent en effet à contrer le ralentissement économique et à stabiliser le secteur immobilier.

Les spreads de crédit sont restés sous pression au mois de juin dans les pays émergents. La recherche de qualité de la part des investisseurs et les inquiétudes croissantes ont provoqué un élargissement que l'on pourrait juger disproportionné des spreads des crédits sur le Haut Rendement. Les fondamentaux du crédit restent toutefois bons, malgré l'impact potentiel de l'inflation sur les bénéficiaires. Les flux de capitaux dans les marchés émergents ont été négatif sur le mois, à -4 milliards de dollars. Ils ont cependant été favorables à la dette (+6,6 milliards de dollars), contre -10,5 milliards de dollars pour les actions. Le rendement de l'indice corporate émergent s'établit en fin de mois à 12,34%.

Date de rédaction : 07/07/2022

Cheplapharm (EU)

Cheplapharm, société pharmaceutique spécialisée dans la commercialisation de médicaments de marque hors brevet ou de niche, a publié de solides résultats pour le 1^{er} trimestre 2022. Le chiffre d'affaires publié a augmenté de 16,4% en glissement annuel pour atteindre 289 millions d'euros, tandis que l'EBITDA a augmenté de 7,4%, grâce notamment aux acquisitions. La génération de flux de trésorerie a été robuste et le levier net s'est établi à 4,7x. La société avait prévu une introduction en bourse au 1^{er} trimestre 2022, mais a dû la reporter en raison de la volatilité des marchés boursiers résultant des incertitudes macroéconomiques et politiques. Cheplapharm cherchait à lever 750 millions d'euros avec cette opération. La société va continuer à envisager une introduction en bourse à la Bourse de Francfort, ainsi que les opportunités de croissance par fusion et acquisition.

Belden (US)

Belden, le fabricant américain de câbles de signaux et de produits de connectivité, a tenu sa journée de présentation aux investisseurs en juin. Pour les années à venir (2022-2025), la direction de Belden a réitéré son objectif d'amélioration des marges d'EBITDA de 30% et de maintenir un faible ratio d'endettement net (maximum 1,5x). En termes de chiffre d'affaires, Belden s'attend à générer une croissance organique supérieure au PIB sur la période, grâce à des tendances telles que la numérisation, l'automatisation et la durabilité. La société a également réitéré ses prévisions de résultats pour l'exercice 2022. Enfin, l'entreprise a publié son premier ensemble de données ESG. Elle a détaillé ses objectifs pour réduire les gaz à effet de serre (scope 1 & 2) de 25% d'ici 2025, par rapport à l'année de base 2019, ainsi que la réaffectation de 90% en poids de ses déchets depuis leur mise en décharge vers les sites de fabrication et de distribution.

Energo-Pro (EM)

Energo-Pro, l'un des principaux producteurs et distributeurs d'hydroélectricité en Bulgarie, en Géorgie et en Turquie, a enregistré des résultats record au 1^{er} trimestre 2022. Pour les trois premiers mois de l'année, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 400 millions d'euros (en hausse de 83% en glissement annuel) et un EBITDA de 60 millions (+55%). Ces deux indicateurs ont bénéficié de la hausse des prix de l'énergie et d'un effet de volume. Le ratio dette nette totale/EBITDA a atteint 3,1x à fin mars. Suite au refinancement de ses obligations non garanties de premier rang 4% 2022 en janvier de cette année, Energo-Pro n'a plus aucune dette à rembourser en 2022 et 2023.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Preem Holding	12.00%	2029	EUR 340M	B3

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Darling Ingredients	6.00%	2030	\$750M	BB+
Tenet Healthcare	6.125%	2030	\$2.00Bn	BB-

Emergents

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Aucune nouvelle émission ce mois				

Date de rédaction : 07/07/2022

Publications de notation

Ardagh Group	Fitch	↓	B
Becton Dickinson	Fitch	↑	BBB
Cemex	Fitch	↑	BB+
Coty	S&P	↑	B+
Golden Goose	S&P	↑	B
Holcim	Moody's	↑	Baa1
Infopro Digital	Moody's	↑	B2
LKQ	Moody's	↑	Baa3
Mobilux France	Fitch	↑	B+
Oracle	S&P	↓	BBB

Zone Euro : l'inflation a atteint un niveau record de 8,6% en juin (vs 8,1% en mai). Des chiffres plus élevés que prévu en France, en Italie et en Espagne ont contrebalancé le ralentissement de la hausse des prix en Allemagne.

L'indicateur du sentiment économique de la zone est tombé à 104 en juin contre 105 en mai, et l'indice de confiance des consommateurs a chuté à -23,6, son plus bas niveau en deux ans.

BCE : la banque centrale a confirmé qu'elle mettrait fin aux achats nets d'actifs dans le cadre de son PPA dès le 1^{er} juillet et que les taux d'intérêts seraient relevés de 25 points de base également en juillet (1^{ère} hausse en 11 ans). La BCE devrait aussi présenter un nouvel outil destiné à resserrer les écarts de rendements obligataires qui se sont creusés entre les pays de la zone, tels qu'en Italie ou en Espagne où ils ont grimpé en flèche.

Allemagne : l'indice IFO a décliné à 92,3 points en juin, contre un sommet de 93 en mai, signe que le climat économique s'est altéré. La menace de pénurie de gaz est notamment très préoccupante pour l'économie. Les entreprises manufacturières sont davantage pessimistes pour le 2^e semestre, ainsi que l'industrie chimique, les grossistes et les détaillants. Seuls les secteurs de la construction et des services continuent de progresser.

Etats-Unis : l'économie s'est contractée davantage que prévu, à un rythme annuel de 1,6% au 1^{er} trimestre 2022. Cette baisse constitue un net renversement de tendance par rapport à la hausse de 6,9% enregistrée au 4^e trimestre 2021. Il s'agit de la première contraction depuis la pandémie en 2020, dans un contexte de contraintes d'approvisionnement, de pénuries de main-d'œuvre et d'inflation élevée.

Chine : l'indice PMI a atteint son plus haut niveau en 13 mois à 54,1 en juin, contre 48,4 le mois précédent. L'activité manufacturière et le secteur des services ont progressé pour la première fois en quatre mois, à la suite d'un assouplissement des restrictions liées au Covid-19 dans les principales villes, notamment Shanghai et Pékin.

Colombie : la banque centrale a relevé son taux de référence de 150 points de base à 7,50% lors de sa réunion du 30 juin. Il s'agit de la 7^e hausse de taux depuis le début du resserrement monétaire en septembre 2021, ce qui porte les coûts d'emprunt à leur niveau le plus élevé depuis décembre 2016. La banque centrale reste cependant déterminée à contenir l'inflation.

Afrique du Sud : l'indice de confiance des consommateurs a plongé à -25 au 2^e trimestre, contre -13 au cours de la période précédente, et bien en dessous de la moyenne à long terme de +2. Il s'agit de la lecture la plus basse depuis le 1^{er} trimestre 1986, ce qui souligne une forte probabilité de ralentissement des dépenses de consommation dans les mois à venir, en raison de la détérioration des conditions économiques.

Indices de marché

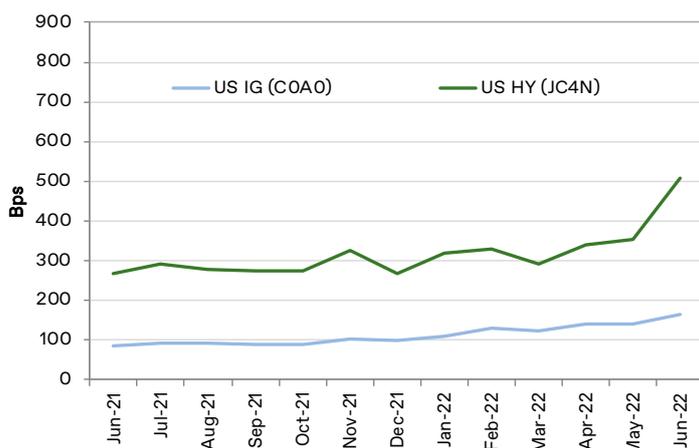
Indices (à fin juin)		Performance		Duration	Rendement
		MTD	YTD	DTW	YTW
Haut Rendement					
HE00	Haut Rendement Europe	-7.01%	-15.11%	3.49	7.46%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-6.79%	-13.99%	4.57	8.77%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-7.06%	-14.76%	3.38	7.34%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-6.72%	-13.52%	4.69	8.16%
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-6.39%	-21.02%	3.80	12.34%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-3.43%	-12.19%	4.81	3.10%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-2.35%	-13.93%	7.29	4.71%
EMIC	Investment Grade Emergents	-2.01%	-13.49%	5.48	4.85%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.67%	-11.39%		1.33%
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-0.83%	-10.41%		3.01%

Inflation (à fin juin)		Jun	Mai	Avril	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	8.60%	8.10%	7.50%	5.00%	1.90%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		8.60%	8.30%	7.00%	5.40%

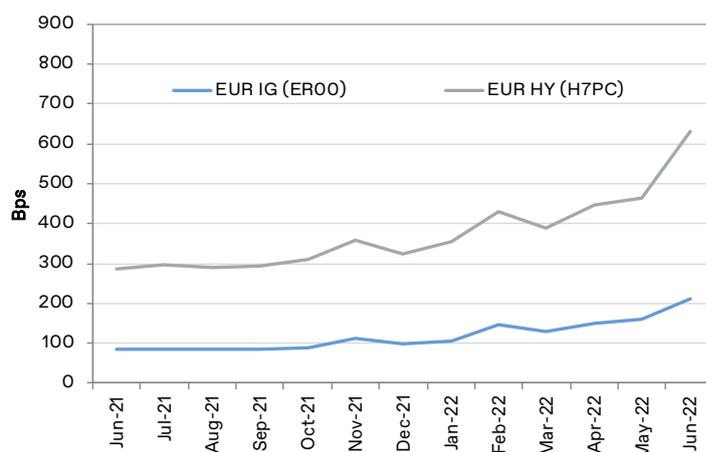
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 07/07/2022

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Jun	Mai	Avril	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	205	156	146	83
HE00	Haut Rendement Europe	636	474	458	306
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	617	454	444	294
ER30	Titres notés A Europe	174	131	123	71
ER40	Titres notés BBB Europe	244	185	173	97
HE10	Titres notés BB Europe	511	372	364	240
HE20	Titres notés B Europe	815	606	592	411
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	163	138	139	82
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	575	422	410	312
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	515	368	364	284
COA3	Titres notés A Etats-Unis	130	109	112	62
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	205	173	172	104
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	426	292	303	233
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	654	479	453	368
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	196	177	166	141
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	928	769	723	561
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	130	124	120	102
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	281	247	228	185
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	565	424	390	346
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	1075	987	896	787

Source : Merrill Lynch

ANAXIS AM

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@anaxis-am.com
www.anaxis-am.com

