

Corporate Credit Monthly Update

Novembre 2022

Europe

Dans la zone Euro, les chiffres de l'inflation ont été décevants et la dynamique économique a continué à se détériorer ces dernières semaines. L'Europe est confrontée à un défi important avec la guerre en Ukraine, et fait face à une pénurie d'énergie à l'approche de l'hiver. Toutefois, les prix du gaz ont plongé depuis leur pic estival, en raison de la hausse des importations de gaz naturel liquéfié, du ralentissement de la demande chinoise et de l'automne exceptionnellement doux. Les pays européens ont rempli à 93% leurs capacités de stockage en octobre, performance notable compte tenu de leur faible point de départ au printemps 2022. La situation politique au Royaume-Uni s'est stabilisée après l'annonce de la nomination de Rishi Sunak comme Premier ministre. Le gouvernement semble avoir renoué avec la prudence budgétaire. La Banque d'Angleterre a maintenu ses mesures d'urgence prises le mois dernier pour racheter des Gilt et a reporté son resserrement monétaire à novembre, afin de calmer la volatilité sur sa dette souveraine. La BCE a quant à elle relevé ses taux de 75 points de base, en réponse à la vigueur persistante de l'inflation.

Les spreads de crédit se sont resserrés sur le mois, alors que les taux d'intérêt ont augmenté sur toute la courbe. Le rendement du Bund allemand à 10 ans a atteint jusqu'à 2,5% en octobre. Il clôture le mois à 2,14%. Les obligations d'entreprises ont enregistré une performance positive, récupérant une partie de leur baisse de l'année. Les marchés gardent l'espoir que les banques centrales n'auront pas besoin de pousser les économies en récession pour freiner l'inflation. Le marché primaire est redevenu actif, tant en Europe qu'aux États-Unis. Le rendement de l'indice corporate européen termine le mois à 7,76%.

Aux États-Unis, la mise sous contrôle de l'inflation s'avère être une tâche difficile pour la Fed, en dépit de la trajectoire agressive des hausses de taux mise en œuvre depuis le mois de mars. L'économie reste résiliente et la création d'emplois forte. La décision prise par la banque centrale de relever de 75 points de base son taux de référence début novembre a été aisément anticipée par les marchés. Le marché immobilier américain subit de plein fouet les conséquences de cette politique et chute fortement. A cela est venue s'ajouter en octobre l'incertitude autour des élections de mi-mandat du 8 novembre. Les prix du pétrole ont connu une hausse sur le mois, la première depuis début juin, du fait des réductions de production de l'OPEP et de la guerre en Ukraine. Le dollar s'est légèrement affaibli en octobre, mais demeure fort.

Le retour relatif de l'appétit au risque sur les marchés, la volatilité en baisse et les résultats robustes des entreprises au 3e trimestre ont fait reculer la demande pour les valeurs refuges. Les obligations souveraines ont en outre souffert de la hausse des taux, tandis que le crédit corporate a connu des performances solides, avec un beau rebond. Le rendement du Bon du Trésor à 10 ans a atteint un nouveau sommet à 4,25%, avant de retomber à la fin du mois à 4,05%. La courbe du Trésor à 3 mois s'est à son tour inversée par rapport à celle à 10 ans, tandis que celle à 2 ans était déjà inversée depuis plusieurs semaines. Sur les marchés corporate, le resserrement substantiel des spreads de crédit a compensé la hausse des taux. Les obligations Investment Grade ont sous-performé par rapport aux obligations Haut Rendement. Elles présentent un profil de risque de crédit plus faible, mais aussi une durée plus longue, ce qui les rend vulnérables à l'environnement actuel de risque de taux élevé. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit à 8,15% en fin de mois.

Etats-Unis

Emergents

Dans les pays émergents, les hausses de taux ont continué à se multiplier, suivant le pas des pays développés. La croissance économique demeure toutefois relativement résiliente sur cette zone. Les principaux événements survenus sur les marchés émergents ont été d'ordre politique. Au Brésil, un nouveau président a été élu démocratiquement, Luiz Inácio Lula Da Silva, par une faible marge. En Chine, Xi Jinping a réussi à obtenir un troisième mandat historique, ce qui a exacerbé la volatilité et créé une incertitude à court terme. Tous les espoirs d'un pivotement de la politique de la Chine à la suite de son Congrès ont été anéantis par la réaffirmation de la politique zéro-Covid et de la position assertive à l'égard de Taïwan.

La dette des marchés émergents reste dépendante des conditions macroéconomiques globales. Le resserrement de la politique monétaire de la Fed augmente les rendements offerts sur les marchés obligataires américains. Les investisseurs déplacent en conséquence leurs capitaux vers les États-Unis, afin de profiter de ces rendements plus élevés, ce qui participe au renforcement du dollar américain. Certaines banques centrales émergentes ont été contraintes d'intervenir sur les marchés des changes pour empêcher une dépréciation de leur devise. Ces facteurs tendent à peser sur la dette. Les fondamentaux restent cependant solides et les rendements attractifs. Les flux sont également positifs sur la zone. Le rendement de l'indice corporate émergent est resté inchangé en fin de mois, à 13,63%.

Date de rédaction : 10/11/2022

Casino (EU)

Casino, le détaillant français, a publié des résultats satisfaisants avec des ventes en hausse de 10,6% en glissement annuel, à 8,6 milliards d'euros. Ces chiffres sont principalement portés par l'Amérique latine, tandis que la France enregistre une tendance négative en raison de la marque Cdiscount. Les ventes à magasins comparables ont augmenté de 5,4% et la croissance organique du groupe a atteint 4,6%. La confirmation des perspectives pour l'exercice 2022, associée aux plans de cession partielle d'une participation dans Assai, ont apporté un certain soulagement aux préoccupations croissantes sur les obligations du groupe concernant les clauses de garantie et le profil de dette. Le groupe a également proposé des rachats de 154 millions d'euros de ses obligations 2023 et de 147 millions d'euros de ses obligations garanties 2024, prouvant ainsi son engagement à gérer sa dette à court terme, et de manière opportuniste.

Euronet (US)

Euronet est l'un des leaders américains sur les paiements électroniques et propose des services de guichets automatiques, des solutions de traitement et de distribution des paiements et des transactions, ainsi que des services de change et de transferts d'argent. Son offre de transferts électroniques de fonds a souffert de la restriction des voyages pendant le Covid-19, mais s'est bien redressée depuis, retrouvant sa rentabilité pré-Covid au 3^e trimestre 2022. Les deux autres segments e-pay et Money Transfer ont été plus stables, avec des revenus qui continuent à croître année après année et une marge d'EBITDA constante. La société a généré des marges de FCF annuelles allant d'environ 5% à 14% du chiffre d'affaires au cours du temps. Depuis 2017, le levier net est resté stable entre 0 et 1x l'EBITDA. Euronet Holdings est cotée au NYSE avec une capitalisation boursière proche de 4 milliards de dollars.

Sappi (EM)

Sappi, le producteur de papier sud-africain, a remboursé 209 millions d'euros de ses obligations 2026 à la suite d'une offre de rachat proposée début octobre. La société utilise pour ce remboursement une partie des 272 millions d'euros qui proviennent de la vente annoncée il y a quelques semaines de trois usines de papier à la société d'investissement Aurelius. Ces usines, situées en Finlande, en Allemagne et aux Pays-Bas, ont une capacité combinée de 1 230 000 tonnes par mois. Sappi a également publié de nouvelles prévisions pour son activité en 2022, indiquant qu'au cours du dernier trimestre, les conditions de marché ont été meilleures qu'attendu, avec des prix de l'énergie en Europe inférieurs aux anticipations pessimistes. En conséquence, l'EBITDA de la société au 4^e trimestre devrait être supérieur à celui du 3^e trimestre.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Cirsa	10.375%	2027	€425M	B-
Fiber Bidco	11.00%	2027	€356M	B

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Carnival Holdings	10.375%	2028	\$2.03Bn	B+
XPO Escrow	7.50%	2027	\$355M	BB+

Emergents

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Aucune nouvelle émission au mois d'octobre				

Date de rédaction : 10/11/2022

Publications de notation

Aeroporti di Roma	Moody's	↗	Baa2
Elior	Moody's	↘	B2
IM Group	S&P	↗	B
InterContinental Hotels	S&P	↗	BBB
Playtech	S&P	↗	BB
Telecom Italia	S&P	↘	B+
Telenor	Moody's	↘	Baa1

Zone Euro : l'inflation a continué à battre des records dans la zone et a atteint un pourcentage à deux chiffres. Elle s'établit à 10,7% en octobre, contre 9,9% le mois précédent, au-dessus des prévisions du marché de 10,2%. Les prix de l'énergie continuent à être le facteur le plus important, suivis par les denrées alimentaires. L'indice PMI de la région est tombé à 47,1 en octobre, contre 48,1 en septembre, soit le plus mauvais résultat depuis près de deux ans.

Allemagne : le nombre de chômeurs a augmenté de 8 000 inscrits par rapport au mois précédent, pour atteindre 2,518 millions, ce qui est inférieur aux anticipations d'une augmentation de 15 000. Bien que la plus faible, il s'agit de la 5^e augmentation mensuelle consécutive du chômage, ce qui signale un recul sur les conditions du marché du travail, alors que l'économie allemande est impactée par l'effet du resserrement de la politique monétaire de la BCE.

Royaume-Uni : la nomination de Rishi Sunak comme nouveau Premier Ministre a rétabli une certaine confiance sur les marchés, ébranlés par les précédents plans de réduction d'impôts. Le pays reste confronté à des défis importants, avec de nombreux problèmes économiques à résoudre. Moody's a abaissé la perspective de sa note de crédit de « stable » à « négative », en invoquant la faiblesse de la croissance et l'imprévisibilité dans l'élaboration des politiques.

Etats-Unis : l'indice PMI manufacturier est tombé à 50,4 en octobre, contre 52 en septembre. Il s'agit de la plus faible croissance de l'activité industrielle depuis la contraction du 2^e trimestre 2020. Les chiffres sont néanmoins légèrement supérieurs aux prévisions du marché, qui tablait sur 50. Les nouvelles commandes ont connu leur plus forte baisse depuis près de deux ans et demi, en raison de l'hésitation accrue des clients dans un contexte d'inflation marquée. La force du dollar et les conditions économiques difficiles sur les principaux marchés d'exportation ont freiné la demande étrangère.

Chine : alors que les derniers chiffres de la croissance économique peuvent sembler élevés par rapport à ceux de la plupart des pays occidentaux, ils restent bien inférieurs au taux d'expansion que la Chine connaît depuis des décennies et sont encore loin de l'objectif de 5,5% fixé pour l'année 2022. Les consommateurs chinois disent vouloir épargner davantage, parce qu'ils sont préoccupés par l'état de l'économie, notamment par l'inflation et le marché du travail.

Brésil : le tribunal supérieur électoral a déclaré l'ancien président de gauche Luiz Inácio Lula da Silva vainqueur sur le président sortant, Jair Bolsonaro. L'élection présidentielle a été très serrée, Lula ayant obtenu 50,9% du total des voix. La différence d'un peu plus de 2 millions de voix entre les deux candidats est représentative d'un Brésil profondément divisé.

Colombie : la banque centrale a relevé son taux de référence de 10 à 11% en octobre, son niveau le plus élevé depuis plus de 20 ans. L'inflation annuelle est passée de 10,8% à 11,4% entre août et septembre. Cette accélération de l'inflation s'explique par la pression à la hausse sur les coûts de la production alimentaire et les fortes augmentations des tarifs d'électricité.

Indices de marché

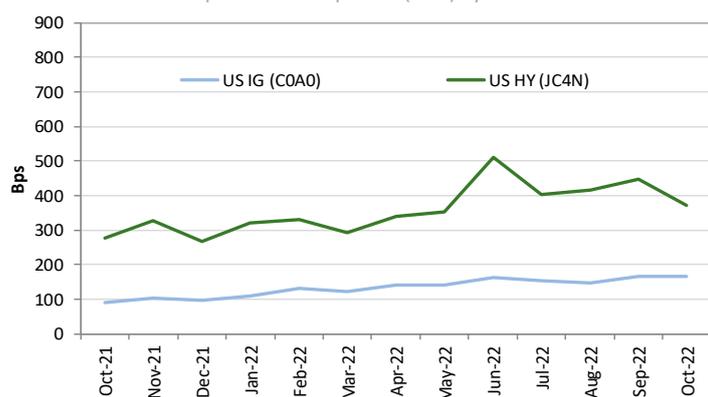
Indices (à fin octobre)		Performance		Duration	Rendement
		MTD	YTD	DTW	YTW
Haut Rendement					
HE00	Haut Rendement Europe	1.67%	-14.02%	3.27	7.97%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	2.88%	-12.12%	4.36	8.88%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	2.08%	-13.45%	3.18	7.76%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	3.02%	-11.55%	4.46	8.15%
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-2.69%	-25.84%	3.65	13.63%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	0.19%	-14.90%	4.62	4.22%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-1.11%	-19.24%	6.72	6.00%
EMIC	Investment Grade Emergents	-2.29%	-18.42%	5.09	6.35%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-0.16%	-16.44%		2.14%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-1.42%	-16.76%		4.05%

Inflation (à fin octobre)		Octobre	Septembre	Août	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	10.70%	9.90%	9.10%	7.50%	4.10%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		8.20%	8.30%	8.30%	6.20%

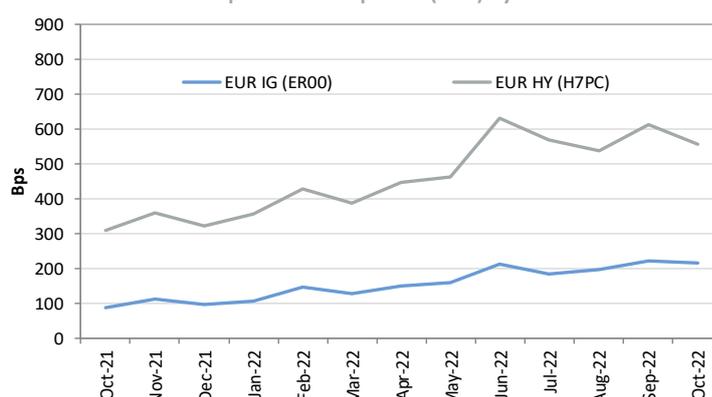
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 10/11/2022

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Octobre	Septembre	Août	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	215	218	195	87
HE00	Haut Rendement Europe	587	632	556	334
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	554	611	533	322
ER30	Titres notés A Europe	181	187	167	74
ER40	Titres notés BBB Europe	257	258	230	102
HE10	Titres notés BB Europe	457	512	447	253
HE20	Titres notés B Europe	732	809	707	451
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	167	168	149	86
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	458	528	492	328
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	386	456	427	297
COA3	Titres notés A Etats-Unis	140	138	119	67
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	205	208	187	108
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	308	377	359	238
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	500	578	535	388
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	213	181	170	139
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	939	962	885	751
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	147	118	120	102
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	306	262	239	183
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	620	627	561	411
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	1037	1043	953	1047

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

