

Corporate Credit Monthly Update

Février 2023

Europe

Dans la zone Euro, la trajectoire de l'inflation montre des signes d'amélioration, bien qu'elle demeure plus élevée qu'aux Etats-Unis. A cet égard, la BCE rattrape la Fed en termes de hausses de taux, avec une nouvelle hausse début février de 50 points de base, contre 25 pour la Fed. Les bons chiffres de l'indice PMI montrent que l'activité commerciale dans la zone Euro a renoué avec la croissance en janvier, pour la première fois en six mois. Cela renforce les espoirs que la zone réussisse à éviter une récession, d'autant que la crainte d'une pénurie d'énergie s'éloigne. Les températures hivernales particulièrement douces et les efforts de l'Europe en matière de consommation d'énergie ont en effet entraîné une baisse des prix du gaz. Les réserves sont toujours à des niveaux suffisamment élevés pour écarter sur les prochains mois le risque d'une crise majeure. Sur le plan géopolitique, l'Europe a autorisé l'envoi de chars allemands en Ukraine. De son côté, la Russie pourrait se préparer à y envoyer des centaines de milliers de soldats supplémentaires, ce qui laisse craindre une nouvelle escalade du conflit.

Sur le mois, le rendement du Bund allemand à 10 ans s'est resserré de 29 points de base, pour clôturer à 2,28%. L'inversion des courbes de taux s'est maintenue. Les obligations d'entreprises européennes ont rebondi en janvier, après avoir connu l'une des années les plus difficiles de l'histoire en 2022. Après la faiblesse de 2022, le marché primaire est également redevenu actif. Le nombre de nouvelles émissions a fortement augmenté au cours du mois. En Europe, un volume record a été atteint, avec notamment près de 8 milliards d'euros en obligations à Haut Rendement. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 6,82%.

Aux Etats-Unis, les données macroéconomiques ont été globalement meilleures que prévu, témoin d'une économie résiliente. Les derniers chiffres du PIB confirment la croissance continue de l'économie américaine. Le taux de chômage reste proche de ses niveaux les plus bas depuis 50 ans. L'inflation évolue également dans la bonne direction, sur une tendance encourageante. Le prix des matières premières a notamment continué de reculer. Cependant, les conditions financières restent sous pression et le discours de M. Powell n'a globalement pas évolué. La Fed maintient un ton offensif. Selon elle, le marché du travail demeure historiquement tendu et la croissance des salaires est bien supérieure à la moyenne. Le dollar s'est quant à lui affaibli pour le 4^{ème} mois consécutif face aux principales devises étrangères, ce qui remet en question sa vigueur des derniers mois. Le retour de l'appétit pour le risque et la réduction des écarts de taux entre les Etats-Unis et le reste du monde ont pesé sur le billet vert. La saison des résultats pour le 4^{ème} trimestre 2022 a commencé aux Etats-Unis, avec des bénéfices en demi-teinte. Plusieurs entreprises ont publié des chiffres inférieurs aux prévisions, et le consensus anticipe désormais la première contraction des bénéfices depuis le 3^{ème} trimestre 2020.

Sur les marchés obligataires, les rendements ont baissé sur l'ensemble de la courbe des bons du Trésor américain en janvier. Cette baisse a été plus importante pour les échéances à moyen et long terme. Le rendement du 10 ans a notamment reculé de 36 points de base, pour atteindre 3,51%. La courbe des rendements reste donc inversée. Les marchés du crédit corporate ont pris un excellent départ, stimulés par le resserrement des spreads et la réduction de la volatilité sur les taux. Ils abordent l'année 2023 en posture favorable, avec des rendements attractifs. Le segment du Haut Rendement a progressé de plus de 3,5%, avec des spreads qui se sont resserrés de 50 points de base. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,46%.

Etats-Unis

Emergents

Les préoccupations qui ont éloigné les investisseurs des marchés émergents ces dix-huit derniers mois, à savoir l'inflation (en particulier l'inflation des biens), les hausses de taux et un dollar américain fort, commencent à s'atténuer, bien que lentement. La plupart des vents contraires sur le plan macroéconomique global devraient s'estomper en 2023. La Chine notamment a connu un regain d'optimisme ces dernières semaines, avec la poursuite de sa réouverture accélérée et le soutien apporté à son secteur immobilier.

Cette réouverture de l'économie chinoise plus tôt que prévu a été le principal facteur de contribution au rebond massif sur les obligations émergentes depuis octobre, parallèlement à la baisse des rendements sur les obligations d'Etat. Le segment Haut Rendement émergent a surperformé l'Investment Grade en janvier, ainsi que le Haut Rendement américain. Avec la dissipation progressive des craintes inflationnistes et un pivot de politique monétaire de plus en plus probable, 2023 s'annonce comme une année prometteuse pour la dette de cette zone. Ce contexte plus favorable au crédit émergent a attiré de solides afflux de capitaux. Ceux-ci ont largement suffi à absorber l'augmentation des nouvelles émissions observée sur le marché primaire. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 10,15%.

Date de rédaction : 10/02/2023

Lima Corporate (EU)

Lima, producteur italien d'implants orthopédiques noté B-, a refinancé avec succès son obligation 2023 avec une nouvelle obligation à 5 ans émise à 93, avec un coupon EURIBOR + 575 points de base. Les sources du refinancement comprenaient également une injection de fonds propres de 48 millions d'euros de la part des actionnaires. A cette occasion, les détenteurs d'obligations ont été en mesure de rejeter certaines clauses trop agressives et d'inclure de nouvelles protections, notamment une clause appelée « J. Crew Blocker » qui signifie que le groupe ne peut pas transférer d'éléments de propriété intellectuelle à des filiales sans restriction. Cette émission d'obligations est un signe clair de l'amélioration des conditions de crédit au cours des dernières semaines.

Abercrombie & Fitch (US)

Abercrombie & Fitch, le détaillant américain de vêtements, a revu à la hausse ses perspectives pour l'exercice 2022 après des ventes de Noël meilleures que prévu. Le chiffre d'affaires net pour l'ensemble de l'année est désormais attendu en baisse d'environ 1% (contre une baisse de 2 à 3% précédemment) et la marge d'exploitation a été révisée dans une fourchette de 2,5% à 3%, contre une fourchette précédente de 2% à 3%. Le consensus du marché s'attend désormais à ce que la société termine l'exercice 2022 avec un effet de levier net légèrement supérieur à 3x, tandis que la couverture des intérêts serait d'environ 9x. Les flux de trésorerie disponible devrait devenir largement positif l'année prochaine, à mesure que les stocks se normalisent et que les dépenses d'investissement restent sous contrôle.

Kio Networks (EM)

Kio Networks, l'un des principaux fournisseurs mexicains de services de centres de données, a annoncé des résultats stables au 3^{ème} trimestre 2022. Le chiffre d'affaires a augmenté de 8% en glissement trimestriel et l'EBITDA a progressé de 1%, la marge se contractant à 28%. Lors de sa dernière conférence, le management a réitéré sa prévision d'une croissance de l'EBITDA de 21% pour l'ensemble de l'année 2022 et un objectif de levier net de 3,75x (contre 4,8x en septembre 2022). La société a en effet reçu un nouvel apport de capital au 4^{ème} trimestre 2022 de son nouvel actionnaire, afin de financer trois centres de données. En 2023, une augmentation de l'EBITDA de 15 à 20% est anticipée, largement portée par le secteur privé.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Italmatch	10.00%	2028	€300M	B3
ZF Finance	5.75%	2026	€650M	BB+

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Ford Motor	6.95%	2026	\$1.30Bn	BB+
Mauser Packaging	7.875%	2026	\$2.75Bn	B

Emergents

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Transnet	8.25%	2028	\$1.00Bn	Ba3
Wanda Properties	11.00%	2025	\$400M	Ba3

Date de rédaction : 10/02/2023

Publications de notation

Allwyn OPAP	S&P	➔	BB
Leasys S.p.A	Fitch	➔	A-
Sappi	S&P	➔	BB
SPIE	S&P	➔	BB+
Stena AB	S&P	➔	BB-

Zone Euro : l'activité économique a surpris en janvier avec une croissance modeste. Le ralentissement dans la zone n'apparaît pas aussi important que prévu, ce qui pourrait lui permettre d'échapper à la récession. L'indice PMI, considéré comme un bon indicateur de la santé économique globale, est passé de 49,3 en décembre à 50,2 en janvier. C'est la première fois depuis juin que l'indice se situe au-dessus de la barre des 50, qui sépare la croissance de la contraction. Le taux d'inflation annuel est tombé à 8,5% sur la zone, son niveau le plus bas depuis huit mois (contre 9,2% en décembre).

BCE : la présidente de la BCE, Mme Lagarde, a prévenu que la banque centrale continuerait à relever ses taux d'intérêt et les maintiendrait élevés aussi longtemps que nécessaire pour ramener l'inflation à son objectif de 2%. Des taux d'inflation plus importants que prévu dans certains pays de la zone en janvier ont augmenté les probabilités que la BCE maintienne son discours restrictif à court terme. La hausse de 50 points début février a par ailleurs été confirmée.

Allemagne : le taux de chômage s'est maintenu à 5,5% en janvier pour le 5^{ème} mois consécutif, en ligne avec le consensus du marché. Le marché du travail reste stable malgré la faiblesse de la demande due à l'inflation et à la hausse des coûts d'emprunt.

France : le taux d'inflation annuel a légèrement augmenté pour atteindre 6% en janvier, contre 5,9% en décembre, alors que les prévisions du marché tablaient sur 6,1%. Cette hausse est due à une nouvelle augmentation du coût des produits alimentaires et de l'énergie.

Etats-Unis : le PIB a connu une croissance trimestrielle annualisée de 2,9% au 4^{ème} trimestre 2022, ce qui confirme la bonne résilience de l'économie, après un bond de 3,2% au 3^{ème} trimestre. La hausse sur l'ensemble de l'année 2022 s'établit à 2,1%, même si des incertitudes persistent quant à savoir si elle basculera en territoire négatif en 2023. Par ailleurs, l'inflation des prix de base est tombée à son plus bas niveau depuis 14 mois sur une base annuelle.

Chine : l'indice de production a bondi à 52,9 en janvier, contre 42,6 le mois précédent, son niveau le plus haut depuis juin dernier. L'activité a été stimulée par la décision de Pékin en décembre de lever toutes les restrictions liées au Covid-19. L'industrie et les services ont tous deux progressé. La croissance pour l'ensemble de l'année 2022 s'est établie à 3%, bien en deçà de l'objectif officiel d'environ 5,5%. Les économistes s'attendent à ce que l'économie chinoise se redresse en 2023, après avoir touché son plus bas en décembre.

Pérou : la banque centrale a relevé son taux de référence de 25 points de base pour le porter à 7,75% en janvier, conformément aux prévisions. Il s'agit du 18^{ème} mois consécutif de hausse des taux pour lutter contre une inflation persistante. Le taux d'inflation annuel du pays est monté à 8,46% en décembre, bien au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible.

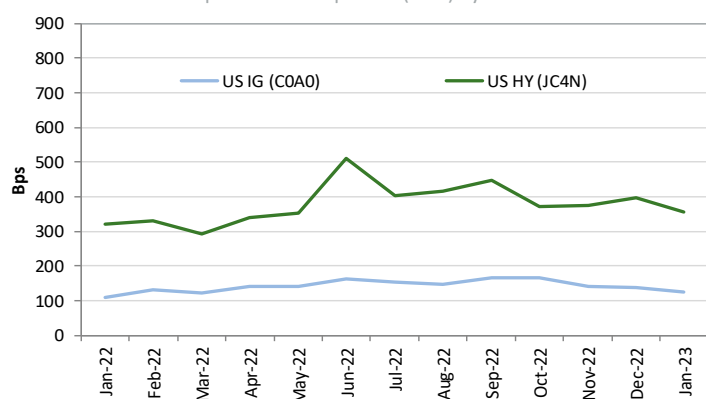
Indices de marché

Indices (à fin janvier)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	3.21%	3.21%	3.19	6.99%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	3.88%	3.88%	4.22	8.12%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	3.13%	3.13%	3.11	6.82%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	3.55%	3.55%	4.31	7.46%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	4.11%	4.11%	3.65	10.15%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	2.01%	2.01%	4.62	3.92%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	3.89%	3.89%	7.05	5.05%	
EMIC	Investment Grade Emergents	2.44%	2.44%	5.32	5.36%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	2.15%	2.15%		2.28%	
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	3.17%	3.17%		3.51%	
Inflation (à fin janvier)						
Inflation réalisée		Janvier	Décembre	Novembre	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	8.50%	9.20%	10.10%	8.90%	5.10%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		6.50%	7.10%	8.50%	7.50%

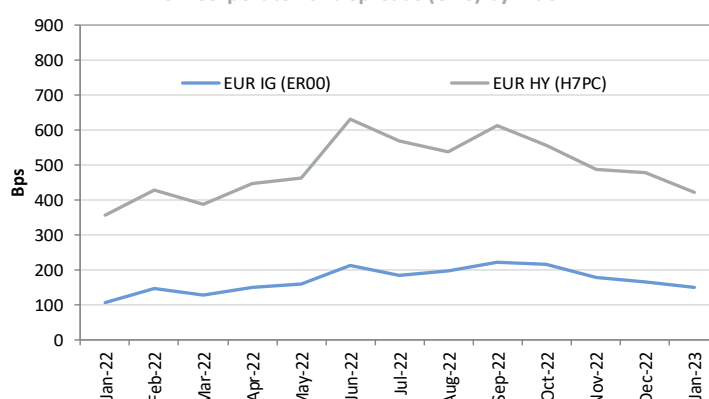
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 10/02/2023

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Janvier	Décembre	Novembre	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	153	167	180	106
HE00	Haut Rendement Europe	455	512	519	374
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	431	484	495	363
ER30	Titres notés A Europe	129	137	152	91
ER40	Titres notés BBB Europe	182	205	216	123
HE10	Titres notés BB Europe	340	389	400	293
HE20	Titres notés B Europe	537	609	628	506
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	127	141	146	107
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	436	485	461	373
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	371	408	390	340
COA3	Titres notés A Etats-Unis	104	117	121	84
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	158	174	181	133
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	295	322	315	286
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	468	523	492	418
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	161	168	192	148
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	636	708	760	740
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	119	121	138	105
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	219	236	267	200
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	373	414	479	402
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	645	755	828	1017

Source : Merrill Lynch

ANAXIS AM

Anaxis est le spécialiste de la gestion crédit robuste pour les investisseurs convaincus des mérites d'une approche 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

