

Corporate Credit Monthly Update

Mai 2023

Europe

Dans la zone Euro, les données macroéconomiques récentes montrent que la récession a été évitée ces derniers mois. Mais la dynamique actuelle se heurte toujours à des politiques et des conditions de crédit de plus en plus restrictives. L'autre interrogation majeure est de savoir si les difficultés du secteur bancaire seront désormais contenues. Cela reste incertain et dépend en grande partie de l'évolution des réponses politiques et de l'efficacité des mesures que les autorités ont déjà mises en œuvre. L'inflation a baissé globalement ces derniers mois mais demeure à des niveaux bien supérieurs aux objectifs de la BCE. Le débat actuel porte essentiellement sur la question de savoir jusqu'où la banque centrale devrait augmenter ses taux d'intérêt avant que l'économie ne se détériore de manière significative. La situation géopolitique demeure tendue, avec des développements militaires dans la guerre en Ukraine qui laissent peu d'espoir à une amélioration.

Dans ce contexte, les rendements des obligations d'Etat européennes sont restés quasiment inchangés sur le mois. Le Bund allemand à 10 ans clôture à fin avril à 2,31%. Des spreads de crédit plus stables ont favorisé le marché primaire sur les obligations d'entreprises, avec un volume encourageant de nouvelles émissions. Celles-ci se sont élevées à 15 milliards d'euros en avril, montant certes modeste, mais qui témoigne d'une reprise de l'activité à ce niveau, et ce malgré les coupons élevés demandés par le marché. Une majorité d'investisseurs à la recherche de sources durables de rendement continuent de se positionner, considérant les niveaux historiquement élevés des spreads comme une bonne fenêtre d'entrée. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 7,26%.

Aux Etats-Unis, la vague de tensions qui entourait le secteur bancaire s'est atténuée en avril. Cependant la faillite de First Republic Bank en fin de mois est venue ternir le tableau. La prise de contrôle par le gouvernement de la banque, puis le rachat de la majorité des actifs par JP Morgan devraient néanmoins clore cet épisode de crise. Il convient cependant de rappeler que l'effondrement de trois banques américaines de taille moyenne (Silicon Valley Bank, Signature Bank et First Republic) ces dernières semaines est l'événement financier le plus important que les Etats-Unis aient connu depuis la crise de 2008. La croissance économique américaine est restée positive au 1^{er} trimestre 2023 mais a ralenti par rapport au trimestre précédent. Elle ressort en deçà des attentes du consensus. Certains indicateurs macroéconomiques reflètent déjà une détérioration de l'environnement. L'inflation, bien qu'en trajectoire de ralentissement, demeure élevée, en particulier en lien avec des pressions salariales importantes. Dans ce cadre, la Fed reste dépendante de ces données macroéconomiques. Elle surveille l'inflation et réagit en conséquence, dans un contexte où l'économie se fragilise progressivement. Le dollar américain s'est à nouveau affaibli au cours du mois par rapport aux principales devises étrangères. Néanmoins, la période de publication des résultats du 1^{er} trimestre a montré que la rentabilité des entreprises reste solide, en particulier pour les grandes entreprises technologiques.

L'inversion de la courbe des rendements s'est accentuée au cours du mois d'avril aux Etats-Unis. La volatilité a été importante, notamment du fait des préoccupations liées au secteur financier. Le rendement du Bon du Trésor à 10 ans a considérablement fluctué, passant de 3,26% à 3,63% avant de s'établir à 3,42% à la fin du mois, quasiment inchangé par rapport au mois précédent. Les rendements et les spreads des obligations corporate Haut Rendement ont quant à eux peu varié au cours du mois. Les fondamentaux du crédit restent solides, même face à la volatilité des taux. Témoin de cette solidité, les révisions à la hausse des notations de crédit ont surpassé les révisions à la baisse avec un ordre de 3 pour 1. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,63%.

Etats-Unis

Emergents

Sur les marchés émergents, la réouverture de la Chine a été un facteur clé de performance. Le potentiel de croissance s'élargit par rapport aux pays développés. Les données macroéconomiques chinoises sont redevenues résolument positives, notamment avec la progression du PIB au 1^{er} trimestre 2023 de 4,5% en glissement annuel. Seule ombre au tableau, le ralentissement de la demande mondiale de biens demeure un vent contraire pour les industries manufacturières et les économies émergentes exposées aux matières premières. Les taux d'inflation reculent, comme le montrent la faiblesse des prix des matières premières, ce qui incite certaines banques centrales à mettre un terme à leur politique de resserrement. Les acteurs du marché sont de plus en plus convaincus que le pic de taux des politiques monétaires se rapproche.

La perspective de fin des cycles de hausse de taux d'intérêt dans les pays émergents et l'affaiblissement du dollar américain ont été des facteurs favorables à la dette des pays émergents. Les entreprises notées Investment Grade sur cette zone ont notamment surperformé en avril (+1,05%). Le Haut Rendement est resté davantage en retrait. Les flux de capitaux vers les marchés émergents ont été positifs sur le mois, à 9,8 milliards de dollars. Ils ont été favorables à la dette (+7,7 milliards de dollars), contre +2,1 milliards de dollars pour les actions. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 11,37%.

Date de rédaction : 11/05/2023

Lottomatica (EU)

Lottomatica, la société italienne de jeux, a annoncé son introduction en bourse avec fourchette de prix (entre 9 à 11 euros par action), ce qui représente une capitalisation boursière de 2,3 à 2,7 milliards d'euros. Le produit net de l'introduction en bourse des actions nouvellement émises servira à rembourser 250 millions d'euros d'obligations PIK et 100 millions d'euros d'obligations garanties de premier rang arrivant à échéance en 2025, tandis que jusqu'à 175 millions d'euros provenant de la vente d'actions existantes par Apollo serviront à rembourser les 150 millions d'euros d'obligations PIK restantes. Il s'agit évidemment d'une très bonne nouvelle, tandis que la société s'emploie à désendetter activement son bilan.

Aramark (US)

Aramark, la société américaine spécialisée dans les services de restauration et de gestion d'installations, a annoncé de nouvelles ventes d'actifs lors de la publication de ses résultats du 2^e trimestre 2023, et a réitéré sa volonté de se concentrer sur son désendettement. Aramark a vendu 50% de sa participation dans la franchise de basket-ball San Antonio Spurs pour environ 100 millions de dollars et utilisera le produit de la vente pour réduire sa dette. Cette opération fait suite à la vente d'AIM Services JV pour un montant de 530 millions de dollars, annoncée au cours du trimestre précédent, qui a également été utilisée pour réduire la dette. La société a pour objectif un effet de levier net de 4,0x d'ici la fin de l'exercice fiscal 2023 (contre 4,9x au 2^e trimestre 2023). Les résultats trimestriels ont également été positifs avec une croissance organique de +19% et un EBITDA ajusté en hausse de +20%. En conséquence, Aramark a revu ses prévisions précédentes à la hausse.

United Group (EM)

United Group, le groupe de télécommunications axé sur les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO), a annoncé la vente de ses tours de télécommunications en Bulgarie, en Slovénie et en Croatie à la filiale d'infrastructure de Saudi Telecom Company pour un montant de 1,22 milliard d'euros. Le produit de la vente sera affecté au remboursement au prorata des facilités de crédit renouvelable et des obligations arrivant à échéance en 2024 et 2025. En outre, cela devrait permettre à la société de se désendetter d'environ 1x, portant l'effet de levier net à environ 4x.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Allwyn	6.375%	2029	\$700M	BB
Loxam	6.375%	2028	€300M	BB-

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Ford Motors	6.80%	2028	\$1.05Bn	BB+
Lindblad Expeditions	9.00%	2028	\$275M	B

Emergents

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Renew Power	7.95%	2026	\$400M	Ba3

Date de rédaction : 11/05/2023

Publications de notation

Accor	Fitch	➔	BBB-
Adevinta	Moody's	➔	Ba2
Deutsche Lufthansa	S&P	➔	BB+
Jaguar Land Rover	S&P	➔	BB-
Kion	S&P	➔	BBB-
PeopleCert	Moody's	➔	B1
Samsonite	S&P	➔	BB
Tata Motors	S&P	➔	BB
Tui	S&P	➔	B
WMG Acquisition	Moody's	➔	Ba2

Zone Euro : l'inflation a légèrement augmenté pour atteindre 7% en avril, par rapport au taux le plus bas en 13 mois enregistré en mars (6,9%). L'inflation de base a baissé à 5,6%, mais reste proche du record historique de 5,7% atteint le mois précédent. L'économie de la zone Euro n'a progressé que de 0,1% au cours du 1^{er} trimestre, ce qui est inférieur aux attentes du marché. L'Allemagne, en particulier, a connu une stagnation, en raison de l'inflation élevée et de l'augmentation des coûts d'emprunt qui ont frappé la demande et l'activité.

Allemagne : l'inflation a diminué à 7,2% en glissement annuel en avril, en baisse par rapport à 7,4% le mois précédent et légèrement en dessous des attentes du marché de 7,3%. Il s'agit du taux le plus bas depuis août 2022, en raison d'une hausse plus faible du coût des aliments et de celui des services. L'économie allemande s'est contractée de 0,1% au 1^{er} trimestre 2023. Il s'agit de la première période de contraction depuis le 1^{er} trimestre 2021. L'augmentation du coût de la vie et le récent resserrement de la politique de la BCE commencent à faire sentir leurs effets.

Royaume-Uni : l'indice des prix de l'immobilier a baissé de 2,7% en avril par rapport à l'année précédente, après une baisse de 3,1% en mars, la plus importante depuis juillet 2009. Le marché du logement demeure fragilisé. L'augmentation des coûts d'emprunt, le resserrement du crédit et l'inflation élevée et durable ont pesé sur la demande.

Etats-Unis : l'économie a connu une croissance annualisée de 1,1% au 1^{er} trimestre 2023, ce qui représente un ralentissement par rapport à l'expansion de 2,6% enregistrée au trimestre précédent. Ce chiffre est également en dessous des attentes du marché, qui tablait sur une croissance de 2%. Il s'agit du rythme d'expansion le plus faible depuis le 2^e trimestre 2022, bien que la dynamique sous-jacente reste robuste. La croissance des investissements des entreprises s'est ralentie et les hausses de taux d'intérêt ont continué d'impacter négativement le marché du logement.

Chine : le taux d'utilisation des capacités industrielles en Chine a baissé à 74,3% au 1^{er} trimestre 2023, contre 75,8% à la même période l'année précédente. Il s'agit du niveau le plus bas depuis mars 2020, reflétant l'impact de l'épidémie de Covid-19 et les restrictions sévères prolongées. L'ensemble des secteurs sont concernés par la diminution de ce taux d'utilisation.

Costa Rica : la banque centrale a abaissé son taux d'intérêt de référence de 100 points de base à 7,5% lors de sa réunion d'avril. Cette baisse fait suite à une diminution de 50 points de base en mars, la première en quatre ans. Le processus national de désinflation devrait désormais se poursuivre. Les perspectives à 12 et 24 mois s'établissent respectivement à 4,9% et 4%.

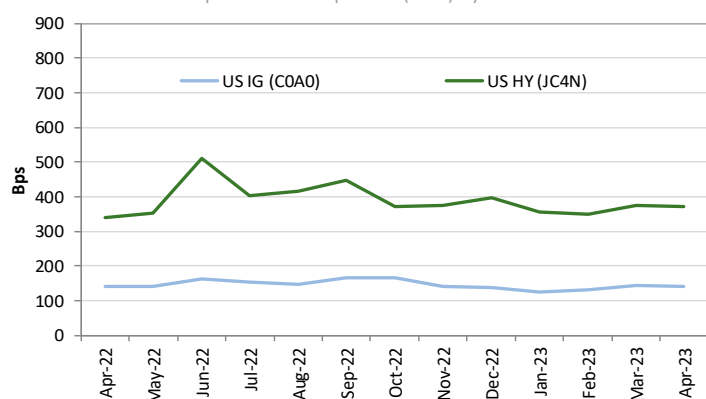
Indices de marché

Indices (à fin avril)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	0.48%	3.14%	3.15	7.45%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	0.96%	4.67%	4.07	8.37%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.46%	3.68%	3.05	7.26%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.82%	4.44%	4.16	7.63%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-0.12%	1.34%	3.56	11.37%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	0.70%	2.28%	4.56	4.10%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	0.85%	4.32%	6.99	5.17%	
EMIC	Investment Grade Emergents	1.05%	3.32%	5.34	5.41%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.18%	2.42%		2.31%	
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	0.86%	4.43%		3.42%	
Inflation (à fin avril)						
Inflation réalisée		Avril	Mars	Février	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	7.00%	6.90%	8.50%	10.60%	7.50%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		5.00%	6.00%	7.70%	8.30%

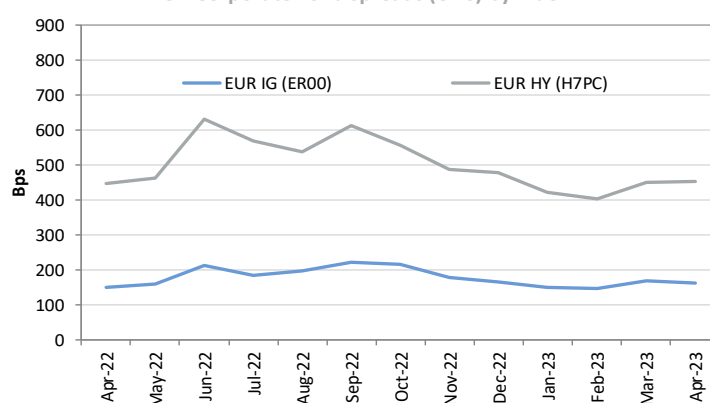
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 11/05/2023

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Avril	Mars	Février	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	163	170	148	146
HE00	Haut Rendement Europe	492	489	436	458
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	462	458	412	444
ER30	Titres notés A Europe	139	146	128	123
ER40	Titres notés BBB Europe	195	201	175	173
HE10	Titres notés BB Europe	378	375	331	364
HE20	Titres notés B Europe	569	564	507	592
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	144	148	132	139
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	468	468	430	410
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	396	393	365	364
COA3	Titres notés A Etats-Unis	122	126	109	112
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	178	181	164	172
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	315	307	296	303
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	500	506	451	453
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	171	179	151	166
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	763	750	662	723
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	123	128	111	120
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	241	252	211	228
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	443	456	388	390
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	803	702	616	896

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

