

Corporate Credit Monthly Update

Mars 2024

Europe

L'économie européenne évite toujours la récession et semble s'orienter vers un atterrissage en douceur en ce début d'année, après avoir stagné l'année dernière. L'inflation reste sur une trajectoire descendante, mais le rythme de la baisse s'atténue tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Les derniers chiffres ont incité les banques centrales à repousser le début de l'assouplissement de leur politique. Le marché du travail reste robuste dans la zone, avec comme seul point d'ombre le taux de chômage des jeunes. Cette solidité du marché du travail et la forte croissance des salaires qui en découle constituent une inquiétude majeure pour la BCE du point de vue de l'inflation. Le prix du gaz en Europe a atteint son niveau le plus bas depuis mai 2021, passant en-dessous de 23 €/MWh. A titre de comparaison, un pic d'environ 340 €/MWh avait été atteint en août 2022, du fait des tensions avec la Russie et des incertitudes qui avaient entouré le Nord Stream 2. Le prix du gaz a considérablement diminué en raison du développement des combustibles alternatifs, de la reconstitution stratégique des stocks et des hivers doux.

Les marchés obligataires continuent à anticiper un pivot monétaire des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, les investisseurs se tournent de plus en plus vers la dette d'entreprise, en favorisant les segments à risque, en prévision des baisses de taux de la BCE. Les spreads de crédit ont continué à se resserrer en février, alors que les taux souverains ont montré de la faiblesse. Le rendement du Bund à 10 ans a gagné 24 points de base et termine le mois à 2,41%. Les obligations à Haut Rendement ont surperformé par rapport aux obligations Investment Grade. Ces dernières ont enregistré des performances négatives en raison de leur plus grande sensibilité aux mouvements des taux souverains. Le volume d'émissions sur le marché primaire a été nettement moins important en Europe que dans le reste du monde. Cependant, les entreprises n'ont rencontré dans l'ensemble aucune difficulté à venir se refinancer. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 6,02%.

Aux Etats-Unis, des données solides confirmant la résilience de l'économie, ainsi qu'un discours moins accommodant de la part de la Fed, ont conduit les marchés à tempérer une fois de plus leurs anticipations en termes de baisse des taux. La confiance des consommateurs a reculé de manière inattendue, possiblement en raison des tensions liées à l'élection présidentielle de novembre qui va mettre en scène deux candidats controversés. Au niveau géopolitique, des actualités négatives en provenance des zones de guerre à l'étranger ont également pesé. Le marché de l'emploi demeure cependant étonnamment résilient. Le dollar américain reste robuste et les prix du pétrole ont encore connu une hausse, d'environ 3% en février. Concernant ce secteur pétrolier, le sentiment de marché demeure mitigé, avec d'une part des inquiétudes concernant la demande mondiale, et d'autre part les tensions au Moyen-Orient qui entraînent des menaces sur l'offre. Enfin, la publication des résultats pour le 4^e trimestre 2023 des entreprises s'est avérée meilleure que prévu. Les bénéfices ont dépassé les attentes de 7% en moyenne. Des signaux d'alerte ont toutefois persisté, avec des prévisions relativement faibles pour le 1^{er} trimestre 2024 et des marges qui semblent plafonner.

Les marchés obligataires américains ont stagné ou reculé au cours du mois de février. Le rendement du bon du Trésor à 10 ans a augmenté de 34 points de base pour terminer le mois à 4,25%. Février constitue le deuxième mois consécutif de stagnation pour le Haut Rendement, avec cependant un resserrement des spreads de 32 points de base au cours du mois. La performance est quasiment neutre également depuis le début de l'année. Ce segment surperforme toutefois l'Investment Grade (-1,25%), avec des perspectives économiques qui demeurent favorables aux actifs à risque. Le rendement de l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,22%.

Emergents

Les pays émergents ont continué à tirer la croissance mondiale en ce début d'année, avec une amélioration de la situation économique en Inde et au Brésil. La Chine peine à rebondir malgré ses efforts pour relancer sa croissance, à coups de mesures budgétaires et de baisses de taux. Le secteur manufacturier chinois reste sous pression en raison de la faiblesse à la fois de la demande extérieure et de la reprise intérieure. D'autre part, le secteur immobilier en crise demeure un frein majeur à l'économie.

La dette d'entreprise des marchés émergents a connu à nouveau un mois relativement bon, en particulier pour les titres les moins bien notés. La performance positive sur ces titres, malgré la hausse des rendements souverains des marchés développés, a été due au resserrement continu des spreads de crédit. Le Haut Rendement a donc largement surperformé l'Investment Grade (+1,42% versus -0,26%), ce segment étant plus sensible aux mouvements des bons du Trésor et les spreads ne s'étant pas suffisamment resserrés pour contrebalancer le phénomène. Ce sentiment plutôt positif a contribué à d'importants volumes d'émissions sur le marché primaire dans les économies émergentes, dans la lignée des Etats-Unis. Les flux de capitaux vers les pays émergents se sont élevés à 22,2 milliards de dollars en février, dont 17,2 milliards pour la dette. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 8,89%.

Date de rédaction : 11/03/2024

Verisure (EU)

Verisure, le fournisseur suédois de solutions de surveillance et d'alarme, a publié une nouvelle série d'excellents résultats. Le chiffre d'affaires du 4^{ème} trimestre 2023 est en hausse de 8,4% en glissement annuel, soutenu par une augmentation de 8,9% de la base clients et de 1,1% du revenu moyen par client. L'EBITDA ajusté a augmenté de 13,8% à 338 millions d'euros, avec une marge en hausse d'environ 210 points de base à 43,1%. La génération de flux de trésorerie d'exploitation est restée solide à 255 millions d'euros, la hausse de l'EBITDA et la libération d'un fonds de roulement plus important n'ayant été que partiellement contrebalancés par l'augmentation de la charge des intérêts. Les investissements ont augmenté de 6,3% à 250 millions d'euros. Verisure a généré 6 millions d'euros de FCF au cours du trimestre. La dette nette s'élève à 7,41 milliards d'euros, en hausse par rapport au trimestre précédent (7,39 milliards d'euros au 3^e trimestre). L'effet de levier net garanti et l'effet de levier net ressortent à 4,5x et 5,5x respectivement. Les liquidités s'élèvent à 500 millions d'euros. Verisure prévoit de traiter de manière proactive les échéances de sa dette, et est ouvert au refinancement en 2024 de sa dette arrivant à échéance en 2026, si les marchés restent solides.

Victra (US)

Victra, l'un des principaux détaillants indépendants de Verizon Wireless aux États-Unis, a annoncé en février une revalorisation de son prêt à terme B (TLB) émis en mars 2022, de SOFR + 725 points de base à SOFR + 650 points de base. Pour les douze mois se terminant le 31 décembre 2023, l'entreprise a annoncé un EBITDA ajusté pro forma de 315 millions de dollars et un levier net ajusté de 3,9x. La société a également profité de l'occasion pour réitérer son objectif de réduction de l'effet de levier à 3,5x et n'a pas l'intention de verser de dividendes prochainement. Toutes les synergies identifiées dans le cadre de l'acquisition de Go Wireless l'année dernière ont également été réalisées en avance sur le calendrier (pour un total de 59,6 millions de dollars).

Grupo Axo (EM)

Grupo Axo, groupe mexicain de distribution multimarques, a publié des résultats solides pour le dernier trimestre 2023. Le groupe a enregistré un chiffre d'affaires net de 8,23 milliards de pesos mexicains, soit une augmentation de 20,7% par rapport à l'année précédente, avec une croissance organique de 4,6%. La marge brute et la marge d'EBITDA ont été soutenues par la stratégie de prix et l'optimisation des stocks. La marge d'EBITDA du 4^e trimestre 2023 atteint 24,4%, 326 points de base au-dessus de celle du 4^e trimestre 2022. Une amélioration a été constatée dans chaque segment, avec les segments lifestyle, vente au rabais et sports qui ont tous affiché une croissance des ventes nettes et une augmentation de la marge. Le ratio de levier net a terminé l'année à 1,7x. L'entreprise prévoit une croissance du chiffre d'affaires située entre 5 et 10% et une marge d'EBITDA de 20%.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Forvia	5.50%	2031	€500M	BB+
TUI	5.94%	2029	€500M	B+

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
First Quantum Minerals	9.375%	2029	\$1.60Bn	B
Wesco Distribution	6.375%	2029	\$900M	BB

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
FS Bioenergia	8.99%	2031	\$500M	Ba3
Raizen	6.47%	2034	\$1.00Bn	BBB

Date de rédaction : 11/03/2024

Publications de notation

Arena	Moody's	➔	Ba3
Coty	Moody's	➔	Ba2
Energopro	S&P	➔	BB-
Infineon	S&P	➔	BBB+
Miller Homes	S&P	➔	B
Orsted	S&P	➔	BBB
Securitas	S&P	➔	BBB
Telenet	Moody's	➔	B1
Tui	S&P	➔	B1
Whirlpool	Moody's	➔	Baa2

Zone Euro : l'économie est restée stable au 4^e trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent, sans croissance ni contraction. Cette stagnation correspond aux attentes des économistes. Elle a augmenté cependant de 0,1% sur une base annuelle. L'indicateur du climat économique a baissé à 95,4 en février versus 96,1 en janvier, et en deçà des attentes du marché de 96,7. Le sentiment demeure modéré, avec des entreprises confrontées à une inflation toujours élevée, à la hausse des coûts d'emprunt et à la faiblesse de la demande extérieure.

Allemagne : l'inflation a baissé pour le deuxième mois consécutif à 2,5% en glissement annuel en février, contre 2,9% le mois précédent. Elle ressort légèrement inférieure au consensus du marché qui prévoyait 2,6%. Il s'agit du taux le plus bas depuis juin 2021, avec notamment un fort ralentissement de l'inflation des produits alimentaires et une baisse continue des prix de l'énergie.

France : l'indice PMI de la construction a augmenté à 41,9 en février, après un plus bas sur trois ans de 39,6 en janvier. Il reste cependant en contraction pour la 21^e période consécutive (inférieur à 50). Les nouvelles commandes ont diminué à un rythme marqué, atteignant leur niveau le plus prononcé depuis cinq mois, dans un contexte de raréfaction des appels d'offres et d'un contexte défavorable à l'investissement. Les secteurs résidentiel, commercial et du génie civil étaient tous en baisse. En conséquence, les entreprises du secteur ont à nouveau réduit leurs effectifs.

Etats-Unis : l'indice de confiance des consommateurs a reculé en février à 106,7, contre 110,9 en janvier. Les analystes s'attendaient à ce que cet indice reste stable d'un mois sur l'autre. Cette baisse intervient après trois mois consécutifs d'amélioration. Les inquiétudes concernant une éventuelle récession se sont notamment accrues, malgré des données récentes qui montrent une économie américaine en bonne santé.

Chine : le PMI manufacturier officiel a légèrement baissé à 49,1 en février, contre 49,2 le mois précédent, conformément aux prévisions du marché. Il s'agit du 5^e mois consécutif de contraction de l'activité manufacturière, cette fois en raison de l'impact de la semaine de congés du Nouvel An lunaire. La plupart des usines ont en effet fermé ou ralenti leurs activités. Il s'agit cependant du 14^e mois consécutif d'expansion de l'activité dans les services, avec son rythme le plus élevé depuis septembre dernier.

Venezuela : le Tribunal supérieur de justice a confirmé l'interdiction de se présenter aux élections présidentielles de 2024 imposée à Maria Corina Machado, principale candidate de l'opposition au président actuel, Nicolas Maduro. Le Tribunal prend le risque de voir rétablies les sanctions américaines, qui pourraient peser à nouveau sur une économie vénézuélienne déjà en crise.

Indices de marché

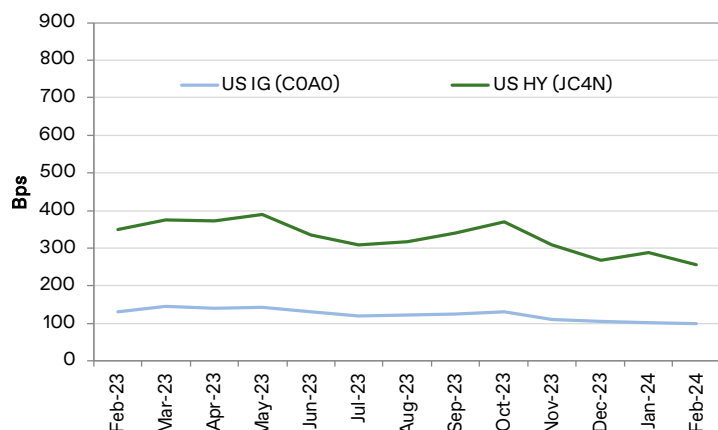
Indices (à fin février)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	0.35%	1.18%	2.99	6.39%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	0.27%	0.28%	3.61	7.87%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.39%	1.23%	2.85	6.02%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.04%	0.10%	3.67	7.22%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	1.42%	3.12%	3.57	8.89%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	-0.89%	-0.80%	4.43	3.87%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-1.40%	-1.25%	6.68	5.46%	
EMIC	Investment Grade Emergents	-0.26%	-0.36%	5.22	5.55%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-2.02%	-2.65%		2.41%	
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-2.05%	-2.03%		4.25%	
Inflation (à fin février)						
Inflation réalisée		Février	Janvier	Décembre	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.60%	2.80%	2.90%	5.20%	8.50%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.10%	3.40%	3.70%	6.00%

Month-to-date = MTD
Year-to-date = YTD

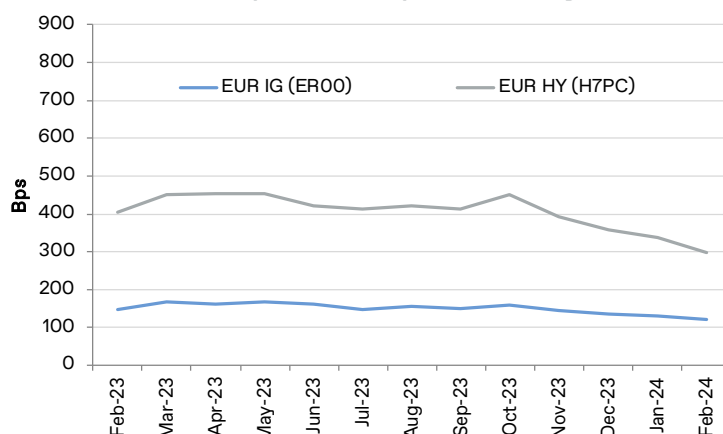
Duration-to-worst = DTW
Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 11/03/2024

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Février	Janvier	Décembre	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	124	133	139	148
HE00	Haut Rendement Europe	366	395	406	436
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	310	351	376	412
ER30	Titres notés A Europe	112	119	123	128
ER40	Titres notés BBB Europe	144	154	163	175
HE10	Titres notés BB Europe	255	289	306	331
HE20	Titres notés B Europe	416	467	465	507
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	102	103	106	132
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	344	376	358	430
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	279	310	295	365
COA3	Titres notés A Etats-Unis	86	87	90	109
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	127	128	132	164
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	222	245	234	296
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	353	385	369	451
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	120	137	135	151
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	455	534	571	662
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	92	108	104	111
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	165	186	188	211
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	308	355	371	388
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	457	525	577	616

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

