

Corporate Credit Monthly Update

Avril 2024

Europe

Les perspectives économiques s'améliorent timidement dans la zone euro. L'indice composite PMI est pratiquement revenu en territoire neutre, après avoir connu de forts niveaux de contraction en 2023, et le marché de l'emploi demeure robuste. La croissance faible en Europe contraste cependant avec celle beaucoup plus soutenue aux Etats-Unis. D'autre part, la situation économique varie considérablement d'un État membre à l'autre. L'inflation est tombée à 2,4% dans la zone en mars, en ralentissement pour le troisième mois consécutif. La BCE a maintenu ses taux d'intérêts inchangés. Ceux-ci n'ont pas connu de modification depuis septembre 2023. En revanche, suite à la décision de la BNS, la Suisse est devenue le premier membre du G10 à annoncer une baisse de taux d'intérêt, dans la perspective d'un mouvement plus global. A contrario, le Japon a mis fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs, en les relevant pour la première fois en 17 ans. Sur le plan géopolitique, la poursuite des conflits en Ukraine et à Gaza, ainsi que les perturbations du transport maritime en mer Rouge, ont pesé sur les marchés et font toujours planer la crainte d'une résurgence de l'inflation, notamment sur l'énergie. Les prix du pétrole ont à ce titre connu une forte hausse, de plus de 6%, en mars.

Sur les marchés obligataires européens, le rendement du Bund à 10 ans a reculé de 11 points de base pour terminer le mois à 2,30%. La différence de rendement entre le Bund allemand et les obligations du reste de la zone euro s'est encore réduite, principalement en raison des performances relativement moins bonnes de l'économie allemande et des probabilités croissantes d'assouplissement de la politique de la BCE. Les spreads de crédit sur les obligations corporate se sont quant à eux bien comportés sur le mois, avec un resserrement à la fois en Europe et aux Etats-Unis. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 5,97%.

Aux Etats-Unis, l'économie continue de progresser, avec des prévisions de croissance du PIB de plus de 2% en 2024, contre un peu moins de 1% pour l'ensemble de l'Europe. L'emploi et les dépenses de consommation, facteurs essentiels de l'économie américaine, continuent à refléter ces bonnes perspectives et ne ralentissent pas de manière significative. L'inflation américaine est restée relativement stable en mars. Ce manque de progrès sur ce front n'a cependant pas modifié l'orientation de la Fed. La banque centrale a laissé ses taux inchangés, mais continue de signaler son intention de les abaisser au cours de l'année. Dans ce contexte, le dollar américain reste robuste face aux principales devises.

Les marchés financiers ont enregistré des performances positives au mois de mars aux Etats-Unis, notamment sur l'obligataire. Le rendement du bon du Trésor à 10 ans a reculé de 5 points de base pour terminer le mois à 4,20%. L'écart entre le rendement à 10 ans et celui à 2 ans s'est élargi à 42 points de base. Les obligations corporate Investment Grade et Haut Rendement ont bénéficié de ce mouvement sur les taux ainsi que du resserrement des spreads de crédit. Les spreads sont désormais à des niveaux historiquement serrés. Toutefois, la demande pour la classe d'actifs reste forte, notamment sur les titres de moindre qualité. Ce sentiment positif a contribué à l'augmentation des volumes d'émissions de nouvelles obligations sur les marchés primaires à travers le monde, et en particulier aux États-Unis. Le volume d'émissions sur le Haut Rendement américain s'élève notamment à 85 milliards de dollars pour le 1^{er} trimestre 2024. Le rendement de l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,02%.

Etats-Unis

Emergents

Sur les marchés émergents, les banques centrales d'Amérique latine affichent davantage d'optimisme, particulièrement au Mexique, au Brésil et au Pérou. En Asie, la Chine a montré des signes de reprise. La production industrielle s'est accélérée, ajoutant à la dynamique positive de la région. Toutefois, le secteur immobilier chinois reste atone, victime d'une nouvelle baisse des prix des logements et d'une faible activité commerciale. La banque centrale chinoise accumule régulièrement de l'or afin de diversifier ses réserves et prendre de la distance avec les actifs américains. Le prix de l'or a ainsi atteint un niveau record en mars, jouant également son rôle de valeur refuge en période de tensions géopolitiques croissantes.

Le discours toujours encourageant de la Réserve fédérale américaine a créé une toile de fond constructive pour les actifs à risque. Logiquement, cette amélioration continue de l'appétit pour le risque a profité aux marchés obligataires émergents, notamment pour les obligations en devise forte. L'indice corporate sur la zone affiche sur le mois de mars une performance positive. Le Haut Rendement s'est très bien comporté, surperformant l'Investment Grade (+1.53% versus +0.95%). Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 8,66%.

Date de rédaction : 11/04/2024

Kiloutou (EU)

Kiloutou, l'entreprise française de location de matériel, a publié de solides résultats pour le 4^e trimestre 2024. Le chiffre d'affaires a augmenté de 8,2% en glissement annuel et de 4,2% en termes de croissance organique. La croissance organique des ventes est entièrement due à la hausse des prix, alors que les volumes sont restés stables. L'EBITDA a progressé de 15,5% à 132 millions d'euros, avec une marge en progression de 270 points de base à 42,3%. La croissance organique de l'EBITDA est due à des prix plus élevés, au contrôle des coûts et à la cession d'équipements usagés. Le flux de trésorerie disponible a augmenté en glissement annuel pour atteindre 13 millions d'euros (comparé à 8 millions d'euros au 4^e trimestre 2022). Cette amélioration est due à la hausse de l'EBITDA et à la baisse des dépenses de maintenance. Ces facteurs ont cependant été partiellement contrebalancé par l'augmentation des dépenses liées à la croissance du parc. L'effet de levier net déclaré s'est amélioré de 0,1x à 3,7x. Les liquidités au titre de l'exercice 2023 comprenaient 84 millions d'euros en cash et 138 millions de fonds de roulement non utilisés.

Tegna (US)

Tegna, l'un des plus grands diffuseurs des principales chaînes de télévision NBC, ABC et FOX aux États-Unis, a publié des résultats en ligne avec les attentes pour son 4^e trimestre 2023. La société a annoncé un chiffre d'affaires net de 2,9 milliards de dollars, soit une baisse de 11% par rapport à 2022, et un EBITDA de 739 millions de dollars. La baisse du chiffre d'affaires est inhérente au modèle économique de Tegna, dont l'activité est en grande partie rythmée par les élections politiques. Selon le management, 2024 devrait être une année forte pour l'activité avec l'élection présidentielle en novembre et les Jeux olympiques en été. La société n'a pas donné de prévisions précises pour l'exercice 2024 / 2025, mais vise un FCF compris entre 900 millions et 1,1 milliard de dollars. À titre de comparaison, Tegna a déclaré un FCF de 1,3 milliard de dollars sur 2022 et 2023.

Trans-Oil Group (EM)

Trans-Oil Group, entreprise agroalimentaire leader en Moldavie, a annoncé de solides bénéfices pour le 1^{er} semestre de 2024. Le chiffre d'affaires de la société a augmenté de 30% sur une base séquentielle grâce à des volumes de vente plus élevés, des marges résilientes et des taux d'utilisation améliorés. L'EBITDA a également augmenté de 52%, avec une marge de 9,2%. En raison de facteurs saisonniers, étant donné que les stocks s'accumulent au cours du 1^{er} semestre de l'année fiscale, Trans-Oil a affiché un FCF négatif (-135 millions de dollars). Toutefois, le FCF avant fonds de roulement a été positif et la société a laissé entendre qu'elle optimisera ses niveaux de fonds de roulement dans les 9 à 12 mois à venir afin de faciliter le refinancement de ses obligations de premier rang non garanties arrivant à échéance en avril 2026. En février de cette année, Fitch a relevé la note de la société à B+, avec une perspective stable.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Fnac	6.00%	2029	€550M	BB+
VMED	5.625%	2032	€600M	BB+

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Ford Motor	5.80%	2029	\$1.60Bn	BBB-
Hilton Domestic	5.3875%	2029	\$550M	BB+

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
AES Andes	6.31%	2029	\$500M	BBB-
Movida	7.94%	2029	\$500M	BB-

Date de rédaction : 11/04/2024

Publications de notation

Almaviva	S&P	➔	BB
CBR Service GmbH	S&P	➔	B+
CEMEX Corp	S&P	➔	BBB-
Intelsat SA	Fitch	➔	BB-
Lorca Holdco Ltd	Fitch	➔	BB
Paramount Global	S&P	➔	BB+
Premier Foods PLC	S&P	➔	BB+
Rolls-Royce PLC	Fitch	➔	BBB-
Vericast Corp	S&P	➔	B-

Zone Euro : le taux de chômage est resté stable en février à 6,5%, niveau historiquement bas malgré une conjoncture économique peu reluisante. Ce taux de chômage est notamment resté inchangé pour le quatrième mois consécutif chez les jeunes (moins de 25 ans), à 14,6%. Parmi les principales économies de la zone euro, l'Espagne continue d'afficher le taux de chômage le plus élevé, suivie de l'Italie et de la France. À l'inverse, l'Allemagne a enregistré le taux le plus bas, à 3,2%.

Allemagne : l'indice du climat des affaires a rebondi à 87,8 en mars, en hausse par rapport au mois précédent (85,7) et dépassant les attentes du marché à 86. Le sentiment positif pour la plus grande économie européenne a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis juin 2023, alimenté par les anticipations de réductions potentielles des taux d'intérêt par la BCE et un affaiblissement progressif des pressions inflationnistes.

France : l'inflation a ralenti pour atteindre 2,3% en glissement annuel en mars, contre 3% le mois précédent. Elle ressort inférieure au consensus du marché qui prévoyait 2,6%. Il s'agit du taux le plus bas depuis septembre 2021, avec notamment un ralentissement de l'inflation des produits alimentaires.

Suisse : la Banque nationale suisse a abaissé son taux d'intérêt de référence de 25 points de base à 1,5% lors de sa réunion de mars, surprenant les marchés qui s'attendaient à un maintien. La BNS a d'autre part fortement révisé à la baisse les perspectives d'inflation pour la Suisse. Elle s'attend désormais à ce que celle-ci ne dépasse pas le niveau de 1,5% sur les prochains mois.

Etats-Unis : la croissance économique au 4^e trimestre 2023 a dépassé les attentes des économistes, avec un taux de croissance de 3,4% d'une année sur l'autre, contre 3,2% attendu. Cette performance reflète cependant un rythme moins soutenu, après un chiffre de 4,9% au 3^e trimestre.

Chine : le PMI manufacturier officiel a augmenté à 50,8 en mars, contre 49,1 un mois plus tôt, dépassant les prévisions du marché qui tablaient sur 49,9. Il s'agit de la première expansion de l'activité industrielle depuis 6 mois et du rythme le plus élevé depuis un an, dans le cadre des efforts continus de Pékin pour stimuler la reprise économique. Les nouvelles commandes domestiques et étrangères ont notamment augmenté. Toutefois, le marché de l'emploi a de nouveau reculé, avec des entreprises qui font preuve de prudence en matière d'embauche afin de tenter de maîtriser leurs coûts.

Panama : Fitch a abaissé sa note de crédit de BBB- à BB+ pour le pays avec perspective stable. Cette note plus basse reflète les inquiétudes concernant les difficultés budgétaires du pays, aggravées par la fermeture récente d'une importante mine de cuivre. Cette décision inattendue a déstabilisé les investisseurs et déclenché une forte vente des obligations panaméennes.

Indices de marché

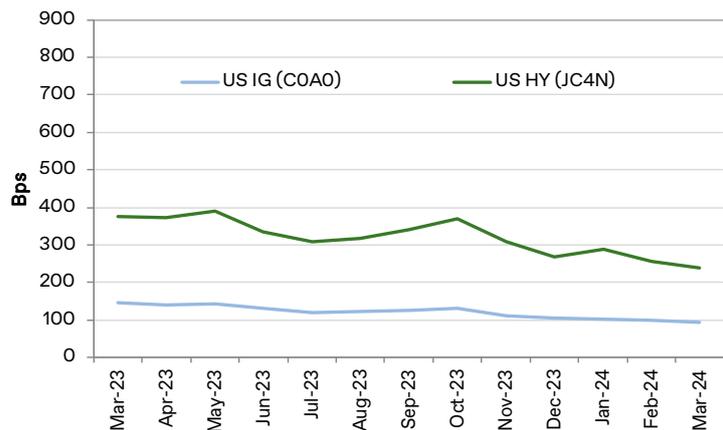
Indices (à fin mars)		Performance		Duration	Rendement
		MTD	YTD	DTW	YTW
Haut Rendement					
HE00	Haut Rendement Europe	0.44%	1.63%	2.95	6.40%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	1.18%	1.46%	3.56	7.69%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.65%	1.88%	2.80	5.97%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	1.15%	1.26%	3.63	7.02%
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	1.53%	4.70%	3.61	8.66%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	1.21%	0.40%	4.51	3.67%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	1.19%	-0.08%	6.75	5.36%
EMIC	Investment Grade Emergents	0.95%	0.58%	5.25	5.44%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	1.09%	-1.58%		2.30%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	0.72%	-1.32%		4.20%

Inflation (à fin mars)		Mars	Février	Janvier	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.40%	2.60%	2.80%	4.30%	6.90%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.20%	3.10%	3.70%	5.00%

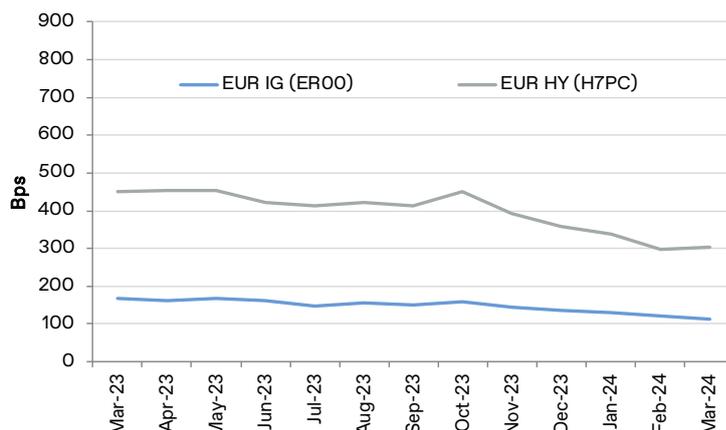
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 11/04/2024

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Mars	Février	Janvier	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	116	124	133	170
HE00	Haut Rendement Europe	377	366	395	489
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	316	310	351	458
ER30	Titres notés A Europe	103	112	119	146
ER40	Titres notés BBB Europe	135	144	154	201
HE10	Titres notés BB Europe	249	255	289	375
HE20	Titres notés B Europe	449	416	467	564
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	96	102	103	148
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	328	344	376	468
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	261	279	310	393
COA3	Titres notés A Etats-Unis	81	86	87	126
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	119	127	128	181
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	209	222	245	307
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	330	353	385	506
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	113	120	137	179
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	435	455	534	750
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	89	92	108	128
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	153	165	186	252
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	303	308	355	456
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	431	457	525	702

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

