

Corporate Credit Monthly Update

Septembre 2022

Europe

Dans la zone Euro, le pessimisme concernant la situation énergétique prédomine, avec une grande incertitude liée au gaz. Bien qu'une crise gazière immédiate ait été évitée, le resserrement de l'approvisionnement frappe les économies européennes. De surcroît, l'inflation s'est accélérée à un rythme record, à 9,1% en août, tandis que l'indice de confiance des consommateurs est à son plus bas niveau depuis l'introduction de la collecte de cette donnée dans les années 1980. La faiblesse de l'euro vient s'ajouter aux problématiques de la zone. La devise européenne a décroché sous la parité avec le dollar et a atteint son plus bas niveau en 20 ans. La proximité de l'Europe avec le front ukrainien, la flambée du prix de l'électricité et le ralentissement de l'économie chinoise, sur laquelle sont exposées notamment les entreprises allemandes, ont conduit à une plus grande volatilité sur les marchés. A ces facteurs s'ajoutent une politique monétaire moins généreuse et des élections générales à haut risque en Italie, prévues pour fin septembre, suite à la crise gouvernementale.

Dans ce contexte, les marchés obligataires européens ont connu l'un des pires mois de leur histoire. Les obligations d'Etat ont connu une chute atteignant jusqu'à -5% au cours du mois. Le rendement du Bund allemand à 10 ans a franchi le niveau de 1,50%. Il clôture le mois à 1,54%, en hausse de 73 points de base par rapport au mois précédent. Sur le crédit corporate, les obligations Investment Grade ont connu elles aussi une chute de près de -5%, sous-performant par rapport au segment du Haut Rendement (-1.25%), ce dernier bénéficiant de sa bien moindre sensibilité au taux. Les investisseurs demeurent dans la crainte d'une hausse agressive des taux de la part de la BCE, alors que les perspectives économiques de la zone Euro s'assombrissent. Le rendement de l'indice corporate européen termine le mois en hausse, à 6,83%.

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a réaffirmé lors du symposium des banquiers centraux de Jackson Hole la nécessité d'un resserrement de sa politique monétaire. L'objectif reste de remettre sous contrôle l'inflation, en prenant le risque de précipiter l'économie américaine en récession. Les chiffres de l'inflation ont bien montré des signes d'inflexion. Cependant la lutte est loin d'être terminée et cela devrait demeurer le principal sujet de préoccupation. L'amplitude d'une probable récession est difficile à prévoir, compte tenu de la vigueur actuelle du marché du travail et des bénéfices des entreprises qui continuent à dépasser les attentes. Les prix des matières premières ont globalement reculé au cours du mois d'août. Le pétrole brut Brent a notamment baissé de 12% au cours du mois. La majeure partie de cette baisse a eu lieu après le symposium.

Les marchés obligataires américains ont subi de fortes pressions pendant presque tout le mois d'août. Le rendement du Bon du Trésor à 10 ans a connu une hausse spectaculaire de 54 points de base, et clôture à 3,19%. La courbe des rendements cependant demeure inversée, les bons du Trésor à 2 ans rapportant plus que ceux à 10 ans. Cette remontée des rendements a renforcé le dollar américain. L'euro et le yen ont reculé à des niveaux jamais vus depuis plus de 20 ans. Dans le sillage des obligations d'Etat, les obligations d'entreprises Investment Grade et Haut Rendement ont également fortement chuté en août. Les volumes de nouvelles émissions sont restés faibles. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit à 7,59% en fin de mois.

Etats-Unis

Emergents

Les marchés émergents ont été impacté par la chute de l'activité commerciale dans les économies développées, témoin d'un ralentissement de la croissance économique mondiale. La hausse des prix a affaibli la demande des consommateurs et la guerre en Ukraine a perturbé les chaînes d'approvisionnement au niveau global. A contre-courant des autres grandes économies, la Chine a encore assoupli sa politique monétaire afin de faire face à ce ralentissement. L'économie chinoise reste sous pression en raison de la stratégie zéro-Covid du gouvernement, des difficultés du secteur immobilier et des pénuries d'électricité dans les centres manufacturiers. Cette situation augmente le risque de nouvelles sorties de capitaux et d'une dépréciation du yuan. Sur le plan des relations internationales, les tensions entre la Chine et les Etats-Unis ont connu un pic suite à la visite à Taiwan de Mme Pelosi.

Les marchés obligataires des pays émergents ont connu un bon départ au mois d'août avec un resserrement des spreads. Ce mouvement a été suivi d'un repli partiel dans la deuxième partie du mois, mais moins important que chez leurs homologues des marchés développés. Le segment du Haut Rendement a connu une progression plus importante que les obligations notées Investment Grade et a été l'un des rares segments à afficher une performance positive en août. Les obligations à Haut Rendement chinoises libellées en dollars se sont redressées sur le mois, après l'annonce du soutien du gouvernement au secteur immobilier en crise. Les valorisations demeurent attractives sur les différents segments du marché du crédit émergent. Les taux de défauts devraient rester inférieurs aux moyennes historiques. Le rendement de l'indice corporate émergent s'établit en fin de mois à 12,11%.

Date de rédaction : 07/09/2022

Ellaktor (EU)

Ellaktor, plus grand groupe d'infrastructure en Grèce, a publié de solides résultats pour le 1^{er} semestre 2022, avec une croissance à deux chiffres du chiffre d'affaires et de l'EBITDA. La génération de trésorerie a également été robuste, à environ 59 millions d'euros, contre 16 millions l'année précédente. La dette nette s'élève à 606 millions d'euros, en baisse par rapport à l'exercice 2021. En août, la société a également confirmé la vente de 75% de ses activités dans le domaine des énergies renouvelables à Motor Oil. Le produit de cette opération sera utilisé pour le remboursement de la dette. Il constituera notamment la principale source de fonds pour le rachat des 670 millions d'euros d'obligations 6,375% à échéance 2024 émises par Ellaktor.

Varex (US)

Varex, leader dans l'innovation, la conception et la fabrication de composants d'imagerie par rayons X pour l'imagerie médicale et les applications industrielles, a annoncé des résultats solides au 3^e trimestre 2022. Le chiffre d'affaires global a augmenté de 2% par rapport au 3^e trimestre de l'exercice 2021. Le segment médical est stable et le segment industriel en hausse de 8%. Au cours des neuf mois se terminant en juillet 2022, Varex a augmenté son chiffre d'affaires de 6% et sa marge d'EBITDA ajusté est passée à 16,6%, contre 15,8% l'année précédente. Pour l'exercice 2023, la direction s'attend désormais à ce que ce chiffre d'affaires atteignent 853 millions de dollars, soit une augmentation de 4,3% par rapport à 2022. Malgré une accumulation importante de stocks depuis le début de l'exercice 2023, la société devrait afficher un flux de trésorerie positif pour l'ensemble de l'année, et son levier net, actuellement à 2,3x l'EBITDA, devrait rester inférieur aux niveaux d'avant Covid-19.

KIO Networks (EM)

KIO Networks, société mexicaine de services informatiques, a enregistré de faibles résultats au 1^{er} trimestre 2022, avec un chiffre d'affaires en hausse de 6% par rapport au trimestre précédent, mais un EBITDA en baisse de 7%. Toutefois, la société s'attend à ce que l'EBITDA s'améliore sur le reste de l'année 2022 et que celui de l'exercice 2022 augmente de 21% par rapport à celui de 2021. Ceci, associé à de nouvelles contributions des actionnaires de 30 à 40 millions USD pour financer l'expansion des centres de données, devrait porter l'effet de levier net à 3,8x d'ici la fin de l'année. Depuis l'acquisition de KIO Networks en décembre 2021, I Squared Capital a injecté environ 190 millions de dollars.

Emissions primaires significatives

Europe

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

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Ford Motor Co	6.1%	2032	\$1.75Bn	BB+
Royal Caribbean Cruises	11.625%	2027	\$1.25Bn	B

Emergents

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

Date de rédaction : 07/09/2022

Publications de notation

Carnival	Moody's	↓	B2
OI European	Moody's	↑	Ba3
Stellantis	Moody's	↑	Baa2

Zone Euro : l'indicateur du climat économique est descendu à -54,9 en août, contre -51,1 le mois précédent. Il s'agit de la plus faible valeur depuis novembre 2011. Les perspectives économiques continuent à se dégrader, dans le contexte actuel de crise énergétique et de relèvement des taux de la BCE. En outre, l'activité commerciale dans la zone euro s'est contractée en août. L'Allemagne enregistre la plus forte baisse de production depuis juin 2020. Par ailleurs, l'inflation a atteint un nouveau sommet, à 9,1%.

Allemagne : les dernières données macroéconomiques montrent que la confiance des investisseurs a atteint en août son plus bas niveau depuis octobre 2008. Les coûts élevés de l'énergie pèsent sur les perspectives. L'Allemagne s'attend à devoir réduire d'un cinquième sa consommation de gaz pour éviter le rationnement cet hiver.

Royaume-Uni : l'inflation est passée au-dessus de 10%, son niveau le plus élevé depuis 1982. L'alimentation, les boissons non alcoolisées et les transports ont contribué le plus à ce renforcement. Ce taux d'inflation est le plus élevé des pays développés et laisse présager une tendance analogue pour la zone euro.

Etats-Unis : l'indice du marché du logement a continué à baisser pour le huitième mois consécutif, pour atteindre 49 en août, la lecture la plus basse depuis mai 2020 et bien en dessous des prévisions du marché de 55. Le resserrement de la politique monétaire de la Fed et la persistance de coûts de construction élevés ont provoqué une récession dans ce secteur. Le volume total des mises en chantier de logements affichera vraisemblablement une baisse en 2022, la première de ce type depuis 2011.

Chine : les derniers chiffres ont mis en évidence la difficulté de la reprise économique dans le pays, en raison de la pandémie (politique zéro-Covid), des fortes températures et de plusieurs autres facteurs défavorables. L'activité manufacturière s'est de nouveau contractée en août et celle des services a atteint son plus bas niveau depuis trois mois.

Brésil : l'indice de confiance des consommateurs a augmenté de 4,1 points par rapport au mois dernier pour atteindre 83,6 en août, son niveau le plus haut depuis janvier 2020. Cette hausse reflète l'amélioration des conditions économiques et les perspectives plus encourageantes pour les prochains mois. La reprise sur le marché du travail et la décélération de l'inflation favorisent les dépenses des ménages, notamment pour les classes supérieures. Néanmoins, l'environnement politique demeure une préoccupation pour les mois à venir.

Turquie : la banque centrale a abaissé de manière inattendue son taux d'intérêt de 100 points de base, pour le ramener à 13%, lors de sa réunion du mois d'août. Cette décision a surpris les marchés, qui s'attendaient à ce que les taux restent stables, dans un contexte d'inflation de près de 80%. La banque centrale cherche ainsi à assouplir sa politique monétaire pour stimuler la croissance économique, avant les élections de l'année prochaine.

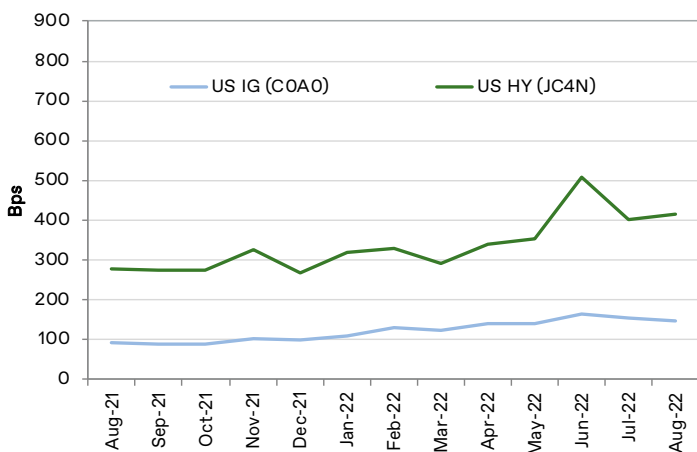
Indices de marché

Indices (à fin août)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	-1.25%	-11.92%	3.41	6.92%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-2.43%	-11.01%	4.49	8.25%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-1.25%	-11.39%	3.31	6.83%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-2.78%	-10.68%	4.60	7.59%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	1.67%	-19.43%	3.81	12.11%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	-4.25%	-12.01%	4.74	3.28%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-2.66%	-13.75%	7.19	4.85%	
EMIC	Investment Grade Emergents	-0.78%	-13.12%	5.44	4.94%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-5.58%	-12.27%		1.54%	
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-3.72%	-11.19%		3.19%	
Inflation (à fin août)						
Inflation réalisée		Août	Juillet	Juin	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	9.10%	8.90%	8.60%	5.90%	3.00%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		8.50%	9.10%	7.90%	5.30%

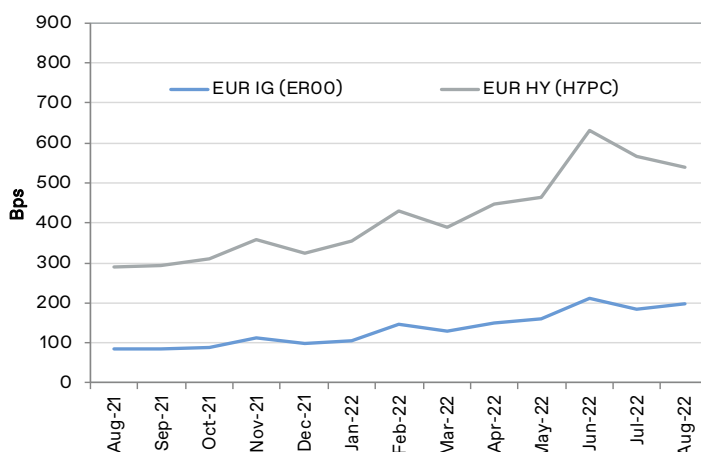
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 07/09/2022

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Août	Juillet	Juin	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	195	181	205	85
HE00	Haut Rendement Europe	556	580	636	312
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	533	561	617	298
ER30	Titres notés A Europe	167	150	174	73
ER40	Titres notés BBB Europe	230	220	244	99
HE10	Titres notés BB Europe	447	462	511	240
HE20	Titres notés B Europe	707	752	815	418
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	149	154	163	88
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	492	480	575	326
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	427	420	515	292
COA3	Titres notés A Etats-Unis	119	123	130	68
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	187	193	205	110
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	359	339	426	235
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	535	551	654	387
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	170	210	196	134
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	885	909	928	606
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	120	134	130	102
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	239	305	281	174
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	561	559	565	347
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	953	1093	1075	709

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

