

Corporate Credit Monthly Update

Mars 2023

Europe

Dans la zone Euro, l'inflation ne diminue pas aussi rapidement qu'espéré. Les chiffres de l'inflation de base ont notamment été plus élevés que prévu en février en Allemagne, en France et en Espagne. En outre, l'activité économique montre des signes de reprise en ce début d'année. La BCE devrait en conséquence continuer à augmenter ses taux d'intérêt et à maintenir son ton restrictif. Le marché du travail reste tendu. Les entreprises de services, en particulier, ont du mal à embaucher et à conserver leur personnel. Le taux de chômage européen de 6,7% peut sembler élevé en comparaison à celui outre-Atlantique, mais il n'a jamais été aussi bas depuis la création de l'euro. Les indices PMI de la zone Euro et du Royaume-Uni se sont améliorés dans tous les domaines, avec en tête les services, en zone d'expansion au-dessus de 50. Fait notable, l'industrie manufacturière au Royaume-Uni est de retour sur une tendance positive. La chute des prix de l'énergie a particulièrement contribué à cette amélioration. Les prix du gaz s'établissent désormais bien en deçà de leurs niveaux pré-invasion de l'Ukraine par la Russie.

Après un mois de janvier positif, le retour de l'aversion au risque a impacté les marchés financiers en février. Les actions et les obligations ont cédé du terrain et la volatilité a refait surface. Le Haut Rendement européen est un des rares segments à être resté quasiment inchangé par rapport au mois précédent, surperformant tous les autres. Sur le mois, le rendement du Bund allemand à 10 ans a atteint de nouveaux sommets. Il clôture à fin février en hausse de 37 points de base à 2,65%. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 7,09%.

Aux Etats-Unis, des données macroéconomiques meilleures que prévu ont renforcé les anticipations de resserrement plus important de la Fed de sa politique monétaire, afin de parvenir à maîtriser l'inflation. Bien que moins agressive que l'année dernière, la banque centrale maintient sa position de lutte contre l'inflation. Le marché du travail américain demeure résilient, avec une croissance de l'emploi nettement supérieure aux attentes et un taux de chômage qui est tombé à 3,4%, au plus bas depuis plus de cinquante ans. L'impact des hausses de taux n'a donc pas encore été pleinement ressenti par l'économie. Les marchés anticipaient des baisses de taux au cours du 2nd semestre de l'année, mais cette expectative a largement disparu, avec de moins en moins de probabilité d'un pivot avant la fin de l'année. L'hypothèse est désormais que la Fed portera ses taux à un niveau plus élevé, et les maintiendra pendant plus longtemps que prévu. Le taux maximum anticipé est passé de 4,9% le mois dernier à 5,4% en février. Le dollar s'est renforcé après quatre mois de baisse, tandis que le prix de l'or a reculé. Ce mois de février a également été marqué par la publication des résultats du 4^e trimestre 2022. Plus de 96% des entreprises de l'indice S&P500 ont publié leurs résultats, certes nuancés, mais avec de bonnes surprises par rapport au consensus.

Sur les marchés obligataires, des données macroéconomiques plus solides et des tendances inflationnistes plus soutenues que prévu ont entraîné une forte hausse des rendements des bons du Trésor américain en février. Cette hausse a été plus importante sur les taux courts, avec une nouvelle accentuation de l'inversion de la courbe des rendements. Le rendement du 10 ans s'est consolidé autour de 4%, son niveau le plus élevé en trois mois. Il finit le mois à 3,92%, en progression de 41 points de base. La volatilité des taux est donc repartie à la hausse et reste un thème majeur pour 2023, même si le pic de volatilité semble passé. Les spreads des obligations Investment Grade se sont élargis en février, ce qui met fin à une série de cinq mois de resserrement. Le Haut Rendement a mieux résisté, avec des corrections plus faibles. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,93%.

Etats-Unis

Emergents

Dans le reste du monde, tous les regards se sont tournés vers la Chine, non seulement pour son importance au niveau des marchés émergents, mais aussi pour l'impact potentiel de ses récents changements de politique sur l'ensemble de l'économie mondiale. Les tensions entre les États-Unis et la Chine au sujet de ballons espions abattus au-dessus de l'Amérique du Nord ont cependant freiné tout mouvement euphorique des investisseurs suite à la réouverture du pays. Elles renforcent au contraire la nécessité pour les entreprises dépendantes de la production chinoise de diversifier leurs chaînes d'approvisionnement. Par ailleurs, les rumeurs selon lesquelles la Chine pourrait fournir de l'armement à la Russie ont contribué à la défiance entre les deux puissances.

Les marchés mondiaux du crédit sont restés dépendants des données macroéconomiques. Les indicateurs d'inflation continuent d'influer sur les prévisions de hausse des taux, aux États-Unis et en Europe, mais aussi dans les pays émergents. Les spreads des obligations à Haut Rendement des pays émergents se sont considérablement élargis au cours du mois. Cet écart continue de protéger les investisseurs contre la hausse des courbes de rendement des obligations souveraines. Pour les obligations Investment Grade, la durée plus longue et les spreads plus faibles n'offrent pas la même protection. Les fondamentaux solides des entreprises soutiennent actuellement les marchés du crédit, dans un environnement où de nombreuses incertitudes et la crainte d'une récession globale persistent. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 10,97%.

Date de rédaction : 10/03/2023

Wienerberger (EU)

Wienerberger, l'entreprise autrichienne de matériaux de construction, a enregistré d'excellents résultats pour le 4^{ème} trimestre 2022. Le chiffre d'affaires a augmenté de 5,1% en glissement annuel pour atteindre 1,1 milliard d'euros, soutenu par une croissance organique d'environ 3%. Celle-ci est principalement due à des hausses de prix, qui ont compensé une certaine pression sur les volumes. L'EBITDA a augmenté de 10,4% à 201 millions d'euros. La marge a augmenté de 86 points de base pour atteindre un niveau très élevé de 17,8% pour un 4^{ème} trimestre. L'expansion de la marge est principalement due au succès de la société dans la mise en œuvre de ces hausses de prix, qui ont dépassé l'inflation des coûts (15% pour l'exercice 2022). La performance du cash-flow a été robuste, avec un flux de trésorerie opérationnel disponible en hausse de 79% à 88 millions d'euros. Le profil de crédit s'est encore amélioré, avec un effet de levier net de 1,1x, en baisse de -0,6x en glissement annuel. La liquidité reste solide et devrait permettre au groupe de faire face au ralentissement attendu de la demande en 2023.

International Game Technology (US)

International Game Technology, leader américain des technologies de loterie et de jeux, a publié des résultats solides pour le 4^{ème} trimestre 2022, avec un chiffre d'affaires en hausse de 8% (hors effet devises), à 1,1 milliard de dollars. Ce chiffre dépasse les prévisions du management, qui étaient d'un milliard de dollars. L'EBITDA ajusté pour le trimestre a été de 149 millions de dollars, soit une croissance de 13% en glissement annuel, tandis que l'endettement net a atteint 3,1x, bien en deçà de la fourchette cible de la direction pour 2022 de 3,5-4,0x. Étant donné l'objectif du management qui vise à réduire davantage encore l'effet de levier pour atteindre la limite inférieure de son objectif à long terme (environ 2,5x) en 2023, le marché s'attend désormais à ce que les agences de notation relèvent leurs notes au cours des prochains trimestres. Fitch a d'ailleurs attribué pour la première fois une note Investment Grade à la société, avec une note BBB- pour toutes les obligations de premier rang non garanties.

Axtel (EM)

Axtel, la société informatique mexicaine, a publié des résultats mitigés pour le 4^{ème} trimestre 2022, en raison de la bonne performance du segment des services mais de la faible activité dans le domaine de l'infrastructure. L'EBITDA de l'exercice 2022 a été inférieur aux prévisions du management, à 3 milliards de pesos mexicains (contre 3,3 milliards), et a baissé de 21% en glissement annuel. Cependant, le FCF annuel de 697 millions de pesos est conforme aux prévisions faites lors des dernières conférences trimestrielles et les liquidités restent solides avec 1,54 milliard de pesos contre 168 millions de dette à court terme. En outre, Axtel a présenté des anticipations encourageantes pour 2023, avec un chiffre d'affaires qui devrait augmenter de 6% et un EBITDA de 10%, et a donné plus de détails sur la façon dont elle prévoit de gérer les échéances à venir. La société a récemment annoncé un prêt à terme de 100 millions de dollars sur 5 ans destiné à refinancer une partie des obligations 2024, et a l'intention de rembourser le solde à l'aide de dettes bancaires.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
IM Group	8.00%	2028	€265M	B
Nokia OYJ	4.375%	2031	€500M	Ba1

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Adient Global	7.00%	2028	\$500M	BB+
Albertsons Cos	6.50%	2028	\$750M	BB

Emergents

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Aucune nouvelle émission au mois de février				

Date de rédaction : 10/03/2023

Publications de notation

BUT	S&P	➔	B+
Coty	Moody's	➔	Ba3
Easyjet	S&P	➔	BBB
Europcar	S&P	➔	B+
Frenesius	S&P	➔	BBB-
Kraft Heinz	S&P	➔	BBB
Lottomatica	Moody's	➔	B1
Morrisons	Moody's	➔	B2
Nokia	Moody's	➔	Ba1
Renault	Fitch	➔	BB+

Zone Euro : l'activité commerciale a été meilleure que prévu en février. La croissance de la production de la zone s'est accélérée, pour atteindre son plus haut niveau depuis neuf mois, grâce aux améliorations sur les chaînes d'approvisionnement et au renforcement de la demande. Ces facteurs devraient inciter la BCE à continuer de relever ses taux d'intérêt.

BCE : la banque centrale a relevé ses taux d'intérêt de 50 points de base lors de sa réunion de février, les portant à leur niveau le plus élevé depuis fin 2008. Elle a annoncé une nouvelle hausse de même ampleur pour le mois de mars et réaffirmé son engagement à lutter contre l'inflation.

Allemagne : l'indice du climat des affaires a atteint en février son plus haut niveau en huit mois, à 91,1 points, après avoir été révisé à la baisse à 90,1 en janvier. Sur le plan sectoriel, la tendance sur le tourisme et l'hôtellerie s'est nettement améliorée, tandis que les perspectives en matière d'exportation sont légèrement en recul. La récession paraît cependant inévitable sur le front économique.

France : le taux d'inflation annuel a augmenté pour le 2^e mois consécutif, passant de 6% en janvier à 6,2% en février. Il dépasse ainsi les prévisions du marché qui tablaient sur 6,1%. L'inflation s'est accélérée pour les produits alimentaires, les services et les produits manufacturés. En revanche, elle a ralenti pour l'énergie. Sur une base mensuelle, l'IPC a augmenté de 0,9%, après une hausse de 0,4% en janvier.

Etats-Unis : l'économie a connu une expansion inférieure aux prévisions initiales sur le dernier trimestre de 2022, en raison d'une révision à la baisse des dépenses de consommation, qui représentent environ 70% de l'activité économique. Le PMI de Chicago pour l'activité manufacturière s'est contracté pour le 6^e mois consécutif en février.

Chine : l'indice PMI a bondi à un pic record de 56,4 en février, contre 52,9 le mois précédent. Cette embellie a été stimulée par la décision de Pékin, en décembre, de lever toutes les restrictions liées au Covid-19. L'activité industrielle a connu sa plus forte expansion depuis avril 2012, tandis que le secteur des services a progressé au rythme le plus rapide depuis 22 mois.

Turquie : la banque centrale a baissé son taux d'intérêt de 50 points de base, pour le porter à 8,5%, lors de sa réunion de février. Elle interrompt ainsi sa pause dans son cycle de réduction des taux, comme l'attendaient les marchés, afin d'assouplir davantage les conditions financières en réponse à la catastrophe sismique qui a frappé le pays. Il s'agit de la première baisse de taux depuis novembre, qui vient s'ajouter au précédent cycle d'assouplissement de 2021, responsable d'une crise de la lire, d'une flambée des prix à la consommation et d'un déséquilibre important du compte courant.

Brésil : l'indice de confiance des consommateurs a chuté pour le 2^e mois consécutif, à 84,5 en février, son plus bas niveau depuis août 2022. La situation financière des ménages s'est notamment dégradée. En outre, l'indicateur des attentes économiques a reculé de 0,9 point pour s'établir à 95,8, en raison de la baisse des intentions d'achat et de l'affaiblissement des perspectives économiques.

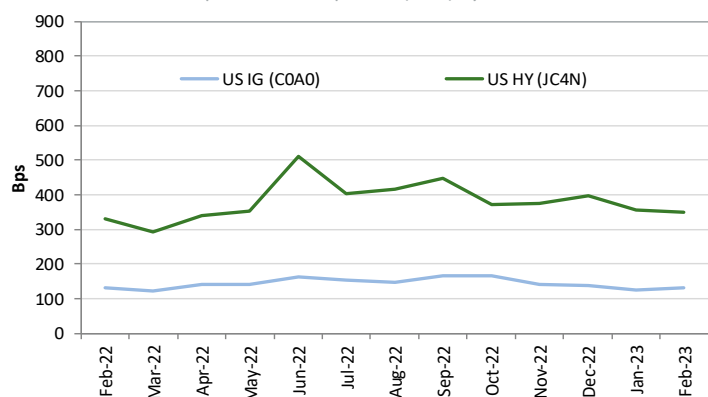
Indices de marché

Indices (à fin février)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	-0.17%	3.03%	3.19	7.26%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-1.31%	2.52%	4.15	8.60%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-0.06%	3.06%	3.08	7.09%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-1.48%	2.02%	4.24	7.93%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-2.34%	1.67%	3.55	10.97%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	-1.44%	0.54%	4.57	4.32%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-2.91%	0.86%	6.85	5.58%	
EMIC	Investment Grade Emergents	-1.57%	0.83%	5.22	5.78%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-2.72%	-0.63%		2.65%	
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-3.19%	-0.12%		3.92%	
Inflation (à fin février)						
Inflation réalisée		Février	Janvier	Décembre	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	8.50%	8.60%	9.20%	9.10%	5.90%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		6.40%	6.50%	8.30%	7.90%

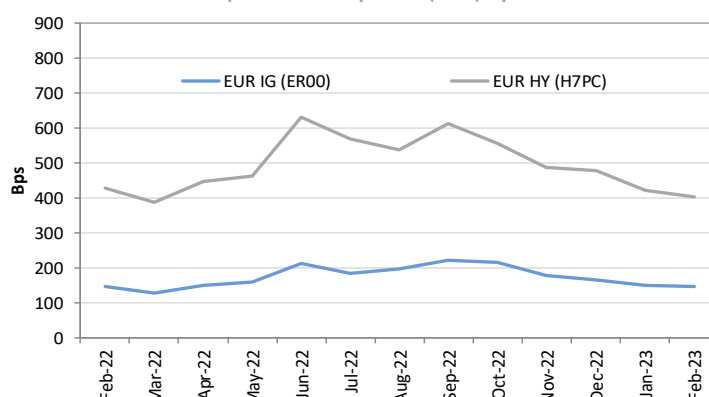
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 10/03/2023

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	148	153	167	146
HE00	Haut Rendement Europe	436	455	512	450
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	412	431	484	431
ER30	Titres notés A Europe	128	129	137	123
ER40	Titres notés BBB Europe	175	182	205	170
HE10	Titres notés BB Europe	331	340	389	358
HE20	Titres notés B Europe	507	537	609	586
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	132	127	141	128
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	430	436	485	389
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	365	371	408	353
COA3	Titres notés A Etats-Unis	109	104	117	100
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	164	158	174	160
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	296	295	322	298
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	451	468	523	436
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	151	161	168	206
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	662	636	708	863
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	111	119	121	118
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	211	219	236	308
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	388	373	414	497
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	616	645	755	1218

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

