

Corporate Credit Monthly Update

Septembre 2023

Europe

L'Europe reste confrontée à un mix défavorable entre faible croissance et pressions inflationnistes persistantes. Une situation à deux vitesses se dessine cependant. Des pays comme la France et l'Espagne bénéficient d'une reprise, alors que la plus grande économie de la zone, l'Allemagne, se trouve en récession. Divers indicateurs de sentiment et du climat économique ont continué à baisser, faisant craindre un ralentissement global plus profond. Le secteur des services allemand s'est contracté pour la première fois cette année. En France, celui-ci a reculé davantage que prévu. Dans le même temps, les données sur l'inflation ont déçu. Elles affichent un affaiblissement plus lent qu'anticipé par les marchés. Malgré l'absence de réunions majeures des banques centrales en août, le mois a été chargé sur le plan des politiques monétaires. Tant la BCE que la Fed ont laissé entendre que la priorité était donnée à la poursuite de la hausse des taux d'intérêt, plutôt qu'à la croissance économique.

Après un mois de juillet favorable, le mois d'août s'est avéré plus contrasté pour les marchés financiers européens, reflétant l'incertitude persistante au niveau macro-économique. Sur le crédit, les hausses successives de taux d'intérêt, la faible volatilité des spreads et le ralentissement estival de l'activité ont quelque peu pesé sur la performance. L'activité sur le marché primaire a en outre été limitée. Malgré cet environnement, les obligations d'entreprises sont tout de même restées en territoire positif en août. Les spreads de crédit se sont légèrement élargis au cours du mois sur l'ensemble des segments de notation, alors que les rendements des obligations d'Etat demeuraient relativement stables. Le Bund allemand à 10 ans clôture le mois à 2,46%, en baisse de 3 points de base par rapport au mois précédent. Les rendements élevés du marché obligataire corporate continuent d'offrir une bonne protection contre la volatilité des taux d'intérêt. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 7,24%.

Aux États-Unis, l'inflation continue de jouer un rôle prépondérant. La légère augmentation constatée le mois dernier, avec notamment une hausse modérée de l'inflation de base, a surpris les marchés. Face à cette persistance, la Fed pourrait décider de maintenir ses taux d'intérêt à des niveaux plus élevés que prévu. L'économie américaine reste cependant solide. Le marché du travail montre quelques signes de détente, sans toutefois s'effondrer. Le marché du logement connaît quant à lui un ralentissement très marqué. Les demandes de prêts hypothécaires sont tombées à leur niveau le plus bas depuis décembre 1996. Les prix du pétrole ont augmenté de plus de 2% au mois d'août, tandis que le dollar s'est renforcé par rapport aux principales devises étrangères. La période de publication des résultats du 2^e trimestre a mis en lumière la résilience des entreprises, avec le maintien d'une bonne rentabilité. Beaucoup de bénéficiaires ont dépassé les prévisions.

Les marchés américains se sont repliés au mois d'août, alors que le ton de la Fed demeure restrictif. Les investisseurs essaient toujours de déterminer qu'elles seront les prochaines décisions de politique monétaire. Sur l'obligataire, le mois a été marqué par une hausse des rendements des bons du Trésor. Le rendement du 10 ans américain a atteint au cours du mois son plus haut niveau en 15 ans, à 4,34%, et termine en hausse de 15 points de base, à 4,11%. La courbe des rendements à 2 et 10 ans reste inversée (-76 points de base) mais l'écart s'est resserré de 20 points par rapport au mois de juillet. Fait notable, les obligations à Haut Rendement ont connu une performance positive et ont considérablement surperformé celles du segment Investment Grade, alors que ces dernières évoluaient en terrain négatif (-0,68%). Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,80%.

Etats-Unis

Emergents

Sur les marchés émergents, les banques centrales ont désormais une longueur d'avance par rapport à leurs consœurs des pays développés. La Chine, le Brésil, le Viêt-Nam et le Chili ont déjà commencé à détendre leur politique monétaire. L'inflation a poursuivi sa tendance à la baisse dans de nombreux pays émergents, bien qu'à des rythmes différents. La croissance et le redressement de l'économie chinoise restent des sujets brûlants, avec un rebond qui se fait toujours attendre. Le gouvernement chinois a redoublé d'efforts pour relancer le secteur immobilier et soutenir une économie en perte de vitesse. La Chine a également réduit le droit de timbre lié aux transactions boursières de 50% afin de stimuler les échanges. Six nouveaux pays s'apprentent à rejoindre les BRICS dès janvier 2024, ce qui va permettre au groupe de pays émergents ainsi formé de gagner en influence dans le monde.

Après une belle performance le mois précédent, les marchés émergents ont abandonné la plupart de leurs gains en août. Les obligations d'entreprises ont elles aussi connu un mois négatif. Les spreads de crédit se sont resserrés sur le segment Haut Rendement, alors qu'ils se sont élargis sur Investment Grade. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 10,49%.

Date de rédaction : 07/09/2023

Standard Profil (EU)

Standard Profil, le deuxième plus grand fabricant de systèmes d'étanchéité pour les automobiles en Europe, a enregistré une nouvelle série de bons résultats avec des revenus et un EBITDA en croissance significative par rapport à l'année précédente, grâce à des compensations de prix et à de meilleurs volumes. L'augmentation de l'EBITDA, les flux de trésorerie disponibles positifs et la contribution des actionnaires ont conduit à une diminution de 1x de l'effet de levier net par rapport au trimestre précédent. Celui-ci s'établit désormais à 4x. Soutenue par cette bonne dynamique, la société a légèrement relevé ses prévisions pour l'exercice 2023, tandis que le niveau de liquidités reste adéquat.

Fage International (US)

Fage International, producteur américain de yaourts grecs, a publié de solides résultats à la fois pour le 2^e trimestre et le 1^{er} semestre 2023. Le chiffre des ventes a augmenté de 10,6% par rapport à l'année dernière, principalement grâce à la politique de prix de la société. Le résultat d'exploitation a plus que doublé pour atteindre 21,9% au 1^{er} semestre 2023, le prix du lait ayant diminué de 21% dans le même temps. L'effet de levier net atteint 1,5x à la fin juin. Moody's prévoit que cet effet de levier se maintienne à un niveau aussi bas au cours des deux ou trois prochaines années. Cet ensemble de résultats positifs a incité l'agence à relever sa notation sur les obligations senior non garanties Fage 2026, de B1 à Ba3. Fin août, Fage a racheté une partie de sa SUN (Super Upside Note) à un prix légèrement inférieur au pair, ce qui ramène l'encours des obligations en circulation de la société à 180 millions de dollars.

Georgia Capital (EM)

Georgia Capital, conglomérat géorgien actif dans les domaines de la finance, de la santé, de l'hôtellerie et des services publics, a annoncé le refinancement anticipé de ses obligations en dollars, arrivant à échéance l'année prochaine. La société a eu recours à une combinaison de prêts bancaires et d'émissions d'obligations domestiques pour refinancer ses obligations senior non garanties 2024 pour un montant de 365 millions de dollars. Au cours du 1^{er} semestre 2023, la société a enregistré une amélioration de ses résultats grâce à l'afflux continu de migrants dans le pays (en particulier des Russes) et à l'amélioration de la rentabilité du segment des soins de santé, avec la normalisation de l'activité post-Covid. L'émetteur reste présent sur le marché obligataire international en dollars avec des titres émis par ses filiales, Georgian Renewable Power et Georgia Real Estate.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Engie	3.77%	2027	€500M	BBB+
Eurofins	4.76%	2030	€600M	Baa3

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Channel Outdoor	9.00%	2028	\$750M	B
Tenneco Inc	9.41%	2028	\$1.9Bn	B

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Continuum Energy	9.50%	2027	\$435M	B+

Date de rédaction : 07/09/2023

Publications de notation

Abbvie	Moody's	➔	A3
AstraZeneca	Moody's	➔	A2
Netflix	S&P	➔	BBB+
Nexi	Moody's	➔	Ba1
Relx	Moody's	➔	A3
Renault	Moody's	➔	Ba1
Rolls-Royce	Moody's	➔	Ba2
STMicroelectronics	Fitch	➔	BBB+

Zone Euro : l'activité des services s'est contractée pour la première fois depuis fin 2022, sur fond de détérioration des conditions de la demande. Le PMI des services a baissé à 48,3 en août, contre 50,9 le mois précédent, avec un repli particulièrement marqué en Allemagne. Dans le même temps, les embauches ont quasiment stagné dans ce secteur et ont connu leur plus faible croissance depuis février 2021.

Allemagne : l'indicateur du climat de la consommation a chuté à -25,5 pour le mois de septembre, contre un chiffre révisé de -24,6 pour le mois d'août. Il s'agit de la valeur la plus basse depuis mai, avec une inflation persistante qui continue de peser sur les ménages. Les salaires ont cependant augmenté à un rythme annuel record de 6,6% au 2^e trimestre, donnant un coup de pouce au pouvoir d'achat, tout en alimentant les craintes qu'une hausse des coûts de main d'œuvre ne participe au maintien d'une inflation élevée.

Autriche : Fitch a confirmé sa note à AA+, tout en modifiant sa perspective de « négative » à « stable ». L'agence cite notamment la diminution des risques d'approvisionnement en énergie et rappelle que l'Autriche reste l'un des rares pays de l'UE à recevoir encore une part importante de gaz russe. Celle-ci représente en moyenne près de 60% des importations mensuelles au cours du 1^{er} semestre de l'année 2023.

Etats-Unis : l'économie a connu une croissance annualisée de 2,1% au cours du 2^e trimestre, révisée par rapport au chiffre préliminaire de 2,4% et relativement stable par rapport à l'expansion de 2% du 1^{er} trimestre. Cette croissance a été soutenue par la vigueur du marché du travail, qui a favorisé les dépenses de consommation.

Chine : l'activité manufacturière s'est contractée pour le cinquième mois consécutif. Témoin de ces difficultés, l'indice officiel des directeurs d'achat demeure sous le seuil des 50 points qui sépare la contraction de l'expansion. Malgré différentes mesures de relance, les autorités chinoises restent sous pression pour apporter un soutien plus marqué à l'activité économique.

Brésil : le recul de l'inflation devrait permettre à la banque centrale de conserver son ton conciliant. Les données de juillet sur les prix de base et ceux des services indiquent une tendance constante à la désinflation. La banque centrale a réduit ses taux de 50 points de base au mois d'août, ramenant son taux d'intérêt à 13,25%, et a annoncé d'autres baisses à venir d'ici la fin de l'année.

Inde : l'inflation a atteint 7,4% en juillet, après s'être établie à 4,9% en juin. Il s'agit du taux d'inflation le plus élevé depuis avril 2022. L'inflation de base a cependant continué à se modérer, reculant de 30 points de base par rapport au mois précédent.

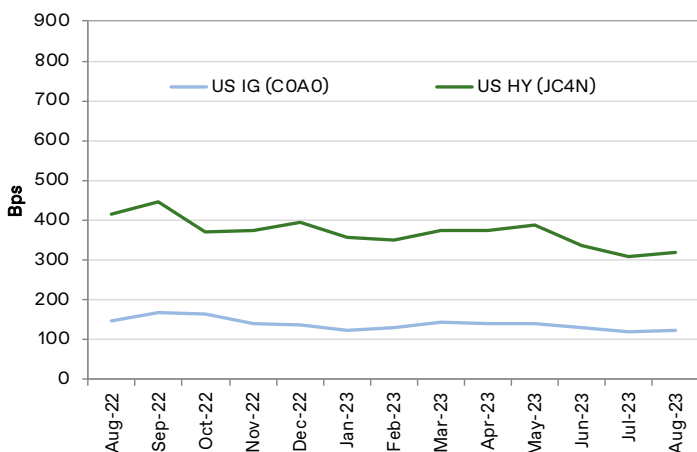
Indices de marché

Indices (à fin août)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	0.25%	5.77%	3.05	7.37%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	0.29%	7.16%	3.87	8.42%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.19%	6.37%	2.95	7.24%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.19%	6.37%	3.95	7.80%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-0.69%	2.73%	3.53	10.49%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	0.16%	3.23%	4.46	4.24%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-0.68%	2.97%	6.75	5.67%	
EMIC	Investment Grade Emergents	-0.78%	2.60%	5.20	5.94%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.47%	2.24%		2.46%	
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-0.74%	0.27%		4.11%	
Inflation (à fin août)						
Inflation réalisée		Août	Juillet	Juin	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	5.30%	5.30%	5.50%	8.50%	9.10%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.20%	3.00%	6.00%	8.30%

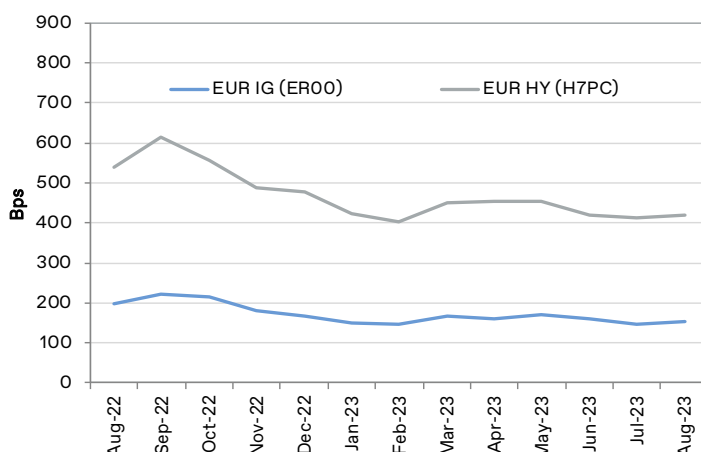
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 07/09/2023

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	158	150	164	195
HE00	Haut Rendement Europe	462	451	464	556
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	431	426	440	533
ER30	Titres notés A Europe	139	132	145	167
ER40	Titres notés BBB Europe	185	176	193	230
HE10	Titres notés BB Europe	357	346	365	447
HE20	Titres notés B Europe	526	528	539	707
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	124	121	134	149
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	398	395	422	492
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	337	331	356	427
COA3	Titres notés A Etats-Unis	105	102	113	119
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	154	151	165	187
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	275	265	285	359
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	418	419	448	535
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	156	145	154	170
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	608	615	672	885
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	113	109	114	120
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	225	204	215	239
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	365	369	392	561
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	694	652	694	953

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

