

# Corporate Credit Monthly Update

## Novembre 2023

### Europe

En Europe, les indicateurs macroéconomiques ont continué de refléter la faiblesse de la zone Euro, notamment en Allemagne et en France. L'économie a encore ralenti en ce début de 4<sup>e</sup> trimestre, avec un indice PMI à son plus bas niveau depuis près de trois ans. Cette situation contraste avec la résilience des Etats-Unis. Le marché de l'emploi cependant résiste bien. L'inflation a ralenti à 2,9%, reflétant l'atténuation des pressions sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Les économistes anticipaient un chiffre à 3,1%. Cette donnée constitue donc une bonne nouvelle et a incité la BCE à suspendre temporairement la hausse de ses taux d'intérêt. L'euro est ressorti à la baisse face aux autres devises. Le mois d'octobre a également été marqué par une forte augmentation des risques géopolitiques en raison du conflit entre Israël et le Hamas dans la bande de Gaza.

Dans ce contexte de croissance en berne et de baisse de l'inflation, les rendements souverains européens sont restés relativement stables au cours du mois. Le Bund allemand à 10 ans finit le mois à 2,80%, en baisse de 4 points de base par rapport au mois précédent. Sur le crédit corporate, les marchés européens ont connu des performances mitigées, avec un élargissement des spreads de crédit sur l'ensemble des segments de notation. Seul le segment Investment Grade a clôturé en territoire positif, à +0,41%. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 7,67%.

Aux Etats-Unis, les indices PMI ont dépassé les attentes, signe que l'économie est restée robuste en octobre. Les dépenses de consommation en particulier font preuve d'une résilience remarquable face au resserrement monétaire de la Fed. Le marché du travail montre quelques signes de relâchement progressif mais reste robuste. Le marché du logement est lui toujours sous pression avec l'envolée des taux de ces derniers mois. Dans ce contexte, la Fed a décidé début novembre de maintenir ses taux directeurs inchangés. La volatilité des marchés pétroliers a fortement augmenté en octobre sur fond de conflit au Moyen-Orient. Le prix du Brent a augmenté initialement de 7,5% avant de corriger de quasiment -9%. Les événements dans la bande de Gaza ont un impact sur le sentiment économique mondial en raison de la possibilité d'une nouvelle escalade et d'une implication des États-Unis ou d'autres pays producteurs de pétrole tels que l'Iran. Grâce à la bonne résistance de l'économie, le dollar américain a progressé face aux autres devises mondiales. La demande pour les valeurs refuges a également apporté du soutien au billet vert. Au niveau des entreprises, les bénéfices du 3<sup>e</sup> trimestre sont ressortis supérieurs aux attentes.

En octobre, les performances des différentes classes d'actifs ont été négatives aux Etats-Unis pour le troisième mois consécutif. Les marchés du crédit ont notamment subi des pertes, principalement en raison de la hausse des taux pour les échéances les plus longues. Le rendement du 10 ans américain a augmenté de 36 points de base pour terminer le mois à 4,93%. Il a atteint un pic de cycle de 5,02% au cours du mois, niveau qu'il n'avait pas connu depuis 2007. La courbe des rendements à 2 et 10 ans est restée inversée pour le seizième mois consécutif. Cependant l'écart en fin de mois n'était plus que de -16 points de base, son niveau le plus faible depuis septembre 2022. Sur les marchés du crédit, les spreads se sont élargis et le segment Investment Grade est celui qui a le plus souffert en raison de sa plus grande sensibilité aux taux d'intérêt (-1,82%). L'activité sur le marché primaire a par ailleurs considérablement ralenti. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 8,76%.

### Etats-Unis

### Emergents

Dans les pays émergents, l'inflation se modère, notamment celle de base, et semble avoir dépassé ses sommets. Cela est en partie dû au ralentissement des économies des marchés développés. Cependant les matières premières comportent un risque important de retour à la hausse, en particulier pour les pays les plus vulnérables aux fluctuations des prix des denrées alimentaires et de l'énergie. L'économie chinoise inquiète toujours, avec une baisse de l'indice PMI et des ventes de logements, malgré les mesures de relance du gouvernement.

Face à l'ensemble des vents contraires, de l'incertitude géopolitique au ralentissement économique mondial, les marchés financiers émergents ont entamé le 4<sup>e</sup> trimestre sur une note plus négative. L'affaiblissement du sentiment du marché a entraîné un élargissement des spreads de crédit, notamment sur le Haut Rendement, et les obligations d'entreprises ont connu un mois dans le rouge. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 11,27%.

Date de rédaction : 08/11/2023

### Tendam (EU)

Tendam, détaillant de mode espagnol, a publié de solides résultats pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2023-2024, avec une poursuite de sa bonne dynamique. Les ventes ont augmenté de 5,9% en glissement annuel pour atteindre 363 millions d'euros, grâce au succès de la stratégie omnicanale de l'entreprise. L'EBITDA ajusté a augmenté de 13% en glissement annuel à 69 millions d'euros, tiré par la croissance des ventes, l'amélioration de la marge brute et les économies de coûts. La marge brute s'est améliorée de 20 points de base pour atteindre 60%, grâce au ralentissement de l'inflation qui avait affecté les coûts l'année précédente, ainsi qu'à une meilleure répartition des stocks. La marge d'EBITDA ajusté a également augmenté de 110 points de base à 19,1%. Après les 10 millions d'euros d'investissements, le FCF a été excédentaire de 66 millions. La dette nette déclarée à fin août 2023 s'élevait à 359 millions d'euros, en baisse par rapport au trimestre précédent, mais en hausse par rapport aux 340 millions d'euros à la fin de l'exercice 2022-2023. L'effet de levier net était de 2,1x, en baisse de 0,2x par rapport à l'exercice 2022-2023. La société a signé un nouveau prêt vert syndiqué de 187,5 millions d'euros en juillet 2023, à un taux de 2,5%. En complément de liquidités provenant de l'activité, cet emprunt a été utilisé pour rembourser 190 millions d'euros sur les 300 millions d'obligations existantes. Il en résultera des économies d'intérêts de 9,6 millions d'euros par an. Entre-temps, Tendam a confirmé que ses actionnaires envisageaient différentes options stratégiques, notamment une introduction en bourse.

### Ford Motor (US)

Ford Motor a été reclassé en catégorie Investment Grade par S&P, et ses obligations ont fait leur retour dans les indices de ce segment de notation le 31 octobre. Le relèvement de S&P (à BBB- pour les obligations non garanties) fait suite à celui de Fitch au début du mois de septembre. Le constructeur automobile américain rejoint la liste des « rising stars » grâce à une bonne reprise dans la production de véhicules, du fait d'améliorations dans la chaîne de production et d'une demande toujours solide. Ford avait été rétrogradé dans la catégorie Haut Rendement en 2019. Ce relèvement de notation va faire sortir des indices Haut Rendement un montant gigantesque de 41 milliards de dollars, réparti entre Ford Motor et Ford Motor Credit.

### Nagacorp (EM)

Nagacorp, l'un des principaux exploitants de casinos basé au Cambodge, s'est vu accorder un prêt de 80 millions de dollars de la part de son actionnaire majoritaire. Avec une trésorerie disponible de 324 millions de dollars à mi-octobre, la société devrait être en mesure de rembourser son encours de 404 millions de dollars d'obligations non garanties qui arrivent à échéance en juillet 2024. Au cours des neuf premiers mois de 2023, les revenus bruts des jeux de Nagacorp ont augmenté de 12% en glissement annuel pour atteindre 379 millions de dollars, ce qui représente seulement 29% du niveau d'avant la pandémie. Cela n'empêche pas la société de générer d'importants flux de trésorerie, avec une dette nette s'améliorant pour atteindre 175 millions de dollars à fin septembre (contre 291 millions en décembre 2022).

## Emissions primaires significatives

### Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
PHM	11.378%	2026	€265M	B
Valeo	5.881%	2029	€600M	BB+

### Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
NCL Corporation	8.125%	2029	\$790M	BB-
Newfold Digital	11.75%	2028	\$515M	B

### Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Energopro AS	11.00%	2028	\$300M	B+

Date de rédaction : 08/11/2023

## Publications de notation

Almirall SA	S&P	➔	BB
Amgen	Fitch	➔	BBB
Burger King	Moody's	➔	B2
Coty	S&P	➔	BB
Ford Motor	S&P	➔	BBB-
IAG	S&P	➔	BBB-
Parts Holding	S&P	➔	BB-
Rolls-Royce PLC	Fitch	➔	BB
Tui Cruises	Moody's	➔	B2
Victoria PLC	Moody's	➔	B2

Evénements macro-économiques

Europe

**Zone Euro** : l'inflation a baissé à 2,9% en glissement annuel en octobre. Elle atteint son niveau le plus bas depuis juillet 2021, légèrement en dessous du consensus du marché qui prévoyait 3,1%. L'économie s'est quant à elle contractée de -0,1% en glissement trimestriel au cours du 3<sup>e</sup> trimestre, ce qui est inférieur aux prévisions du marché qui tablaient sur une stagnation. Il s'agit de la première contraction depuis 2020, année de la pandémie du Covid-19.

**BCE** : lors de sa réunion d'octobre, la banque centrale a maintenu ses taux d'intérêt, plutôt que de les augmenter à nouveau. Cette décision marque un changement significatif et reflète une position plus prudente de la part des décideurs politiques, influencés par le relâchement progressif des pressions sur les prix et les inquiétudes de récession. Cette pause fait suite à une série de dix hausses consécutives depuis juillet 2022, qui ont porté le taux des opérations principales de refinancement à 4,5%, plus haut niveau depuis 22 ans.

**Allemagne** : l'indicateur du climat de la consommation chute pour le troisième mois consécutif pour atteindre -28,1 en novembre, chiffre le plus bas depuis sept mois. La baisse du moral des consommateurs est principalement due à la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, qui affaiblit le pouvoir d'achat des ménages. Cette inquiétude se traduit par une plus forte propension à épargner, à son plus haut niveau depuis plus de dix ans.

**Royaume-Uni** : l'indice des prix de l'immobilier a baissé de -3,3% en glissement annuel en octobre, alors que le marché prévoyait une baisse de -4,8% et que le mois de septembre avait enregistré une chute de -5,3%. L'accessibilité au logement demeure compliquée, avec des taux d'intérêt bien plus élevés que les niveaux les plus bas observés en 2021.

US & Emergents

**Etats-Unis** : le taux de chômage est resté inchangé à 3,8% en septembre, légèrement supérieur aux attentes du marché (3,7%). Ce chiffre montre que le marché du travail demeure historiquement tendu, ce qui augmente la marge de manœuvre de la Fed pour laisser les coûts d'emprunt à des niveaux restrictifs pendant une période prolongée.

**Chine** : le PMI manufacturier est tombé à 49,5 en octobre, contre 50,6 en septembre, manquant ainsi les prévisions du marché qui tablaient sur 50,8. Il s'agit de la première contraction de l'activité industrielle depuis juillet, dans un contexte de nouvelle baisse de la production, reflet d'une reprise économique fragile. Les ventes à l'étranger ont pour leur part diminué pour le quatrième mois consécutif.

**Mexique** : la deuxième économie d'Amérique latine après le Brésil a enregistré une croissance de 3,3% en glissement annuel au 3<sup>e</sup> trimestre. Par rapport au trimestre précédent, le PIB a augmenté de 0,9%. Le Mexique, qui entretient des liens économiques étroits avec les États-Unis, espère bénéficier de la tendance dite du « near shoring », qui consiste pour les entreprises américaines à rapatrier leur production plus près de chez elles.

Indices de marché

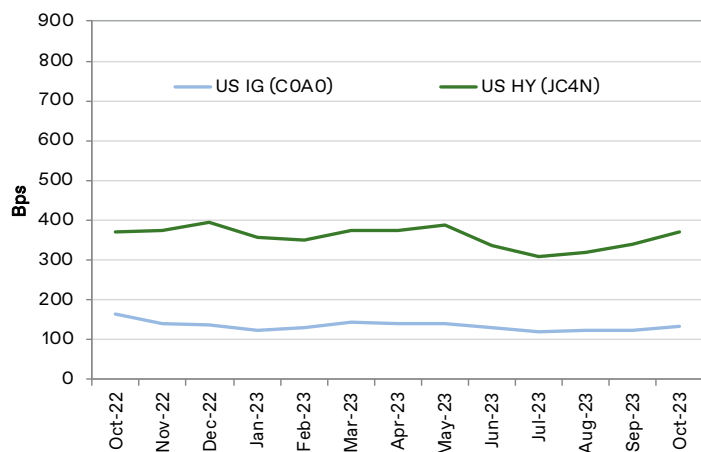
Indices (à fin octobre)		Performance		Duration	Rendement
		MTD	YTD	DTW	YTW
<b>Haut Rendement</b>					
HE00	Haut Rendement Europe	-0.27%	5.82%	3.02	7.79%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-1.24%	4.59%	3.83	9.42%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-0.18%	6.45%	2.91	7.67%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-0.95%	4.00%	3.91	8.76%
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-1.38%	1.23%	3.43	11.27%
<b>Investment Grade</b>					
ER00	Investment Grade Europe	0.41%	2.76%	4.39	4.46%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-1.82%	-1.38%	6.35	6.39%
EMIC	Investment Grade Emergents	-1.16%	0.10%	4.96	6.42%
<b>Obligations d'Etat</b>					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.60%	0.27%		2.80%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-1.92%	-4.71%		4.93%

Inflation (à fin octobre)		Octobre	Septembre	Août	6M	12M
<b>Inflation réalisée</b>						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.90%	4.30%	5.20%	7.00%	10.60%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.70%	3.70%	4.90%	7.70%

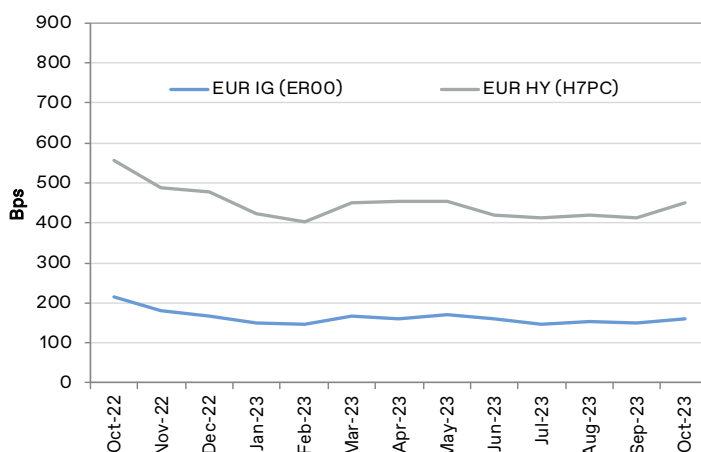
Month-to-date = MTD      Duration-to-worst = DTW  
Year-to-date = YTD      Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch  
Date de rédaction : 08/11/2023

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



## Corporate Bond Spreads

		Octobre	Septembre	Août	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	161	154	158	215
HE00	Haut Rendement Europe	488	453	462	587
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	459	421	431	554
ER30	Titres notés A Europe	142	135	139	181
ER40	Titres notés BBB Europe	188	179	185	257
HE10	Titres notés BB Europe	378	353	357	457
HE20	Titres notés B Europe	556	504	526	732
<b>Etats-Unis</b>					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	134	127	124	167
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	446	411	398	458
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	381	353	337	386
COA3	Titres notés A Etats-Unis	117	110	105	140
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	164	155	154	205
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	305	290	275	308
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	480	434	418	500
<b>Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	153	149	156	213
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	642	597	608	939
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	110	108	113	147
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	220	214	225	306
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	410	362	365	620
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	694	675	694	1037

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

