

Corporate Credit Monthly Update

Juillet 2023

Europe

L'économie européenne commence à montrer de réelles faiblesses, et se révèle moins solide qu'aux Etats-Unis. Plusieurs pays de la zone sont désormais entrés en récession technique, au premier rang desquels l'Allemagne. L'inflation demeure à un niveau élevé, notamment l'inflation de base. Cependant, de façon singulière, le chiffre de l'inflation pour l'Espagne a été inférieur à l'objectif de 2% de la BCE (1,9% en juin), témoin d'une situation de plus en plus disparate entre les pays de la zone. La BCE s'est engagée à poursuivre ses hausses de taux malgré cet affaiblissement. La banque centrale a procédé à une huitième hausse, de 25 points de base, au mois de juin. Le marché du travail européen résiste néanmoins, avec un nombre important d'offres d'emploi et un taux de chômage toujours historiquement faible. Le Royaume-Uni est dans une position compliquée également, avec une inflation parmi les plus élevées des marchés développés. La Banque d'Angleterre a procédé à un nouveau resserrement agressif, en relevant ses taux de 50 points de base. Cette décision a entraîné une hausse simultanée des taux hypothécaires, accompagnée d'un recul des prix de l'immobilier.

Les marchés européens du crédit ont enregistré des performances mitigées en juin. Le rendement du Bund allemand à 10 ans clôture le mois à 2,39%, en hausse de 11 points de base par rapport au mois précédent. Concernant les obligations d'entreprises, le segment du Haut Rendement est resté résilient, tandis que l'Investment Grade a pâti de la hausse des taux. Les spreads de crédit se sont cependant resserrés dans un contexte d'appétit accru des investisseurs pour le risque. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 7,43%.

Aux Etats-Unis, la Fed a marqué une pause au mois de juin dans son cycle de resserrement, après dix hausses de taux consécutives. Elle a cependant indiqué que deux nouvelles hausses de 25 points de base pourraient être nécessaires d'ici la fin de l'année. Les données macroéconomiques américaines ont continué de surprendre, tout en donnant des signes contradictoires. L'économie se montre plus résiliente que prévu, alors même que l'industrie manufacturière continue de se contracter. L'emploi reste relativement solide et les salaires poursuivent leur hausse dans la plupart des secteurs d'activité, bien que cette hausse commence à ralentir. L'inflation demeure élevée, mais elle a commencé à s'éloigner de ses niveaux les plus hauts. Le pétrole est en hausse d'un peu plus de 3% sur le mois, et le dollar a légèrement corrigé par rapport aux autres devises principales.

La courbe des rendements des bons du Trésor demeure fortement inversée, signal qui est toujours supposé indiquer une récession imminente. L'écart entre les rendements à 2 et à 10 ans terminé le mois à un niveau négatif de 106 points de base, soit son niveau le plus important (à l'exception d'une courte période début mars pendant la crise bancaire) depuis le début des années 1980. Le 10 ans termine le mois en hausse de 20 points de base à 3,84%. Les actifs risqués se sont quant à eux redressés de manière notable. Les marchés du crédit anticipent désormais la fin des cycles de hausses de taux et semblent adhérer à l'idée d'un atterrissage en douceur des économies. Les titres de moindre qualité de crédit ont continué à surperformer les titres de meilleure qualité au cours du 2^e trimestre. Le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,86%.

Etats-Unis

Emergents

Dans la plupart des pays émergents, le processus de désinflation s'est accéléré. Une reprise des cycles d'assouplissement pourrait même être en vue, après les différentes pauses et resserrements monétaires de ces derniers mois. Cela concerne notamment l'Amérique latine. La perspective de la fin du cycle de resserrement américain devrait également bénéficier aux marchés émergents. En juin, l'attention s'est à nouveau portée sur la Chine, dont les données macroéconomiques ont été décevantes. Ces données peu encourageantes ont incité les autorités chinoises à annoncer des mesures d'assouplissement de la politique monétaire.

Le marché obligataire corporate des pays émergents a globalement suivi le rythme de celui des marchés développés en juin, et affiche des performances positives. Le Haut Rendement notamment a connu un fort rebond sur le mois (+2,01%), avec un important resserrement des spreads de crédit. Ce segment a nettement surperformé les obligations notées Investment Grade, témoin d'un regain d'appétit pour le risque aussi sur cette zone. L'environnement demeure positif pour la dette des marchés émergents, avec des données techniques favorables, des valorisations attractives et des fondamentaux stables, associés désormais à une Fed américaine au ton moins restrictif. Par ailleurs, l'un des principaux obstacles à l'endettement des pays émergents, à savoir la force du dollar américain, a inversé sa tendance en juin, incitant davantage encore à l'optimisme. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 11,05%.

Date de rédaction : 10/07/2023

Telecom Italia (EU)

Telecom Italia (TI) a annoncé que son conseil d'administration avait examiné les offres de KKR et CDP pour le rachat de Netco. L'offre de KKR est selon lui plus convaincante en termes d'exécution, avec un prix offert plus élevé. TI a donc décidé d'accorder l'exclusivité à KKR, dans le but de parvenir à une offre contraignante et concluante d'ici le 30 septembre. Entre-temps, le Financial Times a rapporté que Vivendi s'opposait à la vente. Le groupe estime que l'offre de KKR d'environ 22,5 milliards d'euros est sous-évaluée, et qu'elle devrait s'élever à au moins 30 milliards.

G-III Apparel Group (US)

G-III Apparel Group, distributeur mondial de marques de mode telles que Tommy Hilfiger, Calvin Klein, Donna Karan et Karl Lagerfeld, a publié des résultats peu encourageants pour le 1^{er} trimestre. Les ventes ont baissé de 12% par rapport à l'année dernière et la marge d'EBITDA a diminué de moitié en raison d'une plus faible absorption des coûts fixes (frais de vente et généraux, marketing). Cependant, un important afflux de fonds de roulement a permis à G-III de générer près de 200 millions de dollars de FCF au cours de la période. La société a relevé ses prévisions pour l'ensemble de l'exercice 2023 / 2024 avec des ventes d'environ 3,29 milliards de dollars (contre 3,23 milliards pour l'exercice précédent) et un EBITDA ajusté compris entre 267 et 272 millions de dollars (contre 268 millions pour l'exercice précédent). Ces légères hausses devraient provenir de l'intégration de nouvelles marques (Nautica, DK, Halston) et de coûts de fret et de logistique en nette amélioration par rapport à l'année dernière.

Endeavour Mining (EM)

Endeavour Mining, une société minière aurifère canadienne possédant des actifs en Afrique, a annoncé la cession de deux actifs au Burkina Faso (mines de Boungou et de Wahgnion), dont le produit devrait s'élever à 300 millions de dollars. La vente réduira l'exposition d'Endeavour au Burkina Faso, de 55% à 44% selon la société, et améliorera son coût de maintien tout inclus (AISC - All-In Sustaining Costs) moyen. Suite à la cession, la société prévoit de produire entre 1 060 et 1 135 milliers d'onces d'or cette année (contre 1 325-1 425 précédemment) et son AISC devrait baisser de 45\$/oz, pour atteindre 895-950\$/oz. À la fin du 1^{er} trimestre 2023, Endeavour Mining affichait une position de trésorerie nette positive.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Assemblin	8.987%	2029	\$480M	B
Polynt	9.50%	2028	€300M	BB-

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Ford Motor	6.95%	2026	\$900M	BB+
Viking Cruises	9.125%	2031	\$720M	B-

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Cosan Lux	7.50%	2030	\$550M	Ba2
Health & Happiness	14.50%	2026	\$200M	Ba3

Date de rédaction : 10/07/2023

Publications de notation

Alcon	S&P	➔	BBB+
Altice	Moody's	➔	B3
Catalent	Moody's	➔	B1
Elior	S&P	➔	B
Eutelsat	Moody's	➔	Ba1
Maxeda	Moody's	➔	B3
Novomatic	S&P	➔	BB+
Playtech	Moody's	➔	Ba2
Siemens	Moody's	➔	Aa3
Takeda	Moody's	➔	Baa1

Zone Euro : l'inflation globale a baissé de 6,1% à 5,5% en juin, avec un taux de base qui a cependant augmenté à 5,4%. L'inflation évolue désormais de façon disparate dans les différents pays de la zone. En Allemagne, l'indice des prix à la consommation s'est renforcé pour atteindre 6,4%, alors qu'il avait atteint en mai son niveau le plus bas en 14 mois. L'inflation en Italie et en France a ralenti, et le taux espagnol est tombé à 1,9%, ce qui en fait le premier pays de la zone Euro à repasser sous l'objectif de 2% de la BCE.

Allemagne : l'indice de confiance des consommateurs a chuté à -25,4, en recul par rapport au mois précédent, et en deçà des attentes du marché. Il s'agit de la première détérioration du moral des consommateurs depuis neuf mois, principalement due à l'assombrissement des prévisions économiques. La persistance de taux d'inflation élevés érode notamment le pouvoir d'achat des ménages.

Royaume-Uni : le PIB a augmenté de 0,2% au cours du 1^{er} trimestre 2023, soit son rythme d'expansion le plus faible depuis deux ans. La hausse des coûts d'emprunt et l'inflation toujours élevée se répercutent sur l'activité et la demande. Le recul de la demande extérieure pèse également sur le PIB, avec une chute des exportations de -6,9%.

Etats-Unis : le PMI manufacturier est tombé à 46 en juin, contre 46,9 en mai, et s'est révélé inférieur aux prévisions de 47. Il a marqué la plus forte contraction de l'activité industrielle depuis près de trois ans. La production est en recul en raison de l'affaiblissement des perspectives pour le 2nd semestre. L'inflation a surpris et affiche son taux le plus bas depuis avril 2021, passant de 4,9% en avril à 4% en mai.

Chine : le secteur manufacturier a encore faibli en juin. Les entreprises s'inquiètent de plus en plus de l'atonie du marché global. Leur confiance a atteint son niveau le plus bas depuis huit mois, avec une demande plus faible que prévu et des recrutements au ralenti. L'industrie reste soutenue cependant par l'amélioration des ventes domestiques.

Turquie : le déficit commercial s'est réduit de 34,5% en glissement annuel pour atteindre 5,4 milliards de dollars en juin, contre 8,2 milliards l'année précédente. Cette amélioration apporte un certain soulagement dans un contexte de coûts énergétiques élevés et d'une demande locale de biens étrangers qui a épuisé les réserves de change de l'État, à mesure que la devise turque se dépréciait.

Colombie : la banque centrale a maintenu son taux d'intérêt de référence à 13,25% lors de sa réunion du mois de juin, comme largement attendu. Cette décision fait suite à une hausse de 25 points de base lors de la précédente réunion et constitue la première décision de maintien des taux depuis près de deux ans. L'inflation annuelle en mai a ralenti à 12,36%, le niveau le plus bas depuis octobre 2022, mais reste très élevée par rapport à l'objectif à long terme de 3%.

Indices de marché

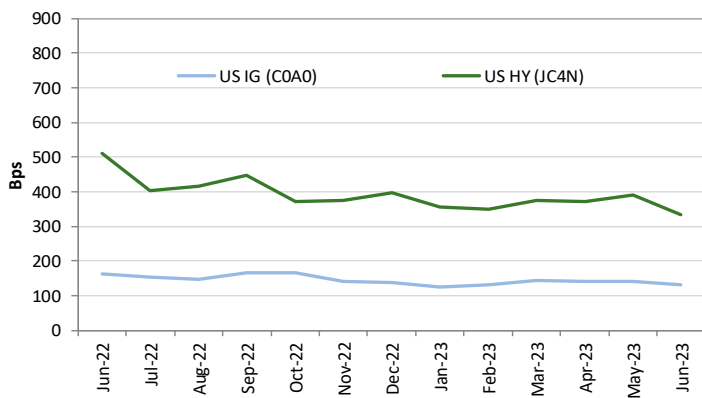
Indices (à fin juin)		Performance		Duration	Rendement
		MTD	YTD	DTW	YTW
Haut Rendement					
HE00	Haut Rendement Europe	0.53%	4.36%	3.14	7.48%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	1.62%	5.34%	3.95	8.52%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.58%	4.84%	3.02	7.43%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	1.35%	4.87%	4.02	7.86%
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	2.01%	2.19%	3.56	11.05%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-0.42%	2.03%	4.56	4.39%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	0.28%	3.23%	6.93	5.57%
EMIC	Investment Grade Emergents	0.07%	2.88%	5.34	5.78%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.08%	1.90%		2.39%
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-1.27%	1.61%		3.84%

Inflation (à fin juin)		Jun	Mai	Avril	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	5.50%	6.10%	7.00%	9.20%	8.60%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		4.00%	4.90%	6.50%	9.10%

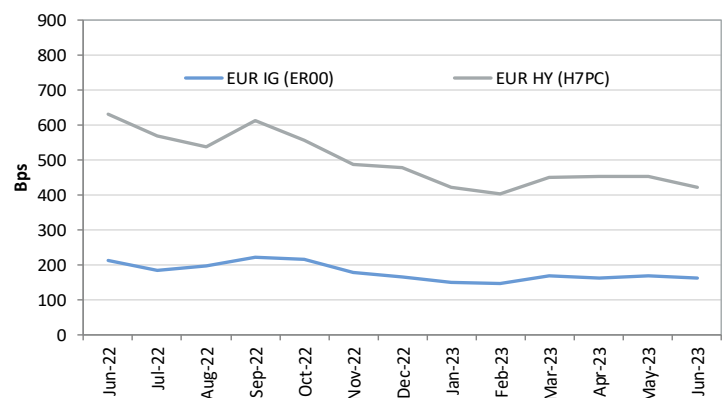
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 10/07/2023

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Juin	Mai	Avril	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	164	172	163	205
HE00	Haut Rendement Europe	464	498	492	636
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	440	469	462	617
ER30	Titres notés A Europe	145	150	139	174
ER40	Titres notés BBB Europe	193	202	195	244
HE10	Titres notés BB Europe	365	389	378	511
HE20	Titres notés B Europe	539	574	569	815
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	134	145	144	163
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	422	483	468	575
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	356	409	396	515
COA3	Titres notés A Etats-Unis	113	122	122	130
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	165	180	178	205
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	285	330	315	426
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	448	513	500	654
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	154	166	171	196
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	672	761	763	928
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	114	118	123	130
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	215	235	241	281
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	392	448	443	565
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	694	836	803	1075

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

