

Corporate Credit Monthly Update

Juin 2024

Europe

Les perspectives économiques continuent à s'améliorer en Europe, avec des signes de reprise de la croissance. L'inflation a cependant légèrement rebondi en mai sur la zone. La BCE a laissé ses taux inchangés sur le mois. Toutefois, comme attendu, elle les a réduits de 25 points de base ce début juin. Il s'agit de la première banque centrale majeure à assouplir sa politique monétaire depuis le début de la poussée inflationniste liée au Covid-19, il y a trois ans. Cet assouplissement devrait néanmoins être progressif et prudent. A ce titre, le marché du travail continue à faire preuve de résilience, comme en témoigne le taux de chômage qui est descendu à un niveau historiquement bas de 6,4%.

Les marchés européens ont connu dans l'ensemble un mois de mai favorable. Les investisseurs ont notamment anticipé la baisse des taux d'intérêt de la BCE début juin. Les rendements des obligations souveraines ont cependant augmenté en Europe au cours du mois, notamment du fait de l'inflation plus élevée que prévu. Les Bund à 7-10 ans ont terminé le mois à 2,61%. Les spreads de crédit se sont sensiblement resserrés sur les obligations corporate, particulièrement sur le Haut Rendement, aidé par une dynamique entre offre et demande toujours favorable. Le Haut Rendement a ainsi surperformé l'Investment Grade, avec des performances respectivement de +0,99% et de +0,31%. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 6,03%.

Aux Etats-Unis, les deux interrogations économiques essentielles demeurent le ralentissement de l'inflation et l'affaiblissement hypothétique de la croissance. Du fait de la résilience de l'activité américaine, la Fed n'a pas procédé aux réductions de taux tant attendues en début d'année. Les données ont cependant montré que la croissance et l'inflation se sont quelque peu affaiblies en mai, ce qui a réduit les craintes du marché. L'économie demeure malgré tout robuste. Plutôt qu'un effondrement, il est question d'une normalisation modérée. Ainsi, le marché de l'emploi reste résilient malgré l'augmentation des demandes d'allocations de chômage. Le prix du pétrole a de nouveau corrigé de -6% en mai, en raison des incertitudes géopolitiques et des inquiétudes persistantes concernant la demande en Chine. Enfin, l'attrait du dollar s'est essoufflé en mai, corrigeant au-delà de -1% par rapport au panier de devises principales.

Dans ce contexte d'inflation et de croissance moins vigoureuses, les rendements obligataires américains ont baissé en mai. Le rendement pour la fourchette 7-10 ans des bons du Trésor a ainsi clôturé le mois à 4,50%. L'inversion de la courbe reste relativement inchangée (-38 points de base), puisque les rendements des échéances à 2 ans et à 10 ans ont baissé dans le même temps. Sur le crédit corporate, le mois de mai a été marqué par une forte activité sur le marché primaire, qui a été facilement absorbé par les investisseurs. Au niveau des performances, le marché a suivi l'évolution des bons du Trésor au cours du mois. Les spreads sont restés relativement stables tant pour l'Investment Grade (-3 points de base) que pour le Haut Rendement (+5 points). Les spreads du segment Investment Grade sont revenus à des niveaux proches des 80 points de base, tandis que ceux des obligations à Haut Rendement se situent autour des 300 points. Le différentiel entre les titres notés BB et BBB est désormais inférieur à 80 points, témoin de la dynamique haussière du marché. Le rendement de l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,61%.

Etats-Unis

Emergents

Dans les pays émergents, l'inflation a faibli plus rapidement qu'aux Etats-Unis, de façon globale. Cela a permis à certaines banques centrales d'abaisser leurs taux d'intérêt avant la FED. Cependant, les divergences en matière d'inflation ont rendu les perspectives de politiques monétaires de plus en plus contrastées dans la zone émergente. Facteur de soutien, la croissance économique mondiale devrait rester confortablement en territoire positif. Toutefois, les données relatives à l'activité en Chine soulignent que la deuxième économie mondiale continue de souffrir de déséquilibres entre l'offre et la demande, ce qui suscite des doutes quant à la pérennité de la reprise dans le pays.

Les obligations corporate des pays émergents ont elles aussi affiché des performances positives en mai, soutenues par la baisse des rendements du Trésor américain. Le Haut Rendement a en outre bénéficié d'un resserrement des spreads, tandis que ces derniers sont restés stables sur l'Investment Grade. Les performances ont été de +1,81% sur le Haut Rendement et de +1,68% sur l'Investment Grade. Le crédit corporate, en particulier sur les échéances à court terme, offre toujours des rendements historiquement attractifs dans un environnement qui demeure globalement favorable. En conséquence, les flux de capitaux nets dans les marchés émergents ont été positifs sur le mois, à +5,5 milliards de dollars. La dette a largement été plébiscitée, puisque +11,5 milliards de dollars sont entrés sur cette classe d'actifs, contre -6 milliards de sorties sur les actions. Le rendement de l'indice émergent termine le mois à 8,72%.

Date de rédaction : 11/06/2024

Bite (EU)

Bite, opérateur de télécommunications lituanien, a publié des résultats solides pour 1^{er} trimestre 2024, avec un chiffre d'affaires en hausse de 2,3% et une marge d'EBITDA en amélioration de 32,8% à 35,7%. La génération de flux de trésorerie a été significativement plus forte en glissement annuel grâce à un EBITDA plus élevé, à une meilleure trajectoire en matière de fonds de roulement et à des dépenses d'investissement plus faibles, conduisant à un FCF positif de 8 millions d'euros. Bite a fait état d'une dette nette de 751 millions d'euros, dont 58 millions de baux. La ligne de crédit renouvelable de 50 millions d'euros n'a en outre pas été utilisée. L'effet de levier net est ressorti à 3,5x, en légère baisse séquentielle. Bite a également profité de l'occasion pour émettre un emprunt obligataire de 920 millions d'euros, composé d'une tranche à taux fixe sur 7 ans avec un rendement de 6% et d'une tranche à taux variable (Euribor 3M + 350 points de base), afin de rembourser les obligations existantes et de verser un dividende de 200 millions d'euros.

Pitney Bowes (US)

Pitney Bowes, société américaine de systèmes de gestion de courrier, de logistique et de documents, a organisé une conférence pour présenter son nouveau PDG par intérim et discuter des initiatives stratégiques récemment annoncées. La société a confirmé que son examen du segment Global E-Commerce devrait être achevé dans les 60 jours. La cession de ce segment déficitaire serait très positive pour le profil financier de l'émetteur. En outre, ce dernier a annoncé de nouvelles initiatives de réduction des coûts (de 60 à 100 millions de dollars en plus des réductions déjà annoncées) et son intention d'optimiser la trésorerie en rapatriant les liquidités internationales et en donnant la priorité au remboursement de la dette à coût élevé. Début mai, Pitney Bowes a publié des résultats solides pour le 1^{er} trimestre 2024, avec un EBITDA ajusté en hausse de 33% par rapport à l'année précédente - bien que le chiffre d'affaires ait diminué de 1% - et un levier net en baisse de 0,5x, à 6,1x.

Pepco (EM)

Pepco, distributeur polonais, a publié des résultats positifs pour les six premiers mois de son exercice fiscal 2023/24. Le chiffre d'affaires net a en effet atteint 3,2 milliards d'euros, en hausse de 11,1% en glissement annuel à taux de change constant. L'EBITDA publié s'est élevé à 487 millions d'euros, en hausse de 133 millions en glissement annuel. Celui-ci reflète une augmentation de la marge de 280 points de base à 15,2%. La rentabilité a bénéficié de l'amélioration des conditions d'achat, du fait de la baisse des prix des matières premières et des taux de fret. L'effet de levier net publié est désormais de 0,9x (2,2x avec les chiffres ajustés), et la société anticipe une nouvelle amélioration. La réduction des ouvertures de nouveaux magasins et la saisonnalité favorable au 2nd semestre devraient en effet accentuer cette tendance.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Eramet	6.53%	2029	€500M	BB
Lottomatica	5.375%	2030	€500M	BB-

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Gray Television	10.50%	2029	\$1.25Bn	BB-
Service Prop. Trust	8.46%	2029	\$700M	BB

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Cencosud	6.02%	2031	\$650M	Baa3
Vestel Elektronik	9.80%	2029	\$450M	B3

Date de rédaction : 11/06/2024

Zone Euro : l'inflation a augmenté pour la première fois en cinq mois pour atteindre 2,6% en mai, contre 2,4% au cours des deux mois précédents. Ce chiffre ressort au-dessus des prévisions de 2,5%. Les prix ont rebondi pour l'énergie et ont augmenté plus rapidement pour les services, mais ont baissé pour l'alimentation, l'alcool et le tabac. Le taux de base a également augmenté, passant de 2,7% à 2,9%. Parmi les principales économies, l'inflation a augmenté plus que prévu en Espagne (3,8%), en Allemagne (2,8%) et en France (2,7%).

Allemagne : l'indicateur du climat de la consommation est passé de -24,0 à -20,9, dépassant les prévisions du marché qui tablaient sur -22,5. Il s'agit de la quatrième amélioration consécutive et de la valeur la plus élevée depuis avril 2022. Les attentes en matière de revenus des ménages atteignent leur plus haut niveau depuis deux ans et demi, alors que les perspectives économiques se redressent.

Etats-Unis : le PMI manufacturier a baissé de manière inattendue à 48,7 en mai, contre 49,2 le mois précédent, un chiffre inférieur aux prévisions de 49,6. L'indice révèle ainsi une nouvelle contraction de l'activité, dans un contexte de recul de la demande.

Chine : le gouvernement a annoncé des mesures importantes pour stabiliser son secteur immobilier en difficulté, notamment un financement supplémentaire de 1 000 milliards de yuans et un assouplissement des règles relatives aux prêts hypothécaires. D'autre part, l'industrie chinoise s'est contractée de manière inattendue en mai après deux mois d'expansion, tandis que la croissance du secteur des services a légèrement ralenti.

Brésil : la banque centrale a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 10,5% lors de sa réunion de mai, conformément aux attentes. Cette décision reflète un environnement domestique caractérisé par des indicateurs économiques solides et un marché du travail dynamique, ainsi que par une inflation en ralentissement. Le comité a cependant souligné la nécessité de faire preuve de prudence, en tenant compte de l'évolution de l'inflation et des différents scénarios.

Inde : les réserves de change détenues par la Reserve Bank of India ont atteint au mois de mai leur niveau le plus élevé jamais enregistré. Cela découle de la forte croissance du pays, de l'afflux massif de devises étrangères dans l'économie indienne et de l'inclusion d'actifs indiens dans des fonds internationaux. En outre, les faiblesses du yuan, du yen et du won ont incité la RBI à donner la priorité à la compétitivité des exportations indiennes et en conséquence à ne pas échanger ses devises en réserve.

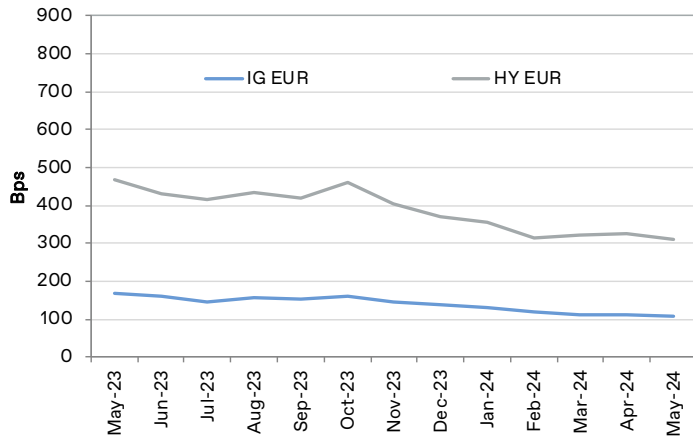
Indices de marché

Indices (à fin mai)	Performance				
	MTD	YTD	Duration	Rendement	
Haut Rendement					
Corporate Haut Rendement Europe	0.99%	2.54%	3.14	6.51%	
Corporate Haut Rendement Etats-Unis	1.10%	1.59%	3.64	7.99%	
Corporate Haut Rendement Europe Hors Financières	0.88%	2.21%	3.13	6.03%	
Corporate Haut Rendement Etats-Unis Hors Financières	1.09%	1.46%	3.68	7.61%	
Haut Rendement Pays Emergents	1.81%	5.51%	3.76	8.72%	
Investment Grade					
Corporate Investment Grade Europe	0.31%	-0.14%	4.59	4.03%	
Corporate Investment Grade Etats-Unis	1.86%	-0.86%	6.80	5.54%	
Investment Grade Pays Emergents	1.68%	-0.08%	5.97	5.63%	
Obligations d'Etat					
Obligations d'Etat allemandes 7-10 ans	-0.23%	-3.87%		2.61%	
Obligations d'Etat américaines 7-10 ans	1.80%	-2.71%		4.50%	
Inflation (à fin mai)					
Inflation réalisée	Mai	Avril	Mars	6M	12M
Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.60%	2.40%	2.40%	2.40%	6.10%
Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.40%	3.50%	3.10%	4.00%

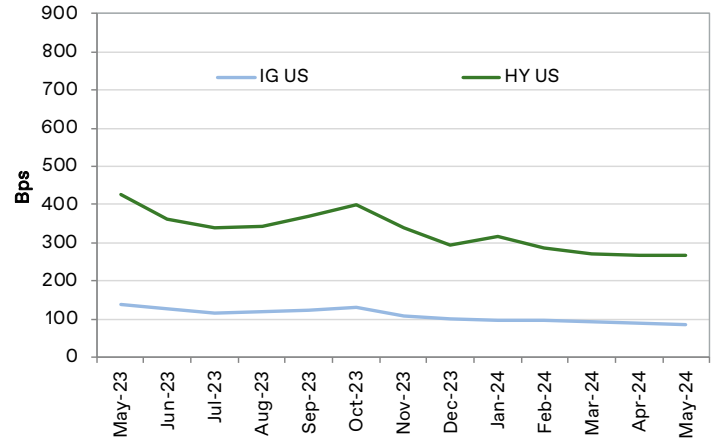
Month-to-date = MTD
Year-to-date = YTD

Date de rédaction : 11/06/2024

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

	Mai	Avril	Mars	12 mois
Europe				
Corporate Investment Grade Europe	107	111	113	166
Corporate Haut Rendement Europe	334	356	349	462
Corporate Haut Rendement Europe Hors Financières	292	308	303	430
Corporate Titres notés A Europe	94	97	99	144
Corporate Titres notés BBB Europe	125	131	132	195
Corporate Titres notés BB Europe	199	212	219	354
Corporate Titres notés B Europe	414	431	430	543
Etats-Unis				
Corporate Investment Grade Etats-Unis	86	89	92	132
Corporate Haut Rendement Etats-Unis	310	305	305	428
Corporate Haut Rendement Etats-Unis Hors Financières	272	270	273	388
Corporate Titres notés A Etats-Unis	73	75	78	111
Corporate Titres notés BBB Etats-Unis	107	110	113	163
Corporate Titres notés BB Etats-Unis	185	183	186	281
Corporate Titres notés B Etats-Unis	288	284	293	446
Emergents				
Investment Grade Pays Emergents	101	104	110	143
Haut Rendement Pays Emergents	403	417	423	691
Corporate Titres notés A Pays Emergents	80	80	86	105
Corporate Titres notés BBB Pays Emergents	135	139	146	194
Corporate Titres notés BB Pays Emergents	252	260	265	398
Corporate Titres notés B Pays Emergents	389	400	419	723

Source : Anaxis AM

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

