

Corporate Credit Monthly Update

Avril 2022

La zone Euro se trouve de nouveau dans un environnement complexe, contrainte de jongler entre ralentissement de la croissance économique et hausse de l'inflation. Les attaques de l'armée russe contre l'Ukraine se sont durcies, avec en parallèle des progrès limités dans les pourparlers de paix. Les effets des sanctions contre la Russie impactent l'activité économique européenne et renforcent les préoccupations inflationnistes. L'Europe a notamment annoncé des plans ambitieux visant à réduire sa dépendance au gaz russe. Cependant, elle ne peut se passer à court terme de ces importations, sous peine de voir son économie subir des dommages importants. Un optimisme relatif est tout de même apparu en deuxième partie de mois autour des négociations entre l'Ukraine et la Russie.

Les rendements de la zone Euro ont grimpé, en réaction aux données sur l'inflation et aux commentaires de Mme Lagarde. Les investisseurs anticipent notamment une accélération des cycles de resserrement monétaire. Le rendement du Bund allemand à 10 ans est monté jusqu'à 0,74% au cours du mois, pour clôturer à 0,55%, proche de son plus haut niveau sur les quatre dernières années. Les marchés du crédit ont baissé pendant la première moitié du mois, avant de changer de direction et de remonter sur les deux dernières semaines. Le Haut Rendement s'est notamment bien redressé, après avoir perdu près de 2%. Il termine le mois en terrain légèrement négatif et surperforme les obligations Investment Grade sur la période. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate européen termine le mois relativement stable, à 4,32%.

Aux Etats-Unis, les inquiétudes persistantes concernant l'inflation, la volatilité des taux d'intérêt et le cycle de resserrement de la Fed ont pesé sur les marchés, notamment du crédit. La hausse de l'inflation à 7,9%, due en grande partie à l'énergie, l'alimentation et l'immobilier, n'a laissé d'autre choix à la banque centrale que de relever ses taux de 25 points de base, comme anticipé par les marchés. La Fed a porté son taux d'intérêt à 0,50% et les marchés tablent désormais sur 6 à 7 hausses de taux supplémentaires au cours de l'année. Le prix du brut WTI a évolué de façon erratique. Il clôture en progression de 5%, à 100,95 dollars par baril, après avoir atteint 130 dollars au cours du mois. Les Etats-Unis ont par ailleurs confirmé la libération d'une importante partie de leurs réserves stratégiques de pétrole.

Les rendements du Trésor ont augmenté de manière significative, avec une hausse plus importante sur les échéances courtes. En conséquence, le rendement à 10 ans est passé sous celui à 2 ans et la courbe s'est brièvement inversée pour la première fois depuis 2019. Le 10 ans clôture le mois en hausse de 51 points de base, à 2,34%. Les spreads des obligations d'entreprises américaines se sont resserrés en mars, y compris pour les obligations de moins bonne qualité. Le rendement de l'indice corporate américain a augmenté de 36 points de base, pour clôturer le mois à 5,55%.

Les pays émergents ont également été impactés par la guerre en Europe et par ses dommages collatéraux. Cet impact est particulièrement significatif pour les pays avec une forte dépendance aux importations en provenance de Russie et d'Ukraine. Ce facteur géopolitique s'est ajouté à la flambée du prix des matières premières, et contribue à exacerber l'inflation et les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. La volatilité des marchés mondiaux, liée notamment aux risques géopolitiques, devrait persister et rendre plus incertaines encore les perspectives économiques.

Plusieurs banques centrales dans les pays émergents ont augmenté leur taux directeurs, dans le sillage de la Fed, avec comme objectif principal de maîtriser l'inflation. D'autres devraient suivre le mouvement, à l'exception notable de la Chine. En effet, les préoccupations déjà présentes en 2021 en Chine autour des restrictions réglementaires et de l'effondrement de l'immobilier continuent de peser sur l'économie. La réintroduction de mesures de confinement liées au Covid-19 est également source de nouvelles inquiétudes, avec davantage d'incertitude sur les perspectives de croissance. Les autorités chinoises ont tout de même quelque peu assoupli leur approche réglementaire, ce qui a engendré une légère hausse du crédit. Les marchés obligataires des autres pays émergents ont connu un début d'année particulièrement difficile, marqué par une faiblesse généralisée et une hausse significative des rendements. Les flux de capitaux sur la zone ont été négatifs en mars, avec des sorties qui s'élevaient à -9,8 milliards de dollars, dont -3,1 milliards pour la dette. Le rendement de l'indice corporate émergent s'établit en fin de mois à 9,88%.

Date de rédaction : 07/04/2022

Entreprises en vue

CBR

CBR, le détaillant allemand, a publié des résultats meilleurs que prévu pour le 4^e trimestre 2021. Les précommandes du 1^{er} trimestre 2022 et les prévisions pour l'exercice 2022 sont également positives, tandis que la société a annoncé le retour des dividendes aux actionnaires (64 millions d'euros au 1^{er} trimestre) plus tôt que prévu. Les ventes, de 157 millions d'euros au 4^e trimestre, ont augmenté de 23% en glissement annuel. L'EBITDA s'est élevé à 38 millions d'euros, au-dessus des 30 millions de l'année précédente et de notre estimation de 33 millions, grâce à une solide performance du commerce de gros. Celui-ci a plus que compensé la légère baisse du commerce électronique, attribuée à des coûts de transport plus élevés. La liquidité reste solide et le levier net s'établit à environ 3x, en prenant en compte le dividende annoncé. Les perspectives sont positives, avec des précommandes sur le commerce de gros en hausse de 18% en glissement annuel pour le 1^{er} semestre 2022 et en baisse de seulement -1% par rapport à l'exercice 2019, malgré les perturbations causées par le variant Omicron en janvier et février.

Horizon Therapeutics

La notation d'Horizon Therapeutics a été relevée par Moody's en mars. Les obligations de premier rang non garanties sont désormais notés Ba2. Cette décision a été prise en raison de la taille croissante d'Horizon (ventes supérieures à 3 milliards de dollars en 2021), des prix élevés pour ses médicaments, de sa bonne croissance et de barrières importantes à l'entrée du marché pharmaceutique. Selon Moody's, la société vise un levier financier brut de 2,0x, mais sa stratégie de fusions et acquisitions pourrait entraîner des hausses temporaires. Au 31 décembre 2021, le ratio dette nette/EBITDA était de 1,20x et Horizon disposait de plus de 1,58 milliard de dollars de trésorerie, contre une dette totale de 2,67 milliards de dollars.

InterCement

InterCement, le cimentier brésilien, a publié de solides résultats pour le 4^e trimestre 2021, avec des revenus en hausse de 38% en glissement annuel à 476 millions de dollars, grâce à une solide politique de prix et une stabilité des volumes. Malgré la hausse des coûts (coke de pétrole, gaz naturel), la société a réussi à augmenter sa marge d'EBITDA ajusté au cours du 4^e trimestre à 26,4% (contre 26,2% au 3^e trimestre 2021). Sur l'ensemble de l'année 2021, l'EBITDA ajusté a augmenté de 37% pour atteindre 470 millions de dollars, avec des marges en hausse de 90 points de base pour atteindre 27,7%. Le levier net consolidé a diminué à 2,8x. Sur la base de ces résultats positifs, Fitch a relevé la note d'InterCement de CCC à B-.

Émissions primaires significatives du mois

EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Teollisuuden Voima Oyj	2.625%	2027	EUR 600M	BB+

US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Ford Motor Credit	4.95%	2027	\$1.5Bn	BB+
Owens & Minor	6.625%	2030	\$600M	B

EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Aucune nouvelle émission ce mois				

Publications de notation

Diocle	Moody's	↗	B1
Fnac Darty	S&P	↗	BB+
Holcim	S&P	↗	BBB+
Kraft Heinz	S&P	↗	BBB-
Metinvest	S&P	↘	B-
OHLA	Moody's	↗	B3
Ontex	Moody's	↘	B2
Oriflame	Moody's	↘	B2
Paprec	S&P	↗	BB-
SGLT	Fitch	↗	B+
Stellantis	S&P	↗	BBB
Telecom Italia	S&P	↘	BB-
Tendam	Moody's	↗	B1

Date de rédaction : 07/04/2022

Evènements macro-économiques

Zone Euro : la croissance de l'activité commerciale a moins ralenti que prévu en mars. L'indice PMI est tombé à seulement 54,5 contre 55,5 en février, et dépasse les attentes du marché. Il est resté au-dessus du seuil de 50, ce qui signale une amélioration continue des conditions commerciales. Concernant les deux plus grandes économies de la zone, la croissance de l'activité commerciale s'est renforcée en France, tandis qu'elle a décéléré en Allemagne, bien qu'elle demeure robuste. Le taux d'inflation annuel de la zone a atteint un nouveau record historique pour le 4^e mois consécutif, avec 7,5% en mars contre 5,9% en février, bien au-dessus des prévisions du marché de 6,6%.

Allemagne : le taux d'inflation est attendu à 7,3% en mars, niveau le plus élevé depuis 1981 et bien au-dessus des attentes du marché (6,3%). L'indicateur du climat des affaires est tombé à son plus bas niveau en 14 mois, soit 90,8 en mars contre 98,9 en février, bien inférieur aux prévisions du marché de 94,2.

France : la confiance des consommateurs est tombée à 91 en mars, contre 97 le mois précédent, en dessous des prévisions du marché de 94. Il s'agit de la plus faible lecture depuis février 2021, bien en dessous de sa moyenne à long terme de 100. La guerre en Ukraine et la hausse de l'inflation pèsent notamment sur les attentes et le niveau de vie.

Etats-Unis : l'économie a progressé de 6,9% en rythme trimestriel annualisé au 4^e trimestre 2021, et de 5,7% sur l'ensemble de l'année 2021. Les économistes tablent sur une croissance de 3,5% pour 2022, ce qui représente toujours un niveau d'activité supérieur aux niveaux pré-pandémiques. Le marché de l'emploi reste d'autre part favorable. L'économie américaine a créé 431 000 emplois en mars, légèrement en-dessous des prévisions de 490 000. Le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau depuis deux ans, à 3,6%.

Brésil : l'indice manufacturier a atteint 52,3 en mars, contre 49,6 le mois précédent. Il s'agit de la première expansion de l'activité industrielle brésilienne depuis octobre 2021. Les chiffres de la production et des nouvelles commandes rebondissent. Le marché de l'emploi est également dans une dynamique positive.

Afrique du Sud : la banque centrale a relevé son taux de référence de 25 points de base, pour le porter à 4,25% en mars. Il s'agit de la troisième hausse consécutive en raison des risques accrus d'inflation, qui découlent notamment de la guerre en Ukraine. Les responsables politiques ont déclaré que les risques globaux pour les perspectives de croissance à moyen terme sont jugés équilibrés, tandis que les risques autour des perspectives d'inflation ont été réévalués à la hausse.

Indices de marché (à fin mars)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-0.12%	-4.83%	3.69	4.35%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-0.92%	-4.53%	4.44	5.93%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.15%	-4.28%	3.59	4.32%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-0.83%	-4.49%	4.55	5.55%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-3.24%	-11.62%	3.96	9.88%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-1.39%	-5.26%	5.09	1.54%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-2.64%	-7.74%	7.79	3.63%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	-3.97%	-9.07%	5.87	3.84%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-3.31%	-5.79%		0.55%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-3.93%	-6.49%		2.34%

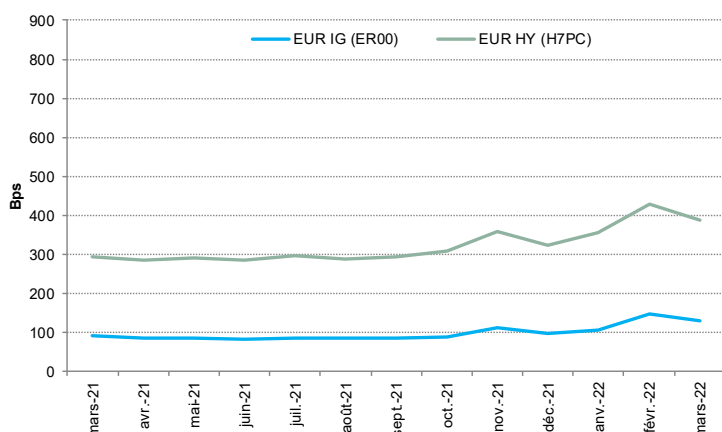
Inflation (à fin mars)		Mars	Février	Janvier	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	7.50%	5.90%	5.10%	3.40%	1.30%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		7.90%	7.50%	5.40%	2.60%

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

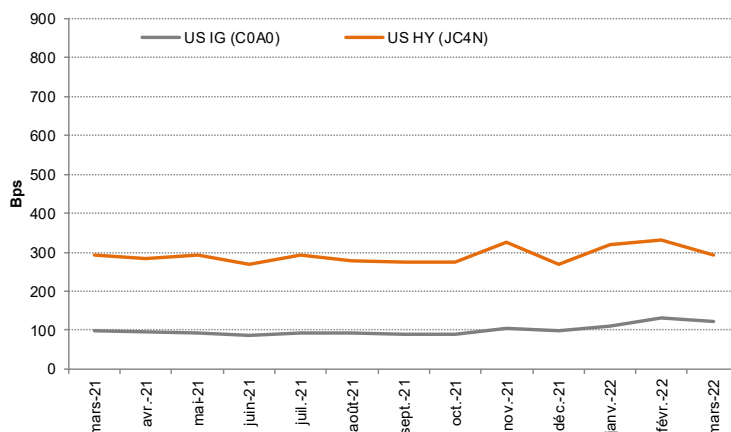
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 07/04/2022

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Mars	Février	Janvier	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	127	146	106	90
HE00	Haut Rendement Europe	410	450	374	322
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	395	431	363	301
ER30	Titres notés A Europe	107	123	91	76
ER40	Titres notés BBB Europe	151	170	123	106
HE10	Titres notés BB Europe	323	358	293	250
HE20	Titres notés B Europe	525	586	506	422
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	121	128	107	91
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	361	389	373	347
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	323	353	340	311
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	96	100	84	69
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	151	160	133	114
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	267	298	286	260
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	404	436	418	394
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	163	206	148	141
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	760	863	740	560
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	120	118	105	105
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	221	308	200	183
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	383	497	402	361
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	921	1218	1017	748

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 07/04/2022

Anaxis Asset Management

Anaxis est le spécialiste de la gestion crédit robuste pour les investisseurs convaincus des mérites de la gestion 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@anaxiscapital.com

www.anaxiscapital.com

