

Corporate Credit Monthly Update

Avril 2023

Europe

En Europe, les yeux des investisseurs sont restés tournés une bonne partie du mois de mars vers les turbulences du secteur bancaire, qui ont secoué les marchés financiers mondiaux. Après plusieurs jours d'incertitude, le Crédit Suisse a finalement dû être absorbé par son concurrent UBS, sous la contrainte du gouvernement suisse. La banque helvétique s'était retrouvée fragilisée par de nombreux scandales, ainsi que par le refus d'un éventuel soutien de la part de son principal actionnaire en cas de difficultés supplémentaires. Peu après, c'était au tour de la Deutsche Bank de connaître une forte baisse de son cours de bourse. Dans ce contexte tendu, la BCE a tout de même maintenu sa tendance restrictive, avec une hausse de taux de 50 points de base au début du mois de mars. La Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont également relevé leurs taux d'intérêt. L'inflation semble cependant marquer le pas, avec un ralentissement visible sur les données de mars. Sur le front de la guerre en Ukraine, le mois a été marqué par un enlisement du conflit, dans l'attente d'éventuelles offensives de printemps.

Les rendements des obligations d'Etat européennes sont en baisse sur le mois. Les investisseurs tentent en effet de digérer les dernières décisions de politique monétaire et d'évaluer l'impact des nouvelles hausses de taux sur les économies et sur le système financier mondial. Le rendement du Bund allemand à 10 ans clôture à fin mars en baisse de 36 points de base à 2,29%. Le marché européen du Haut Rendement a relativement bien résisté malgré la forte volatilité. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 7,20%.

Aux Etats-Unis, le secteur bancaire a lui aussi été mis sous pression, du fait de pertes latentes au bilan des banques sur les obligations souveraines américaines, pertes causées par le cycle agressif de hausses de taux. Cela a été particulièrement le cas pour les banques régionales, à l'instar de la Silicon Valley Bank (SVB). Après avoir subi une panique bancaire, cette banque spécialisée dans les start-ups américaines a dû se mettre sous administration judiciaire. Suite aux difficultés du secteur, la décision de la Fed sur la poursuite de sa politique était particulièrement attendue. L'institution a conservé sa ligne directrice, en relevant son taux directeur de 25 points de base supplémentaires à la fin du mois de mars, comme les mois précédents. La banque centrale a affirmé que la lutte contre l'inflation n'était pas encore terminée, et que le secteur bancaire demeurerait malgré tout résilient. Cette neuvième hausse en douze mois porte les taux à leur niveau le plus élevé depuis 2007. Les investisseurs anticipent désormais la fin du cycle de resserrement, voire un début de baisse, d'ici la fin de l'année.

Dans ce contexte peu favorable aux actifs risqués, la recherche de valeurs refuges a fait baisser les rendements des bons du Trésor. Le taux souverain à 10 ans finit le mois à 3,47%, en recul de 45 points de base. La courbe des rendements demeure inversée, bien que l'écart entre les rendements des bons du Trésor à 2 et à 10 ans se soit légèrement réduit en mars. Les spreads des obligations corporate américaines se sont élargis de 36 points de base pour le Haut Rendement et de 15 points pour l'Investment Grade. Cet élargissement a été inégalement réparti entre les secteurs. Logiquement, le secteur financier a subi le mouvement le plus important. Globalement, le rendement offert par l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,68%.

Etats-Unis

Emergents

Sur les marchés émergents, les bonnes perspectives annoncées pour 2023 ont été mises à mal par un premier trimestre volatil. La politique moins agressive de la Fed et les perspectives de redémarrage de la Chine ont été contrecarrées par les turbulences sur le secteur bancaire en mars. Bien que les rendements sur ce segment demeurent attractifs, les pays émergents devront faire preuve de résilience pour rassurer. Il reste à déterminer si ce seront les fondamentaux des entreprises émergentes, dans l'ensemble toujours solides, ou la contagion des événements macroéconomiques globaux qui décideront de la trajectoire sur cette zone dans les prochains mois. Malgré le risque de nouvelles crises dues à la fin de l'argent gratuit, les données des marchés émergents demeurent favorables, avec une croissance attendue supérieure à celle des pays développés, une baisse attendue de l'inflation et la poursuite du redémarrage de la Chine. L'inflation en Turquie a notamment été inférieure aux prévisions en mars, avec un ralentissement de la hausse des prix dans les secteurs de l'énergie et des transports. Dans l'ensemble, les banques centrales des pays émergents n'ont pas pris le parti d'augmenter leurs taux, qui sont restés inchangés sur le mois.

Au niveau des flux, plus de 40 milliards de dollars ont été investis dans les fonds actions des marchés émergents sur le mois de mars. Ce chiffre est le plus élevé depuis un an, avec près d'un quart de ce montant dans des fonds chinois. Les fonds obligataires ont connu de leur côté un retrait net d'environ 1,6 milliard de dollars. Les obligations à Haut Rendement des pays émergents ont notamment subi le retour de l'aversion au risque, les investisseurs exigeant un rendement plus élevé. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 11,29%.

Date de rédaction : 11/04/2023

Alain Afflelou (EU)

Alain Afflelou, l'opticien français, a publié des résultats solides pour le 2^e trimestre 22/23, avec un chiffre d'affaires en hausse de 10,1% à 106 millions d'euros et un EBITDA ajusté en hausse de 11% à 30 millions d'euros. Les bons résultats sur le marché français témoignent d'une surperformance pour cette enseigne historique, contrebalancée par une réduction prévue de l'activité dans le segment discount, ainsi que par une tendance négative sur le segment des aides auditives. Alain Afflelou ne paraît pas avoir été impacté par le sentiment en berne des consommateurs à la fin de l'année 2022, en raison de la nature de bien de nécessité de son offre. L'effet de levier net était à 5x, soit une amélioration de 0,3x par rapport au niveau de l'exercice 21/22.

Cimpress (US)

Cimpress, le fournisseur américain de produits et de services de marketing personnalisés dans le monde entier, a organisé son « Fiscal 2023 Mid-Year Investor Update » au cours duquel la société a rassuré les investisseurs sur ses perspectives à court terme. Le management anticipe en effet une croissance du chiffre d'affaires de 15% au 3^e trimestre de l'année fiscale 2023 (fin mars 2023) et une augmentation de 83% de l'EBITDA ajusté. En outre, il prévoit que l'effet de levier net soit ramené à 3,5x d'ici juin 2024 (contre environ 5,5x à l'heure actuelle). La société devrait bénéficier de son récent programme de réduction des coûts, ainsi que de son recentrage sur ses marchés les plus rentables. À la suite de cette publication, les actions de Cimpress ont connu une hausse de 42% pour atteindre une capitalisation boursière de 1,1 milliard de dollars, ce qui constitue un autre soutien potentiel pour les détenteurs d'obligations.

Ulker (EM)

Ulker, le producteur turc de confiseries, a annoncé de bons résultats pour le 4^e trimestre 2022, ainsi que la finalisation du refinancement de ses dettes à court terme arrivant à échéance cette année. Grâce à un fort pouvoir de fixation des prix, l'entreprise a vu son chiffre d'affaires augmenter de 29,8% en 2022 tandis que sa marge d'EBITDA a atteint 19,4%, contre un objectif de 18,6% fixé par le management. Le fonds de roulement est resté un poste important de consommation de la trésorerie tout au long de 2022, en raison du profil de croissance élevé de l'entreprise. Cependant, le cycle de conversion de la trésorerie est tombé à 97 jours selon le management (contre 116 jours en septembre 2022), ce qui a favorisé les flux de trésorerie disponible. L'effet de levier net a été réduit à 2,8x, contre 3,9x l'année dernière, grâce à des résultats solides et à une bonne gestion des liquidités.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
IHO Verwaltungs	8.75%	2028	€800M	BB-

Etats-Unis

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Teva Pharmaceuticals	7.875%	2029	\$600M	BB-
Triumph Group	9.00%	2028	\$1.20Bn	B2

Emergents

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Aucune nouvelle émission au mois de mars				

Date de rédaction : 11/04/2023

Publications de notation

Arcelik	S&P	↘	BB
Casino	Moody's	↘	Caa1
Dufry	S&P	↗	BB-
Electrolux	S&P	↘	BBB+
Grifols	Moody's	↘	B2
IAG	S&P	↗	BB+
Netflix	Moody's	↗	Baa3
NH Hotel	Moody's	↗	B2
Paprec	Moody's	↗	Ba3
Schaeffler	Moody's	↗	Baa3

Evénements macro-économiques

Europe

Zone Euro : l'indicateur du climat économique a reculé de 19,7 points en mars pour s'établir à 10, chiffre inférieur aux prévisions du marché, alors qu'il avait atteint un sommet de 29,7 le mois précédent. Il s'agit de la première baisse du sentiment après cinq mois consécutifs de hausse, dans un contexte d'incertitude accrue quant aux perspectives économiques, suite aux récentes turbulences du système financier.

Allemagne : l'indice PMI des services a atteint 53,9 en mars, contre 50,9 le mois précédent. Il dépasse les attentes et marque la 3^e expansion mensuelle consécutive, la plus rapide depuis mai 2022. La croissance de l'emploi a continué de s'accroître en mars dans ce secteur des services, avec des revendications salariales croissantes qui exercent des pressions à la hausse sur les coûts et qui ont pour conséquence de maintenir une inflation élevée.

France : le nombre de personnes inscrites au chômage a de nouveau diminué en février pour atteindre 2,78 millions, soit son niveau le plus bas depuis septembre 2011. Le marché de l'emploi demeure tendu, malgré les hausses de taux agressives de la BCE. Parallèlement, les manifestations contre la réforme des retraites se sont poursuivies, avec des grèves dans les raffineries, la collecte de déchets, les transports ferroviaires et aériens, et les écoles.

Suisse : le sauvetage de dernière minute de Crédit Suisse a contribué à stabiliser la situation globale, à travers une reprise par UBS imposée par le gouvernement. Fondée en 1856, Crédit Suisse était l'un des fleurons du secteur financier suisse. Cependant, la banque avait été fragilisée par des problèmes de gouvernance, une exposition coûteuse à la société financière Greensill Capital, qui s'est effondrée en 2021, une affaire de blanchiment d'argent et la perte de confiance de ses clients au cours des derniers mois. Plusieurs milliards de francs suisses de dépôts avaient été retirés. Fait marquant, l'autorité de régulation a demandé à la banque de ramener à zéro les 17 milliards de dollars d'obligations AT1, tandis que les actionnaires recevront des compensations.

US & Emergents

Etats-Unis : l'indice PMI des services est passé de 50,6 en janvier à 53,8 en mars, dépassant largement les attentes du marché (50,5). Il s'agit de l'augmentation la plus rapide depuis avril 2022. Cette reprise est liée à une demande plus forte au niveau domestique comme international, et à un climat plus favorable pour l'activité des entreprises. Les nouvelles commandes ont augmenté pour la première fois depuis septembre dernier.

Chine : l'effondrement des bénéfices des entreprises industrielles chinoises s'est accentué au cours des premiers mois de 2023, du fait d'une demande en berne et de coûts élevés. La 2^e économie mondiale peine à se débarrasser des effets à long terme de la pandémie. La forte contraction de 22,9% des bénéfices en glissement annuel fait suite à une chute de 4% pour l'ensemble de l'année 2022.

Brésil : la banque centrale a maintenu en mars son taux directeur inchangé à 13,75% pour la 5^e fois, conformément aux attentes du marché. Elle prévoit de maintenir sa stratégie sur une période plus longue afin d'assurer un retour à la normale de l'inflation, et précise qu'elle n'hésitera pas à reprendre le cycle de resserrement si ce processus ne se déroule pas comme prévu. Les indicateurs les plus récents de l'activité économique du pays continuent cependant à corroborer le scénario de décélération.

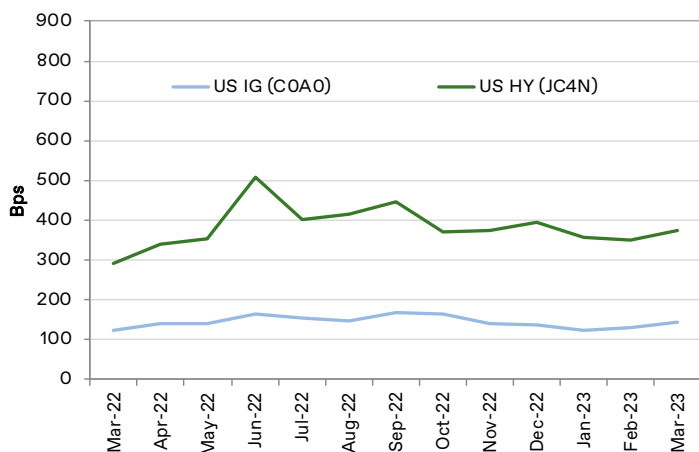
Indices de marché

Indices (à fin mars)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	-0.36%	2.65%	3.17	7.42%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	1.13%	3.68%	4.08	8.44%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.14%	3.21%	3.06	7.20%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	1.55%	3.60%	4.17	7.68%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	-0.20%	1.46%	3.56	11.29%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	1.02%	1.57%	4.57	4.17%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	2.56%	3.45%	7.00	5.25%	
EMIC	Investment Grade Emergents	1.40%	2.24%	5.27	5.53%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	2.88%	2.23%		2.29%	
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	3.67%	3.54%		3.47%	
Inflation (à fin mars)						
Inflation réalisée		Mars	Février	Janvier	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	6.90%	8.50%	8.60%	9.90%	7.40%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		6.00%	6.40%	8.20%	8.50%

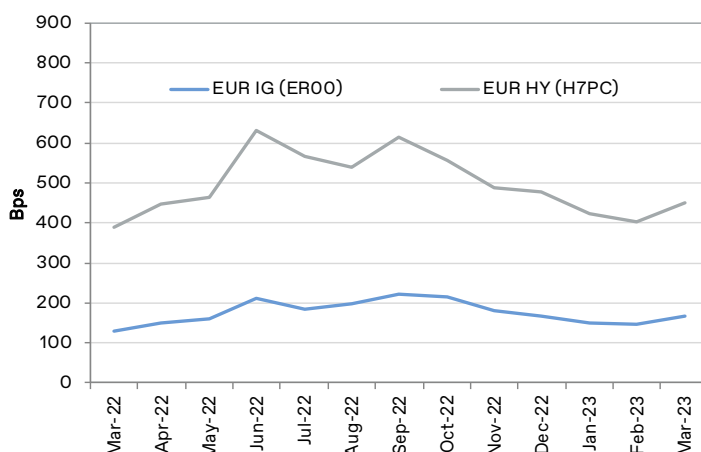
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 11/04/2023

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Mars	Février	Janvier	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	170	148	153	127
HE00	Haut Rendement Europe	489	436	455	410
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	458	412	431	395
ER30	Titres notés A Europe	146	128	129	107
ER40	Titres notés BBB Europe	201	175	182	151
HE10	Titres notés BB Europe	375	331	340	323
HE20	Titres notés B Europe	564	507	537	525
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	148	132	127	121
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	468	430	436	361
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	393	365	371	323
COA3	Titres notés A Etats-Unis	126	109	104	96
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	181	164	158	151
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	307	296	295	267
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	506	451	468	404
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	179	151	161	163
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	750	662	636	760
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	128	111	119	120
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	252	211	219	221
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	456	388	373	383
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	702	616	645	921

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

