

Corporate Credit Monthly Update

Février 2024

Europe

L'économie de la zone euro continue à s'améliorer timidement, avec une Allemagne qui reste cependant à la traîne. Cette croissance au ralenti en Europe contraste avec l'économie américaine toujours robuste, ce qui a contribué à affaiblir davantage l'euro. Les données de l'IPC de base ont montré un ralentissement de l'inflation dans la région. Le marché du travail de la zone euro reste proche du plein emploi, avec un taux de chômage historiquement bas de 6,4%. La BCE a maintenu ses taux d'intérêt de référence inchangés et Mme Lagarde a indiqué dans ses déclarations que les baisses de taux ne commenceraient pas de sitôt. Un assouplissement de la politique monétaire reste cependant très probable cette année, malgré l'incertitude quant au calendrier.

Les marchés obligataires continuent à tabler sur cet assouplissement monétaire de la BCE en 2024. La demande sur cette classe d'actifs est restée forte au cours du mois, avec des flux entrants positifs et d'importants volumes négociés sur le marché secondaire. L'activité sur le marché primaire s'est également intensifiée, avec des volumes élevés d'émission. Les émetteurs de nouvelles obligations ont profité de l'amélioration des conditions du marché pour refinancer leurs échéances à 2025 et 2026. Cette offre a été facilement absorbée par les investisseurs. Les spreads du Haut Rendement européen se sont resserrés de 25 points de base au cours du mois. Ce segment de notation a notamment surperformé le Haut Rendement américain. Sur les taux, le Bund à 10 ans a gagné 15 points de base à 2,17%. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 6,05%.

Aux Etats-Unis, la résilience de l'économie et les discours plus restrictifs de la Réserve fédérale ont affaibli les anticipations de baisse des taux d'intérêt sur les prochains mois. Les indicateurs économiques ont notamment reflété cette vigueur surprenante de l'activité, avec une croissance robuste du PIB, des créations d'emplois, une confiance soutenue des consommateurs et une inflation en légère augmentation. Ces facteurs positifs rendent plus difficile la justification de baisses de taux à court terme. Le dollar américain s'est significativement renforcé en janvier par rapport aux devises des autres pays développés et à celles des pays émergents. Sur le plan géopolitique et militaire, les États-Unis et le Royaume-Uni ont mené des frappes aériennes sur des cibles houthies au Yémen, ce qui a perturbé les routes commerciales de la mer Rouge et entraîné des ruptures d'approvisionnement. Cette situation a également eu comme conséquence une flambée des prix du pétrole en janvier d'environ 6%.

Après quelques mois très positifs pour les marchés américains actions et obligataires en fin d'année 2023, le mois de janvier a été plus modéré. Si les taux d'intérêt ont fait preuve d'une certaine volatilité au cours du mois, le rendement du Trésor américain à 10 ans finit quasiment inchangé (+3 points de base) à 3,91%. Les spreads de crédit se sont légèrement resserrés pour l'Investment Grade tandis qu'ils se sont élargis pour le Haut Rendement. Le rendement de l'indice corporate américain s'établit en fin de mois à 7,14%.

Etats-Unis

Emergents

Dans les pays émergents, la volatilité géopolitique est restée élevée. Le conflit au Moyen-Orient a montré quelques signes d'escalade après que les États-Unis ont accusé des militants soutenus par Téhéran d'avoir effectué une attaque de drone sur une base militaire américaine. La Chine a continué à montrer de la faiblesse au niveau économique. La banque centrale chinoise a annoncé une forte réduction des réserves bancaires afin d'envoyer un signal de soutien. Le pays continue à faire face à une déflation, à la défiance des consommateurs et à la surconstruction dans le secteur immobilier. Les marchés de Hong Kong et de Corée du Sud ont également reculé, leurs liens commerciaux étroits avec la Chine ayant renforcé les craintes des investisseurs.

Le mois de janvier a été marqué par un nombre important d'émissions dans la classe d'actifs de la dette des marchés émergents. Les fondamentaux et les données techniques du crédit restent favorables, avec des entreprises qui ont été relativement prudentes dans la gestion de leurs bilans au cours des deux dernières années. Conséquence de cette bonne gestion, les taux de défaut devraient se maintenir aux niveaux actuels. L'Investment Grade émergent a reculé en janvier (-0.11%), principalement en raison de sa plus grande sensibilité à la hausse des rendements américains. Les spreads de crédit se sont resserrés pour le Haut Rendement et en conséquence ce segment de notation a surperformé (+1.68%). Les flux de capitaux vers les pays émergents se sont élevés à 35,8 milliards de dollars en janvier, composés de +42,7 milliards pour la dette et de -6,9 milliards pour les actions. Les fonds obligataires font l'objet d'un afflux important de capitaux à l'échelle globale, principalement en raison de la nette amélioration des rendements par rapport à ces dernières années. Le rendement de l'indice corporate émergent termine le mois à 9,30%.

Date de rédaction : 12/02/2024

Atalian (EU)

Atalian, la société de gestion d'infrastructures, a conclu un accord sur un plan de refinancement avec un groupe ad-hoc de détenteurs d'obligations. La société devrait disposer d'une trésorerie d'environ 582 millions d'euros à la fin de l'exercice 2023. Dans le cadre de ce plan, Atalian remboursera environ 400 millions d'euros d'obligations en numéraire, répartis à raison de 60-40 entre les détenteurs d'obligations 2024 et 2025. Sur ces 400 millions d'euros de remboursement en numéraire, 100 millions seront partagés uniquement par les détenteurs d'obligations qui acceptent l'accord dans les 10 jours ouvrables suivant le lancement de l'offre d'échange. Les obligations restantes seront échangées contre 836 millions d'euros d'obligations à échéance 2028, avec un coupon global de 8,5% (coupon de 3,5% en numéraire et coupon PIK de 5%). L'opération proposée permettra d'allonger le profil de maturité de la société sans décote de la dette. Il s'agit globalement d'un accord équitable du point de vue des détenteurs d'obligations.

Cinemark (US)

Moody's a relevé la note de Cinemark de B2 à B1, tandis que la notation de ses obligations garanties de premier rang à 8,75% a été relevée de Ba2 à Ba1. Moody's a cité l'amélioration de la performance opérationnelle de Cinemark et ses politiques financières prudentes comme principaux moteurs de cette révision à la hausse. Bien que l'agence de notation anticipe une baisse du box-office américain en 2024 par rapport à l'année dernière, principalement en raison des grèves à Hollywood, elle s'attend à ce que Cinemark continue à augmenter ses revenus par client et à générer des flux de trésorerie disponibles positifs. L'endettement total devrait augmenter temporairement pour atteindre la fourchette de 4,5x-5x en 2024, contre 4,2x actuellement, avant de tendre vers le niveau des 4x en 2025 et après.

FS Bioenergia (EM)

FS Bioenergia, le plus grand producteur brésilien d'éthanol à base de maïs, a émis une nouvelle obligation verte à 7 ans avec un coupon de 8,875%. Le produit de cette émission devrait servir à financer le remboursement anticipé de ses obligations garanties de premier rang 2025 récemment proposé, ainsi que les besoins généraux de l'entreprise. FS Bioenergia bénéficie de ses trois usines de pointe stratégiquement situées et des incitations offertes à cette industrie par les autorités brésiliennes. À la fin du mois de septembre 2023, l'émetteur a déclaré un chiffre d'affaires net d'environ 1,5 milliard de dollars et un EBITDA ajusté d'environ 314 millions, tandis que l'effet de levier net était de 3,3x.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Cirsa	6.50%	2029	€450M	B+
Goldstory	6.75%	2029	€500M	B+

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Caesars Entertain.	6.50%	2032	\$1.50Bn	B+
Chobani	7.625%	2029	\$500M	Caa1

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
FS Luxembourg	8.99%	2031	\$500M	Ba3
Oman Telecom	5.375%	2031	\$500M	Ba2

Date de rédaction : 12/02/2024

Publications de notation

Adient	Moody's	➔	B1
Atos	S&P	➔	B-
Baxter International	Fitch	➔	BBB-
Cirsa	S&P	➔	B+
Deutsche Lufthansa	Moody's	➔	Baa3
Eurogrid	Moody's	➔	Baa2
Mytilineos SA	S&P	➔	BB+
TeamSystem	Moody's	➔	B2

Zone Euro : l'indice PMI composite a atteint son plus haut niveau depuis six mois à 47,9 en janvier, contre 47,6 le mois précédent. Bien qu'il reste en dessous du seuil critique de 50, qui indique une réduction de l'activité commerciale dans la zone euro, le taux de déclin a été le plus faible depuis juillet 2023.

BCE : la banque centrale a maintenu ses taux d'intérêt inchangés lors de sa première réunion de 2024 et s'est engagée à les conserver à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour ramener l'inflation à son objectif de 2%. Ce discours s'impose malgré les inquiétudes concernant une récession imminente et un affaiblissement progressif des pressions inflationnistes.

Allemagne : l'inflation est tombée à 2,9% en glissement annuel en janvier, contre 3,7% le mois précédent, en deçà du consensus du marché de 3%. Il s'agit du taux le plus bas depuis juin 2021, en partie du fait d'un ralentissement de l'inflation des biens.

France : après la démission d'Elisabeth Borne, le président Emmanuel Macron a nommé le Ministre de l'Education, Gabriel Attal, au poste de Premier Ministre. Agé de 34 ans, ce dernier devient le plus jeune chef de gouvernement sous la Ve République française. Il a la charge de donner un nouvel élan politique, notamment à travers un remaniement ministériel.

Etats-Unis : les données sur l'emploi ont largement dépassé les attentes, ce qui a affaibli les anticipations d'une réduction précoce des taux d'intérêt de la part de la Fed. L'économie américaine a créé 353 000 emplois le mois dernier, soit le double des 180 000 prévus. La croissance des salaires s'est accélérée également de manière inattendue.

Chine : le PMI manufacturier officiel s'est établi à 49,2 en janvier, en ligne avec les prévisions du marché. Il est en légère hausse par rapport au plus bas niveau de 49 enregistré en décembre 2023. Il s'agit cependant du 4^e mois consécutif de contraction de l'activité industrielle, alors que Pékin s'efforce de stimuler la reprise économique dans un contexte de pression déflationniste, de demande atone et de faiblesse persistante du secteur immobilier.

Brésil : la banque centrale a réduit son taux directeur de 50 points de base à 11,25% en janvier, conformément aux attentes. Dans le même temps, les données macroéconomiques récentes témoignent d'un marché du travail robuste, de coûts de production en baisse et d'une expansion de l'indice PMI pour la première fois depuis août 2023 (à 52,8). Le taux de chômage a atteint son plus bas niveau depuis près de dix ans, à 7,4%.

Equateur : le gouvernement a déclaré l'état d'urgence en janvier, après l'évasion d'un dangereux narcotrafiquant d'une prison de haute sécurité et l'éclatement de troubles. Le pays est confronté à une situation politique et sociale délicate. Alors qu'il bénéficiait d'un statut historiquement pacifique parmi les nations sud-américaines, il doit désormais mener une lutte difficile pour l'ordre social, face au trafic de stupéfiants et aux problèmes liés à la pauvreté.

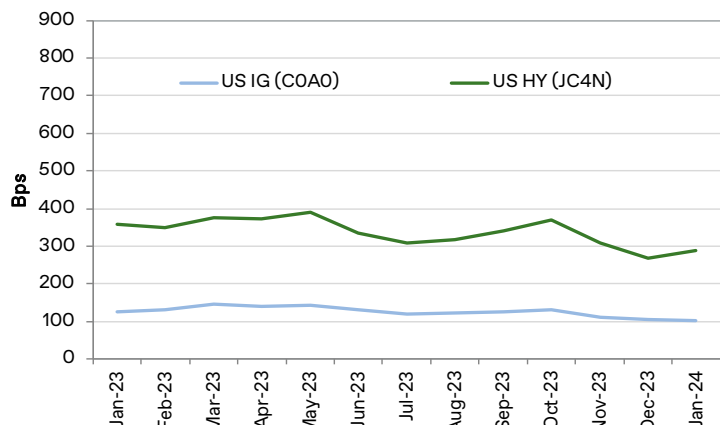
Indices de marché

Indices (à fin janvier)		Performance		Duration	Rendement	
		MTD	YTD	DTW	YTW	
Haut Rendement						
HE00	Haut Rendement Europe	0.83%	0.83%	2.95	6.29%	
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	0.01%	0.01%	3.63	7.81%	
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.83%	0.83%	2.82	6.05%	
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.06%	0.06%	3.70	7.14%	
HYEF	Haut Rendement Emergents Hors Financières	1.68%	1.68%	3.54	9.30%	
Investment Grade						
ER00	Investment Grade Europe	0.09%	0.09%	4.44	3.58%	
COA0	Investment Grade Etats-Unis	0.15%	0.15%	6.77	5.16%	
EMIC	Investment Grade Emergents	-0.11%	-0.11%	5.25	5.37%	
Obligations d'Etat						
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-0.64%	-0.64%		2.17%	
G4O2	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	0.02%	0.02%		3.91%	
Inflation (à fin janvier)						
Inflation réalisée		Janvier	Décembre	Novembre	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.80%	2.90%	2.40%	5.30%	8.60%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.40%	3.10%	3.20%	6.40%

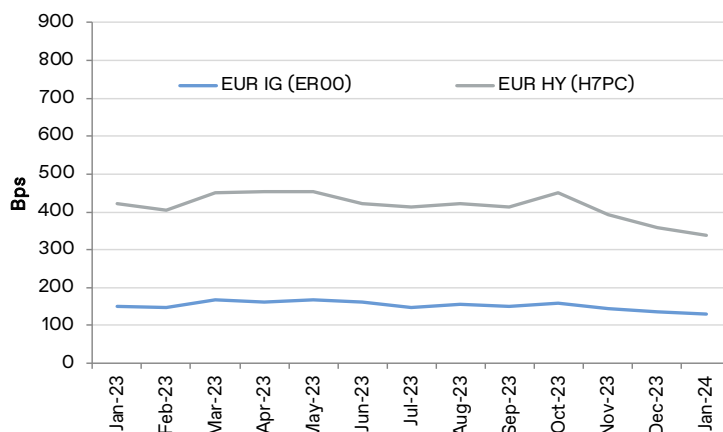
Month-to-date = MTD Duration-to-worst = DTW
Year-to-date = YTD Yield-to-worst = YTW

Source : Merrill Lynch
Date de rédaction : 12/02/2024

US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

		Janvier	Décembre	Novembre	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	133	139	148	153
HE00	Haut Rendement Europe	395	406	438	455
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	351	376	407	431
ER30	Titres notés A Europe	119	123	130	129
ER40	Titres notés BBB Europe	154	163	173	182
HE10	Titres notés BB Europe	289	306	333	340
HE20	Titres notés B Europe	467	465	495	537
Etats-Unis					
COA0	Investment Grade Etats-Unis	103	106	113	127
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	376	358	397	436
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	310	295	329	371
COA3	Titres notés A Etats-Unis	87	90	95	104
COA4	Titres notés BBB Etats-Unis	128	132	142	158
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	245	234	254	295
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	385	369	418	468
Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	137	135	139	161
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	534	571	598	636
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	108	104	105	119
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	186	188	197	219
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	355	371	373	373
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	525	577	659	645

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

