

Corporate Credit Monthly Update

Août 2024

Europe

L'économie européenne affiche une croissance bien plus modérée que celle des États-Unis, avec des signes préoccupants de ralentissement, notamment en Allemagne. Ce contexte macroéconomique a été exacerbé par les incertitudes politiques en France et au Royaume-Uni. En France, les élections ont débouché sur un résultat inattendu, l'alliance de gauche du Nouveau Front Populaire ayant remporté le plus grand nombre de sièges, suivie par les partis du centre (Ensemble) et d'extrême-droite (Rassemblement national). Aucune majorité claire ne s'est dégagée. La situation politique reste floue, et aucun calendrier précis pour la formation d'un gouvernement n'a encore été établi. Au Royaume-Uni, en revanche, le résultat des élections a été beaucoup plus net, avec une victoire écrasante du Parti travailliste. En réponse au ralentissement de la croissance économique et aux progrès réalisés en matière de réduction de l'inflation, plusieurs banques centrales européennes ont déjà amorcé leur cycle d'assouplissement monétaire, dont la BCE et la Banque d'Angleterre. Conformément aux attentes, la BCE a cependant maintenu le statu quo lors de sa réunion de juillet. Elle a souligné qu'elle restait dépendante des données macroéconomiques dans le cadre d'éventuelles nouvelles mesures.

Les rendements des obligations souveraines ont baissé au mois de juillet en Europe, ce qui a profité à l'ensemble du marché. Les Bund à 7-10 ans ont ainsi terminé le mois à 2,23%. Dans le même temps, les obligations d'entreprises Investment Grade ont très bien performé, car elles ont bénéficié également d'un resserrement des spreads de crédit, facteur supplémentaire de hausse. Sur le Haut Rendement, les spreads sont restés relativement stables et le portage et la durée, sensible aux taux d'intérêt, ont été les principaux déterminants de la performance. Concernant le marché primaire européen, près de 70 milliards d'euros ont désormais été émis depuis le début d'année. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit en fin de mois à 5,86%.

Aux États-Unis, la croissance économique reste robuste bien qu'elle ait ralenti, soutenue principalement par la consommation des ménages et l'augmentation des investissements des entreprises. Ces derniers ont progressé sur les six derniers trimestres et témoignent d'un potentiel accroissement de la productivité. Les récentes publications macroéconomiques, associées aux déclarations du président de la Fed, Jerome Powell, ont renforcé les attentes d'une éventuelle baisse des taux dans les mois à venir. Celle-ci serait motivée par le ralentissement de l'inflation et des indicateurs du marché de l'emploi plus faibles. Néanmoins, la Fed a choisi de maintenir ses taux d'intérêt inchangés en juillet, tout en laissant entrevoir la possibilité d'une première baisse en septembre. Le prix du pétrole a chuté de -4,5% en juillet, effaçant quasiment tous les gains enregistrés en juin. Cette baisse est notamment attribuée aux données économiques décevantes en provenance de Chine, principal consommateur mondial, et à une réaction politique des autorités jugée insuffisante. Parallèlement, le dollar américain s'est déprécié de -1,7% par rapport à un panier de devises majeures, dans ce contexte d'assouplissement désormais imminent de la politique monétaire de la Fed.

Pour le deuxième mois consécutif, les marchés américains ont affiché des performances positives. La baisse des rendements sur les taux a tiré le reste du marché obligataire. Le rendement des bons du Trésor sur la tranche 7-10 ans est passé de 4,37% à 4,02% sur le mois, en anticipation de la possibilité d'une baisse des taux de la Fed en septembre. La courbe des rendements entre les obligations à 2 et 10 ans s'est légèrement redressée, atteignant -20 points de base à la fin du mois, son inversion la plus faible depuis janvier. Sur le crédit corporate, les obligations Investment Grade ont surperformé celles de moindre qualité. Les spreads sont restés stables et demeurent à des niveaux toujours historiquement serrés, notamment pour le Haut Rendement. Après un premier semestre très dynamique sur le marché des nouvelles émissions, le mois de juillet a été plus calme en raison de la pause estivale. Depuis le début de l'année, le volume brut des émissions à Haut Rendement aux États-Unis s'élève à environ 170 milliards de dollars. Le rendement de l'indice corporate américain s'établit à 7,20% en fin de mois.

Emergents

Dans les pays émergents, la reprise économique de la Chine continue à se faire à un rythme lent, accompagnée d'une réponse politique qui ne convainc pas les marchés. La deuxième économie mondiale a enregistré au second trimestre sa croissance la plus basse en plus d'un an, en raison de la faiblesse de la demande intérieure et extérieure. Par ailleurs, l'activité manufacturière s'est contractée en juillet, tandis que les secteurs de la construction et des services ont également montré des signes de ralentissement. Face à cette situation préoccupante, la Banque Populaire de Chine a pris des mesures supplémentaires en réduisant de manière inattendue plusieurs de ses taux d'intérêt. Ces mesures soulignent l'urgence accrue pour les autorités de parvenir à rassurer et à soutenir la croissance.

Les marchés de la dette d'entreprise des pays émergents ont bien performé en juillet. Les segments Investment Grade et Haut Rendement ont tous deux enregistré des gains notables, avec des performances respectives de +1,75% et +1,67%. Ces résultats ont été largement aidés par la baisse des rendements sur les bons du Trésor américain, alors que les spreads se sont légèrement élargis au cours du mois sur ces deux segments. Malgré les incertitudes économiques et géopolitiques persistantes, ces marchés font preuve de résilience, grâce notamment à la solidité des fondamentaux des entreprises. A fin de mois, le rendement de l'indice émergent s'établit à 8,30%.

Date de rédaction : 09/08/2024

PeopleCert (EU)

PeopleCert, fournisseur de certifications, d'évaluations et d'examens, a publié des résultats satisfaisants pour le 2^e trimestre 2024 en juillet. Les ventes ont baissé de 3,2% en glissement annuel à 32 millions de livres sterling et la marge d'EBITDA s'est resserrée d'environ 280 points de base pour atteindre 58%. Selon la société, cette évolution en retrait des ventes est due à une comparaison peu favorable sur le mois de juin, car ce mois a représenté 13% des ventes annuelles du groupe pour l'exercice 2023 au lieu des 8% habituels. Les flux de trésorerie ont diminué en raison de la baisse de l'EBITDA et de l'augmentation du fonds de roulement, mais sont restés à un niveau sain de 13,5 millions de livres. La dette nette s'est améliorée séquentiellement, passant de 179 millions de livres à 164 millions. L'effet de levier net déclaré était de 2,4x, en baisse de -0,2x. Les liquidités sont restées solides, comprenant 90 millions de livres sterling en cash et 60 millions en crédit renouvelable. Le management anticipe une amélioration des ventes et de l'EBITDA pour l'ensemble de l'exercice 2024, avec des marges d'EBITDA qui devraient être supérieures à 60% (contre 56% à ce 2^e trimestre sur les douze derniers mois). PeopleCert ne prévoit pas de verser de dividendes significatifs. La société continue en outre à surveiller les opportunités de fusions et acquisitions, cependant rien de concret n'a été divulgué pour le moment.

IQVIA (US)

IQVIA, qui opère dans la santé et la technologie, a publié des résultats satisfaisants pour le 2^e trimestre 2024. Ses deux segments d'activité ont connu une belle croissance. Le chiffre d'affaires de la branche Technology & Analytics Solutions (TAS) a augmenté de 2,3% en glissement annuel (ou 3,5% à taux de change constant), tandis que celui de la branche Research & Development Solutions (RDS) a augmenté de 2,4% (3,3% à taux de change constant). L'EBITDA ajusté a atteint 887 millions de dollars, en hausse de 2,7% sur un an, avec une marge de 23,3%. L'effet de levier net a diminué à 3,25x. Le management a affiné ses prévisions pour l'ensemble de l'année 2024, avec un chiffre d'affaires compris entre 15,425 et 15,525 milliards de dollars et un EBITDA ajusté entre 3,705 et 3,765 milliards.

TAV Airports (EM)

TAV Airports, opérateur turc de 15 aéroports dans 8 pays, a publié de bons résultats pour le 2^e trimestre 2024. Le chiffre d'affaires ressort en hausse de 33% en glissement annuel à 411 millions d'euros et l'EBITDA en hausse de 26% à 129 millions d'euros, avec une marge de 31% (-189 points de base en glissement annuel). Le levier net publié s'est amélioré de 0,4x par rapport au trimestre précédent pour atteindre 3,8x, dans les limites des prévisions annuelles de 3,5x à 4,5x. La société a réitéré ses prévisions pour l'ensemble de l'exercice 2024 : un chiffre d'affaires à 1 535 millions d'euros, un EBITDA à 460 millions et un levier net en ligne avec la fourchette mentionnée. TAV a cependant révisé de 12% à la hausse ses prévisions de dépenses d'investissement, à 280 millions d'euros, en raison de son investissement à Almaty. Le management a également souligné que les constructions du terminal d'Antalya et de la piste d'Ankara sont en bonne voie (achevées à 84% et 58% respectivement) et devraient être ouvertes respectivement au 1^{er} trimestre et à la fin de l'exercice 2025. TAV a en outre candidaté pour le contrat d'exploitation et de maintenance de l'aéroport international de Koweït, qui ne nécessiterait aucun investissement.

Emissions primaires significatives

Europe

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Afflelou	6.00%	2029	€560M	B+
Rossini Recordati	6.75%	2029	€1Bn	B

Etats-Unis

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Cinemark	7.00%	2032	\$500M	BB-
Wilsonart LLC	11.00%	2032	\$500M	B-

Emergents

Émetteur	Rendement	Maturité	Montant	Note
Georgia Global Utilities	8.875%	2029	\$300M	BB-
Zhongsheng Group	6.03%	2028	\$600M	BBB

Date de rédaction : 09/08/2024

Événements macro-économiques

Europe

Zone Euro : l'économie a progressé de 0,3% au 2^e trimestre 2024, dépassant légèrement les prévisions. Cependant, des indicateurs économiques mitigés assombrissent les perspectives pour le reste de l'année. Si la France et l'Espagne ont enregistré de bons résultats, les problèmes de compétitivité dans la zone euro restent préoccupants. L'économie allemande s'est contractée de manière inattendue de -0,1% au cours de la même période, dénotant avec les autres membres.

Allemagne : l'indicateur du climat des affaires a baissé pour le troisième mois consécutif à 87 en juillet, son plus bas niveau depuis février, contre 88,6 en juin et des prévisions de 88,9. Le sentiment s'est considérablement dégradé pour les entreprises allemandes. Cette détérioration a touché l'industrie manufacturière, les services, le commerce et la construction.

Royaume-Uni : la Banque centrale a abaissé son taux de référence de 25 points de base à 5% lors de sa réunion de début août. Elle s'aligne ainsi sur les attentes du marché, mais a souligné qu'elle agira avec prudence dans l'assouplissement de sa politique monétaire, afin de s'assurer que l'inflation reste modérée.

US & Emergents

Etats-Unis : la faiblesse des données sur l'emploi a provoqué des remous, renforçant les craintes d'un ralentissement de l'économie. Le taux de chômage a atteint 4,3% en juillet et seulement 114 000 emplois ont été créés, contre une augmentation de 179 000 le mois précédent, et bien en deçà des attentes de 175 000. En outre, la croissance des salaires a ralenti plus que prévu. Cela vient s'ajouter à une série de signaux indiquant que l'économie cède face aux taux d'intérêt restrictifs de la Fed, notamment avec une contraction plus forte que prévu du secteur manufacturier.

Chine : le PMI manufacturier Caixin est passé de 51,8 en juin à 49,8 en juillet, manquant ainsi les prévisions du marché qui tablaient sur 51,5. Il s'agit de la première contraction de l'activité industrielle depuis octobre dernier (sous le seuil des 50). Les nouvelles commandes ont notamment reculé, après avoir augmenté au cours des 11 mois précédents, en raison de la faiblesse de la demande.

Inde : le PMI manufacturier a atteint 58,5 en juillet, contre 58,3 le mois précédent, ce qui témoigne d'une amélioration significative de l'activité. Il s'agit de l'expansion la plus rapide de l'industrie indienne depuis avril dans un contexte économique favorable, grâce notamment à une accélération de la croissance au niveau de la production.

Corée du Sud : les exportations ont augmenté de 13,4% en glissement annuel pour atteindre 57,4 milliards de dollars en juillet, en retrait par rapport aux prévisions de 18,4%. Il s'agit cependant du dixième mois consécutif de hausse et de la croissance la plus forte depuis janvier, soutenue par une demande robuste des semi-conducteurs.

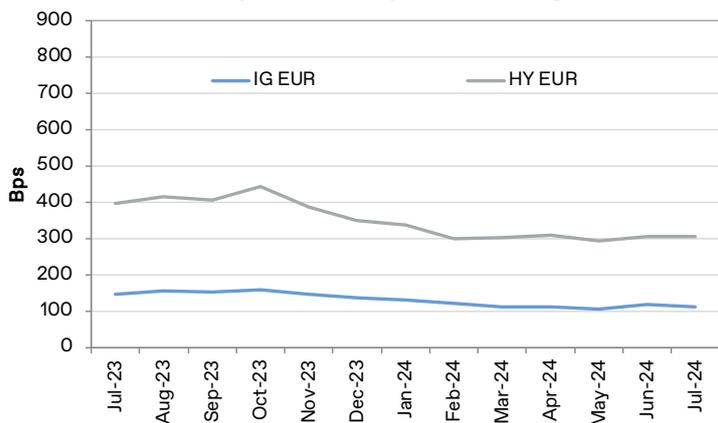
Indices de marché

Indices (à fin juillet)	Performance				
	MTD	YTD	Duration	Rendement	
Haut Rendement					
Corporate Haut Rendement Europe	1.24%	4.25%	3.05	6.42%	
Corporate Haut Rendement Etats-Unis	1.95%	4.54%	3.26	7.58%	
Corporate Haut Rendement Europe Hors Financières	1.14%	3.81%	3.00	5.86%	
Corporate Haut Rendement Etats-Unis Hors Financières	1.81%	4.30%	3.27	7.20%	
Haut Rendement Pays Emergents	1.67%	8.27%	3.81	8.30%	
Investment Grade					
Corporate Investment Grade Europe	1.77%	2.40%	4.60	3.60%	
Corporate Investment Grade Etats-Unis	2.37%	2.14%	6.87	5.15%	
Investment Grade Pays Emergents	1.75%	2.61%	6.09	5.27%	
Obligations d'Etat					
Obligations d'Etat allemandes 7-10 ans	1.81%	-0.59%		2.23%	
Obligations d'Etat américaines 7-10 ans	2.89%	1.37%		4.02%	
Inflation (à fin juillet)					
Inflation réalisée	Juillet	Juin	Mai	6M	12M
Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	2.60%	2.50%	2.60%	2.80%	5.30%
Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		3.00%	3.30%	3.10%	3.20%

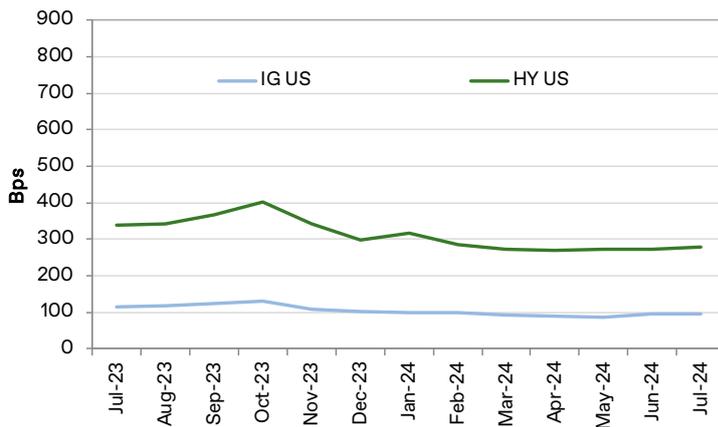
Month-to-date = MTD
Year-to-date = YTD

Date de rédaction : 09/08/2024

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads

	Juillet	Juin	Mai	12 mois
Europe				
Corporate Investment Grade Europe	110	118	107	147
Corporate Haut Rendement Europe	358	355	334	430
Corporate Haut Rendement Europe Hors Financières	307	306	292	398
Corporate Titres notés A Europe	98	105	94	128
Corporate Titres notés BBB Europe	128	137	125	173
Corporate Titres notés BB Europe	221	225	199	319
Corporate Titres notés B Europe	414	435	414	519
Etats-Unis				
Corporate Investment Grade Etats-Unis	95	95	86	115
Corporate Haut Rendement Etats-Unis	318	314	310	371
Corporate Haut Rendement Etats-Unis Hors Financières	278	274	272	338
Corporate Titres notés A Etats-Unis	82	81	73	97
Corporate Titres notés BBB Etats-Unis	117	116	107	142
Corporate Titres notés BB Etats-Unis	191	180	185	242
Corporate Titres notés B Etats-Unis	290	290	288	384
Emergents				
Investment Grade Pays Emergents	113	104	101	129
Haut Rendement Pays Emergents	409	406	403	605
Corporate Titres notés A Pays Emergents	92	83	80	99
Corporate Titres notés BBB Pays Emergents	149	140	135	174
Corporate Titres notés BB Pays Emergents	267	260	252	345
Corporate Titres notés B Pays Emergents	424	408	389	584

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

