

Corporate Credit Monthly Update

Septembre 2020

La croissance des cas de Covid-19 à travers le continent européen, en raison de la période de vacances estivales et après l'assouplissement des mesures de confinement, a menacé la reprise européenne, comme le montrent les données économiques : les PMIs pour la zone euro en août suggèrent une perte d'élan dans la reprise et la production en zone euro reste bien inférieure à ses niveaux de pré-crise. La zone euro connaît à nouveau de la déflation, les prix à la consommation ayant baissé de 0,2% par rapport à l'année précédente en août. Le chiffre moyen de l'inflation pour les 19 pays de la zone euro est tombé sous zéro (sur une base annuelle) pour la première fois en plus de quatre ans.

Le mois d'août est généralement calme pour les émissions d'obligations en Europe et cela a encore été le cas cette année. Les mouvements du marché obligataire de la zone euro sont cependant devenus plus volatils au cours de la seconde moitié du mois d'août, lorsque les investisseurs ont progressivement réalisé que les semaines à venir seraient marquées par d'importants volumes d'émissions obligataires. Le rendement du Bund allemand à 10 ans, qui était de -0,52% à la fin du mois de juillet, a connu une hausse brutale, le portant à -0,40% à la fin du mois, proche de son niveau de début juillet. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit à la fin du mois à 3,54%.

Aux Etats-Unis, la dernière ligne droite de la campagne électorale avant l'échéance du 3 novembre est à présent bien lancée, sur fond d'affrontements meurtriers, de pandémie et de tensions sino-américaines. La Réserve fédérale a revu le cadre de sa politique monétaire afin, selon elle, de mieux guider le taux d'inflation, d'atteindre un niveau d'emploi maximum et de se prémunir contre les futurs ralentissements économiques. La banque centrale va dorénavant cibler un taux d'inflation « moyen » de 2%, ce qui permettra aux prix de temporairement dépasser cette limite.

Les entreprises ont continué de profiter des taux d'intérêt historiquement bas pour lever des fonds. L'appétit pour les actifs risqués a par ailleurs été soutenu par les chiffres encourageants, tant de l'activité dans le secteur manufacturier, que de celui des services.

En août, les émissions d'obligations d'entreprises américaines ont atteint un nouveau record, et ce volume a porté le total des émissions depuis le début de l'année à 1919 milliards de dollars, battant ainsi le précédent record de 1916 milliards de dollars sur la totalité de l'année 2017. Les marchés du crédit ont connu un autre mois solide : les spreads sur le haut rendement se sont encore resserrés. Le rendement de l'indice corporate américain ressort dans ce contexte à 4,50%. Pour les bons du Trésor, le rendement à 10 ans s'est négocié dans une fourchette de 20 points de base, ce qui est un peu plus large que les mois précédents. Les rendements à long terme ont augmenté, accentuant la pente de la courbe des taux.

Sur les marchés émergents, les actifs à risque se sont généralement bien comportés en août. Ils ont été soutenus par l'amélioration du sentiment du marché, en grande partie dicté par l'optimisme à l'égard d'un éventuel vaccin contre le Covid-19. Les spreads ont continué de se contracter sur les marchés du crédit (y compris en Asie). Les émetteurs obligataires des marchés émergents ont par ailleurs été très actifs. Déjà au milieu d'une année record, les émissions d'août ont été les plus élevées jamais enregistrées pour ce mois – un tiers provenant de la Chine.

Cependant, les taux d'infection sont encore élevés dans les pays émergents, ce qui retarde la reprise et aggrave les déséquilibres budgétaires. En outre, la crise sanitaire met les institutions et les cadres politiques sous pression. Après l'Inde, le Brésil a dévoilé une chute historique de son PIB au deuxième trimestre, dans le sillage de la plupart des grandes économies mondiales. Les banques centrales, notamment en Afrique du Sud, en Indonésie et au Brésil, ont depuis mars procédé à des baisses d'urgence des taux d'intérêt pour tenter de consolider leurs économies. Seule la Chine échappe à la récession. L'Argentine a pu conclure un accord avec ses principaux créanciers sur les conditions d'une restructuration de 65 milliards de dollars en obligations étrangères. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate émergent s'établit à 6,97%.

Date de rédaction : 10/09/2020

Entreprises en vue

Profine

Profine, la société allemande productrice de systèmes et de profilés en PVC pour fenêtres et portes d'entrée, a publié de solides résultats pour le 2^e trimestre de l'année, avec des ventes en baisse de seulement 17,3% à 144 millions d'euros, tandis que l'EBITDA a augmenté de 2,8% en glissement annuel à 22 millions d'euros, malgré l'impact du Covid-19. L'Allemagne n'a pas été gravement touchée par la crise et la demande sous-jacente est restée solide. Le management a déclaré que ces bons résultats étaient bien supérieurs à ses propres attentes compte tenu de la pandémie. La tendance positive s'est poursuivie en juillet et dans la 1^{ère} moitié du mois d'août. L'entreprise n'a connu aucun défaut de paiement de la part de ses clients, ni de changements dans leurs modalités de paiement.

Abercrombie & Fitch

Abercrombie & Fitch (A&F) a publié des résultats meilleurs qu'attendu pour le 2^e trimestre 2020, malgré l'impact du Covid-19. Le chiffre d'affaires total du 2^e trimestre 2020 s'est élevé à 698 millions de dollars (-17%) tandis que la marge brute a augmenté de 140 points de base pour atteindre 60,7% grâce à une bonne gestion des promotions commerciales. Les ventes numériques ont augmenté de 56% et représentent désormais 55% des ventes. Grâce à une bonne gestion des stocks et à un rééchelonnement de dettes, A&F a dégagé 165 millions de dollars de flux de trésorerie disponible positif. La société devrait maintenant terminer l'année 2020 avec un ratio d'endettement net négatif.

Minerva

Minerva est l'un des leaders sud-américains dans la production de viande de bœuf fraîche et de ses sous-produits. Elle est également présente dans les segments de la transformation du bœuf, du porc et de la volaille. La société a enregistré un chiffre d'affaires de 17,1 milliards de réaux (4,2 milliards de dollars) au cours de l'exercice 2019. Elle est cotée à la bourse brésilienne, avec un flottant de 49,97%. Minerva bénéficie de fondamentaux favorables pour le secteur compte tenu de la forte demande de la Chine (l'Asie représente 50% des exportations du 2^e trimestre 2020). La liquidité est forte, avec un ratio trésorerie/dette à court terme de 3,2x, et des liquidités et équivalents de trésorerie de 6,8 milliards de réaux au 2^e trimestre 2020. En outre, la société couvre 50% de son exposition au risque de change à long terme pour protéger son bilan.

Émissions primaires significatives du mois

EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Enel	2.25%	Perp.	€600M	Ba1
Vodafone	3.00%	2080	€1Bn	Ba1

US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Albertsons Cos	3.25%	2026	\$750M	BB-
Service Corp	3.375%	2030	\$850M	BB

EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Melco Resort	5.75%	2028	\$850M	BB
Telecom Argentina	8.50%	2025	\$389M	CCC+

Publications de notation

Accor	S&P	▼	BB+
Carnival	Moody's	▼	B1
Casino	Moody's	▼	B3
eDreams Odiego	S&P	▼	B-
Europcar	Moody's	▼	Caa2
Obrascon	Moody's	▼	Caa2
Pearson	Moody's	▼	Baa3
Rolls-Royce	Fitch	▼	BB+
Samsonite	S&P	▼	B
UPC Holding	Moody's	↗	Ba3
Valeo	S&P	▼	BB+

Date de rédaction : 10/09/2020

Evènements macro-économiques

Zone Euro : l'inflation est passée en territoire négatif en août, tandis que le chômage a progressé en juillet, sur fond de choc économique historique provoqué par la pandémie de coronavirus. L'inflation s'affichait à -0,2% contre 0,4% en juillet. L'indice PMI manufacturier de la zone euro est resté stable en août à 51,7.

Allemagne : le rebond de l'activité manufacturière s'est poursuivie en août, la production affichant sa plus forte croissance depuis deux ans et demi. L'indice PMI du secteur a en effet progressé à 52,2 après 51 en juillet, traduisant pour le 2e mois d'affilée une expansion de l'activité.

France : l'activité du secteur manufacturier en France a de nouveau chuté au mois d'août. L'indice PMI a reculé à 49,8 après 52,4 en juillet.

États-Unis : l'activité manufacturière américaine a continué de rebondir en août après les creux de la pandémie. L'indice manufacturier a bondi pour le 3^e mois consécutif pour atteindre 56, son plus haut niveau depuis janvier 2019. L'indice était de 54,2 en juillet.

Chine : l'indice d'activité d'août a révélé une augmentation de la production en Chine au rythme le plus rapide depuis près de 10 ans. Cet indice est passé de 52,8 en juillet à 53,1 en août, son plus haut niveau depuis janvier 2011.

Japon : le premier ministre Shinzo Abe a démissionné de façon soudaine pour des raisons de santé, un an avant la date prévue.

Argentine : le pays a finalement conclu, après neuf mois de négociations, un accord sur la restructuration de sa dette de 65 milliards de dollars. 93,55% des principaux détenteurs d'obligations ont accepté l'offre du gouvernement. Selon l'accord, 37,7% de la dette sera éliminée et les paiements d'intérêt passeront de 7% à 3,07%.

Colombie : la banque centrale a réduit son taux directeur de 25 points de base à 2%, nouveau minimum historique. Ce taux est en baisse depuis six mois et a diminué d'environ 225 points de base depuis le début de la crise liée au Covid-19 en mars.

Indices de marché (à fin août)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	1.43%	-1.96%	3.75	3.93%
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	0.99%	0.81%	3.56	5.34%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	1.32%	-2.46%	3.64	3.54%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.73%	1.74%	3.61	4.50%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	1.93%	1.86%	3.33	6.97%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	0.13%	0.33%	5.23	0.57%
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	-1.15%	6.90%	8.16	1.99%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	0.22%	4.42%	5.73	2.27%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.00%	1.61%		-0.40%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-0.83%	11.11%		0.70%

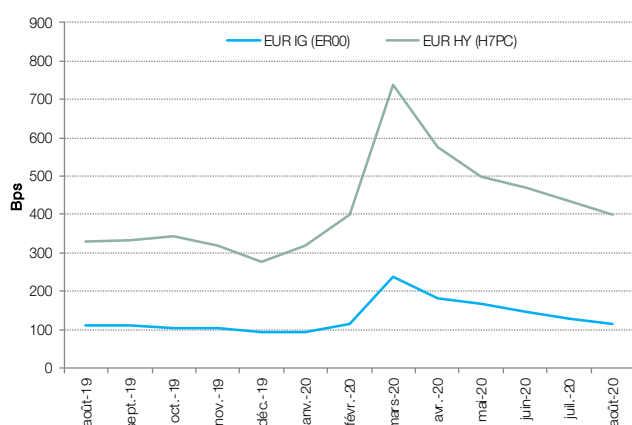
Inflation (à fin août)						
Inflation attendue		Août	Juillet	Juin	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2020 en Europe	0.40%	0.40%	0.40%	1.20%	1.30%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2020 aux Etats-Unis	1.00%	0.90%	0.80%	2.00%	1.80%
Inflation réalisée		Août	Juillet	Juin	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	-0.20%	0.40%	0.30%	1.20%	1.00%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		1.00%	0.60%	2.30%	1.70%

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

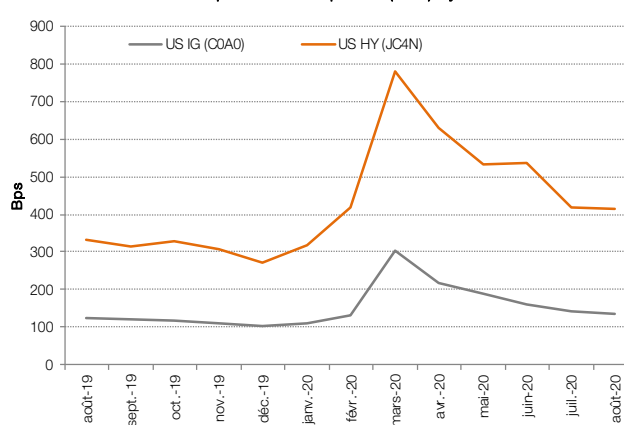
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 10/09/2020

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Août	Juillet	Juin	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	114	127	146	110
HE00	Haut Rendement Europe	450	491	524	363
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	406	441	471	334
ER30	Titres notés A Europe	92	104	122	90
ER40	Titres notés BBB Europe	142	159	182	136
HE10	Titres notés BB Europe	330	366	400	249
HE20	Titres notés B Europe	582	624	654	547
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	131	137	155	124
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	503	519	644	423
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	419	425	541	349
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	95	99	115	95
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	170	180	201	160
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	355	359	471	255
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	532	552	676	462
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	187	204	227	163
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	672	722	775	606
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	139	153	174	120
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	242	264	289	219
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	461	500	553	378
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	789	849	882	853

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 10/09/2020

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

