

Corporate Credit Monthly Update

Octobre 2020

Suite à l'augmentation des cas de Covid-19 au cours du mois de septembre dans la zone euro, des mesures plus strictes de distanciation sociale et de confinement ont été rétablies dans plusieurs pays, notamment en Espagne, en France et au Royaume-Uni. L'épidémie de Covid-19 est restée de ce fait le principal frein à l'activité économique, la zone montrant des signes de dynamique négative. Les chiffres européens ont continué de souligner d'importantes divergences entre l'industrie et les services, la crainte d'une deuxième vague épidémique pesant particulièrement sur la reprise du secteur des services. Par ailleurs, l'incertitude quant à l'issue du Brexit est revenue sur le devant de la scène en septembre, après être passée au second plan ces derniers mois. Bien qu'un accord commercial entre le Royaume-Uni et l'UE reste possible, les tensions liées au projet de loi britannique subsistent.

Dans cet environnement, les écarts de crédit se sont maintenus au-dessus de leurs niveaux pré-Covid en Europe, bien que considérablement plus resserrés que lors des pics du plus fort de la crise. Le rendement du Bund allemand à 10 ans a connu une baisse de 13 points de base sur le mois, à -0,52%. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit à la fin du mois à 3,81%.

Aux Etats-Unis, la relance budgétaire fédérale a stimulé les dépenses de consommation, qui représentent environ 70% des 21 billions de dollars du PIB du pays. Le marché du logement est solide, avec des taux d'intérêt historiquement bas qui attirent les acheteurs. La vague de nouvelles contaminations de Covid-19 dans certains États n'a pas entravé l'activité économique autant qu'on pouvait le craindre. L'indice composite PMI est resté en territoire d'expansion pour le 3e mois consécutif, et l'activité s'est accrue à la fois dans les services et dans l'industrie manufacturière. Elle a cependant perdu de sa vigueur par rapport au mois d'août. A un mois de l'élection présidentielle, le scénario qui retient l'attention est celui d'une élection contestée. De nombreux investisseurs anticipent le recomptage des bulletins de vote et en conséquence ont couvert leurs positions, pour certains jusqu'en janvier 2021 selon les contrats futurs.

Sur le marché du crédit, les émissions de nouvelles obligations se sont stabilisées au 3e trimestre, après leurs niveaux records du 2e trimestre. Les écarts de crédit se sont à la fois resserrés et différenciés, comparés à leurs niveaux à fin mars, les plus élevés depuis la crise financière de 2008. Les titres notés Investment Grade ont notamment connu une réduction significative de leur prime de risque, suite aux mesures prises par la Réserve fédérale. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans n'ont diminué que de 3 points de base au cours du mois, à +0,68%. Le rendement de l'indice corporate américain ressort quant à lui à 4,99%.

Sur les marchés émergents, la plupart des indicateurs économiques suggèrent que l'activité se redresse, bien que de façon inégale suivant les zones. En Chine le rebond en "V" semble se confirmer. Au Brésil et en Turquie, les prévisions économiques sont meilleures qu'attendu. La banque centrale turque a annoncé une hausse surprise des taux d'intérêt (+2%), après une grande vague de baisses. Cette mesure vise à empêcher la livre turque de se déprécier davantage et à ralentir les placements des investisseurs nationaux dans les actifs libellés en devises fortes. Sur une initiative inattendue, l'Argentine a annoncé de son côté de nouveaux contrôles de capitaux pour les entreprises locales ayant des dettes à court terme libellées en dollars.

Les rendements de la dette des marchés émergents sont restés élevés au 3e trimestre, malgré une diminution par rapport au 2e trimestre. Les écarts de crédit entre la dette souveraine et la dette d'entreprise sont restés relativement inchangés. Les émissions d'obligations d'entreprise ont atteint 113 milliards de dollars au 3e trimestre, les émetteurs profitant de ces niveaux plus faibles. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate émergent s'établit à 7,34%.

Date de rédaction : 12/10/2020

Entreprises en vue

Thyssenkrupp Elevator

Les résultats de Thyssenkrupp ont été meilleurs que prévu. L'évolution globale des prises de commandes au cours du 3^e trimestre (19-20) a été relativement résiliente compte tenu de l'impact de la pandémie sur les marchés de l'entreprise. Il n'y a pas eu jusqu'à présent de pression sur les marges pour les nouveaux contrats et les appels d'offres sont restés robustes. En conséquence, la direction a revu à la hausse ses prévisions pour 2020 et prévoit désormais seulement une petite baisse des prises de commandes et des ventes. L'EBIT ajusté devrait être stable ou légèrement en hausse.

ServiceMaster

ServiceMaster, spécialiste américain de la lutte contre les termites et les parasites, du nettoyage et de l'inspection des maisons, a fait connaître le détail du produit de la vente de l'activité des marques ServiceMaster pour 1,1 milliard de dollars (après impôts) à Roark Capital. La société changera son nom en Terminix et la lutte contre les termites et les parasites deviendra le centre stratégique de l'entreprise. Le produit sera destiné au remboursement de l'obligation à haut rendement 2024 et d'une partie du prêt à terme B. Pour l'instant, l'entreprise va fonctionner en dessous de son objectif d'effet de levier net de 2,5x-3,0x. Cependant, elle va également s'engager dans un programme de rachat d'actions de 400 millions de dollars sur trois ans.

TecnoGlass

TecnoGlass fabrique et vend du verre architectural, des fenêtres et des produits connexes. L'entreprise propose ses produits dans toute l'Amérique du Nord, centrale et du Sud et dessert le secteur mondial résidentiel et de la construction. Son usine principale est basée en Colombie, bénéficiant à la fois d'une main-d'œuvre compétitive et d'un accès rapide aux ports colombiens afin de desservir le marché américain. En 2019, TecnoGlass a réalisé un chiffre d'affaires de 431 millions de dollars pour un EBITDA ajusté de 88 millions de dollars, tandis que son ratio d'endettement net a atteint 2,7x. L'entreprise est cotée à la bourse de New York, mais environ 60% des actions sont toujours détenues par les fondateurs, les frères Daes.

Émissions primaires significatives du mois

EUR

| Émetteur | Coupon | Maturité | Montant | Note |
|---------------|--------|----------|---------|------|
| Lorca Telecom | 4.00% | 2027 | €720M | B1 |
| Maxeda | 5.00% | 2080 | €1Bn | Ba1 |

US

| Émetteur | Coupon | Maturité | Montant | Note |
|------------------|--------|----------|----------|------|
| Tenet Healthcare | 6.125% | 2028 | \$2.5Bn | CCC+ |
| Yum Brands | 3.625% | 2031 | \$1.05Bn | B+ |

EM

| Émetteur | Coupon | Maturité | Montant | Note |
|-----------------|--------|----------|---------|------|
| Arcos Dorados | 5.875% | 2027 | \$150M | B2 |
| Cemex SAB de CV | 5.20% | 2030 | \$1Bn | BB |

Publications de notation

| | | | |
|---------------------------|---------|---|------|
| British Airways | Moody's | ▼ | Ba2 |
| Europcar | Moody's | ▼ | Caa2 |
| Garrett Motion | Moody's | ▼ | Caa1 |
| IAG | Moody's | ▼ | Ba2 |
| Merlin Entertainments | S&P | ▼ | CCC+ |
| Rolls-Royce | S&P | ▼ | BB- |
| Sappi | S&P | ▼ | BB- |
| Selecta | S&P | ▼ | CC |
| Teva | S&P | ▼ | BB- |
| Trivium Packaging | S&P | ▼ | B |
| Unibail-Rodamco-Westfield | Moody's | ▼ | Baa1 |
| Vale | Fitch | ↗ | BBB |

Date de rédaction : 12/10/2020

Evènements macro-économiques

Zone Euro : l'UE vise à augmenter le PIB de la zone de 3% d'ici 2027 en empruntant dans le cadre d'un nouveau programme d'obligations vertes et sociales. Les investisseurs soucieux de l'environnement ont constaté l'attrait des obligations vertes depuis plusieurs années, mais désormais les plus grands gouvernements s'impliquent aussi. Les pays européens jouent un rôle prépondérant dans ce domaine. L'Allemagne, la plus grande économie d'Europe, a récemment émis une obligation souveraine verte à 10 ans, qui a suscité une demande record, levant 6,5 milliards d'euros.

Allemagne : malgré la deuxième vague de nouvelles infections de coronavirus en cours, la cinquième hausse consécutive de l'indicateur du climat des affaires pour les PME allemandes envoie des signaux rassurants. L'indice de confiance ressort en légère hausse en septembre, à 93,4 points, contre 92,6 le mois précédent. Néanmoins, la recrudescence de la pandémie, aux proportions redevenues alarmantes et menaçant la reprise, pourrait devenir un obstacle de plus en plus important pour l'économie.

France : le gouvernement français a présenté à fin septembre son budget 2021, un plan qui vise à sauver l'économie de l'impact de la pandémie de coronavirus en injectant un stimulus de 42 milliards d'euros l'année prochaine. L'économie française devrait se contracter de 10% cette année, sa pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale.

États-Unis : Démocrates et Républicains pourraient s'entendre sur les détails d'un nouvel ensemble de mesures visant à aider les entreprises et les particuliers et à stimuler l'économie, avec un budget proposé de l'ordre de 2.000 milliards de dollars. Il s'agirait d'un ajout significatif aux précédents engagements de dépenses déjà pris par les autorités américaines depuis le début de la crise du Covid-19.

Chine : les données macroéconomiques les plus récentes montrent une croissance soutenue du secteur des services et un rebond du tourisme, dans un contexte de cas limités de Covid-19.

Japon : le Parlement a élu Yoshihide Suga nouveau Premier ministre du pays, suite à la démission surprise de Shinzo Abe pour des questions de santé. Proche allié de Shinzo Abe, le nouveau Premier ministre devrait poursuivre la politique de son prédécesseur.

Turquie : la banque centrale a augmenté ses taux de 200 points de base, alors que le consensus s'attendait à les voir inchangés. Cette décision vise à soutenir la stabilité des prix, la lire ayant atteint un niveau historiquement bas.

| Indices de marché (à fin septembre) | | Performance | | Duration | Rendement |
|-------------------------------------|---|-------------|--------|----------|-----------|
| Haut Rendement | | MTD* | YTD* | DTW* | YTW* |
| HE00 | Haut Rendement Europe | -0.61% | -2.55% | 3.87 | 4.13% |
| J0A0 | Haut Rendement Etats-Unis | -1.04% | -0.23% | 3.78 | 5.74% |
| H7PC | Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières | -0.74% | -3.18% | 3.80 | 3.81% |
| JC4N | Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières | -1.24% | 0.48% | 3.88 | 4.99% |
| HYEF | Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières | -1.03% | 0.81% | 3.40 | 7.34% |
| Investment Grade | | | | | |
| ER00 | Investment Grade Europe | 0.35% | 0.68% | 5.28 | 0.53% |
| C0A0 | Investment Grade Etats-Unis | -0.26% | 6.61% | 8.16 | 2.06% |
| EMIC | Investment Grade Pays Emergents | -0.17% | 4.24% | 5.77 | 2.31% |
| Obligations d'Etat | | | | | |
| G4D0 | Obligation d'Etat allemande à 10 ans | 0.84% | 2.47% | | -0.52% |
| G402 | Obligation d'Etat américaine à 10 ans | 0.27% | 11.40% | | 0.68% |

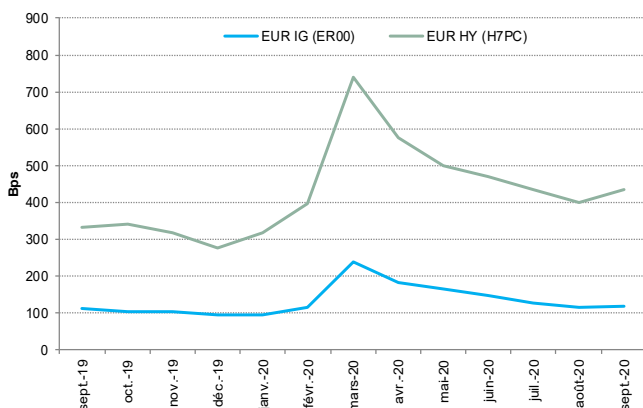
| Inflation (à fin septembre) | | | | | | |
|-----------------------------|--|-----------|--------|---------|-------|-------|
| Inflation attendue | | Septembre | Août | Juillet | 6M | 12M |
| EURO INF | Prévision d'inflation pour l'année 2020 en Europe | 0.40% | 0.40% | 0.40% | 1.00% | 1.20% |
| US INF | Prévision d'inflation pour l'année 2020 aux Etats-Unis | 1.10% | 1.00% | 0.90% | 1.70% | 1.80% |
| Inflation réalisée | | Septembre | Août | Juillet | 6M | 12M |
| EUR CPI | Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants) | -0.30% | -0.20% | 0.40% | 0.70% | 0.80% |
| US CPI | Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants) | | 1.30% | 1.00% | 1.50% | 1.70% |

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

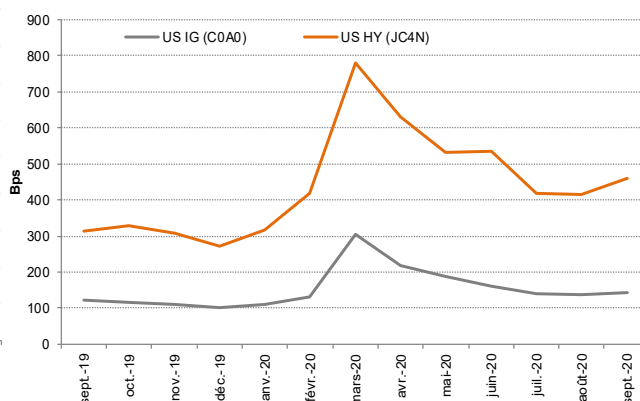
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 12/10/2020

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



| Corporate Bond Spreads | | Septembre | Août | Juillet | 12 mois |
|------------------------|---|-----------|------|---------|---------|
| Europe | | | | | |
| ER00 | Investment Grade Europe | 117 | 114 | 127 | 111 |
| HE00 | Haut Rendement Europe | 477 | 450 | 491 | 373 |
| H7PC | Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières | 439 | 406 | 441 | 339 |
| ER30 | Titres notés A Europe | 96 | 92 | 104 | 93 |
| ER40 | Titres notés BBB Europe | 146 | 142 | 159 | 135 |
| HE10 | Titres notés BB Europe | 363 | 330 | 366 | 262 |
| HE20 | Titres notés B Europe | 618 | 582 | 624 | 530 |
| Etats-Unis | | | | | |
| C0A0 | Investment Grade Etats-Unis | 139 | 131 | 137 | 120 |
| J0A0 | Haut Rendement Etats-Unis | 542 | 503 | 519 | 417 |
| JC4N | Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières | 467 | 419 | 425 | 334 |
| C0A3 | Titres notés A Etats-Unis | 103 | 95 | 99 | 93 |
| C0A4 | Titres notés BBB Etats-Unis | 178 | 170 | 180 | 154 |
| JUC1 | Titres notés BB Etats-Unis | 400 | 355 | 359 | 251 |
| JUC2 | Titres notés B Etats-Unis | 578 | 532 | 552 | 439 |
| Pays Emergents | | | | | |
| EMIC | Investment Grade Pays Emergents | 193 | 187 | 204 | 158 |
| HYEF | Haut Rendement Pays Emergents | 709 | 672 | 722 | 559 |
| EMAQ | Titres notés A Pays Emergents | 145 | 139 | 153 | 120 |
| EM2B | Titres notés BBB Pays Emergents | 250 | 242 | 264 | 209 |
| EM3C | Titres notés BB Pays Emergents | 473 | 461 | 500 | 361 |
| EM6B | Titres notés B Pays Emergents | 884 | 789 | 849 | 626 |

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 12/10/2020

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

