



Les indicateurs du marché obligataire (au 30/06/2022 – MAJ au 21/07/2022)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	2,95%	3,04%	3,01%
Var 2022	+2,22	+1,77	+1,50
Allemagne	0,65%	1,07%	1,34%
Var 2022	+1,27	+1,52	+1,51
France	0,55%	1,48%	1,92%
Var 2022	+1,22	+1,73	+1,72
Italie	1,20%	2,42%	3,26%
Var 2022	+1,27	+2,00	+2,09

*Chiffres au 30/06/2022

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2022
Obligations Euro	-12,20%
Obligations d'Etat	-12,27%
Obligations d'entreprises	-12,42%
High Yield	-13,40%
Hybrides corporates	-14,00%
Subordonnées financières	-12,94%
Obligations AT1	-16,09%

*indices Iboxx correspondants au 30/06/2022

Sources : Bloomberg et Auris Gestion

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

En l'espace de six mois, les grandes banques centrales mondiales ont balayé d'un revers de main plus d'une décennie de politique monétaire accommodante. En quête de crédibilité, après une année 2021 à laisser filer l'inflation, elles n'ont maintenant plus d'autre choix que de rester fermes et d'aller « aussi loin que nécessaire pour que l'inflation se stabilise » dixit Christine Lagarde. La BCE a ainsi remonté pour la première fois, le 21 juillet, ses taux directeurs, une première depuis 2011, mettant ainsi fin à l'ère des taux d'intérêt négatifs dans la zone euro. Christine Lagarde n'étant plus à un revirement près, la hausse est finalement de 50 bps contre 25 bps annoncés par la présidente de la BCE il y a seulement un mois. La Fed, de son côté, a procédé à deux hausses de taux sur le trimestre, dont une dernière de 75 bps, une première depuis 1994. Jusqu'où les banques centrales sont-elles prêtes à aller ? Probablement jusqu'à la récession, ce que les marchés financiers ont commencé à intégrer ... avec violence et volatilité.

Les taux ont ainsi poursuivi leur remontée spectaculaire, avant de retracer en partie sur la dernière quinzaine de juin devant les craintes de récession, avec une volatilité quasiment jamais vue. A titre d'exemple, le 2 ans allemand a progressé de 73 bps sur les premiers jours de juin avant de rebaisser de 58 bps pour finir à 0.65% à fin juin. Conséquence de cette remontée des taux en matière de performance ? -3.8% sur le 2 ans allemand en un semestre ... pour un actif réputé comme sûr, la chute est rude.

Dans ce mouvement de remontée des taux, la pression s'est également accentuée sur les pays périphériques de la zone euro obligeant la BCE à tenir une réunion d'urgence, le 15 juin, à la suite d'un écartement de plus de 250 bps entre les taux à 10 ans de l'Allemagne et celui de l'Italie. Si la BCE a approuvé la possibilité de déployer son outil dit « anti-fragmentation » (Transmission Protection Instrument), les détails et conditions réelles de mise en place de ce mécanisme restent, à l'heure où nous écrivons ces lignes, encore assez lapidaires et à l'appréciation de la BCE qui joue ici sa crédibilité...

Le marché du crédit

Longtemps prophétisée, la purge sur l'obligataire est là avec le pire début d'année depuis les années 90 ! En plus du mouvement sur les taux, les spreads de crédit atteignent des niveaux historiques. On peut parler de capitulation tant les niveaux de marché sont loin des fondamentaux : les spreads de crédit actuels reviendraient à considérer un taux de défaut de plus de 10% à 5 ans sur l'Investment Grade et d'environ 35% sur le High Yield ... On serait proche de l'apocalypse !

A ce double effet (hausse des taux et écartement des spreads de crédit), la classe d'actifs a fait face à de nombreux flux sortants, à une liquidité réduite à peau de chagrin et à de nombreuses positions short qui ont amplifié la baisse. Les performances sur les différents sous-segments de l'univers obligataire euro oscillent ainsi entre -12% et -16%, ce qui est comparable avec la baisse sur les marchés actions mais qui reste, en relatif, bien supérieur.

Du côté du marché primaire, s'il est resté atone sur les derniers mois pour les émetteurs High Yield, la porte reste ouverte pour les émetteurs les mieux notés. Cependant, les primes payées par les émetteurs (versus le marché secondaire) n'ont cessé d'augmenter depuis le début de l'année, en plus de l'augmentation des rendements offerts en lien avec le resserrement des conditions de financement.

A titre d'exemple, la société Teleperformance, notée BBB, est venue émettre une nouvelle obligation sur le marché primaire avec une marge (écart avec le taux sans risque) de 155 bps contre 75 bps en 2020. En prenant en compte la hausse des taux sans risque, le coût d'emprunt passe ainsi de 0,25% à 3,75%... Si les sociétés Investment Grade ont la capacité pour encaisser cette hausse des taux d'emprunt, la question va davantage se poser pour les émetteurs plus fragiles. Mais le risque de refinancement reste finalement assez faible, les émetteurs ayant globalement profité de conditions de financement favorables en 2020 et 2021 pour venir se refinancer par anticipation et rallonger la maturité de leur dette.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le mouvement sur la classe d'actifs a été fort, avec la pire performance depuis les années 90, mais offre enfin des points d'entrée intéressants. Si la volatilité devrait rester forte, la notion de portage n'a jamais fait autant sens : il n'est en effet plus rare de trouver des obligations d'émetteurs Investment Grade offrant 4% à 5% de rendement pour des maturités de 4 à 5 ans.

Ainsi, nous privilégions :

- un allongement progressif des maturités courtes pour accompagner la remontée des taux ;
- le nouveau contexte de marché permet de retrouver des rendements attractifs sur des titres subordonnés d'émetteurs Investment Grade (exemple : Total hybride call 06/26 à 5% de rendement contre moins d'1% en août dernier). Nous privilégions donc ce type d'obligations plutôt que les titres High Yield, ce qui permet de réduire le risque crédit des portefeuilles tout en maintenant un taux de rendement attractif ;
- une approche toujours très sélective sur le segment High Yield.

Aussi, le positionnement défensif (maturité courte et couverture taux) de notre fonds obligataire flexible, Auris Euro Rendement, ainsi que notre capacité à y déployer des stratégies tactiques (couvertures CDS, obligations indexées à l'inflation, ...) lui permettent de largement surperformer le marché et ses comparables.

Focus sur Lagardère

Lagardère

Le groupe Lagardère est l'un des leaders mondiaux de l'édition et le cinquième opérateur mondial du commerce dans les zones de transport (gares, aéroports...). Le groupe a connu de récentes évolutions au niveau de l'actionariat avec l'offre de rachat faite par Vivendi (solide qualité de crédit). Historiquement, la rentabilité est modeste et l'endettement assez élevé. A noter, Lagardère a fortement souffert de la crise sanitaire en 2020/21.

Points forts

- Diversification géographique et sectorielle
- Bon positionnement concurrentiel
- Marge opérationnelle satisfaisante, liquidité solide
- Programme de réduction des coûts en bonne voie

Points faibles

- Cyclicité de l'activité, peu de synergies entre les segments d'activité
- Endettement assez élevé
- Impact négatif de la crise sanitaire
- Visibilité réduite sur la reprise du trafic aérien

Actualités

Après une année 2020 compliquée du fait de la crise sanitaire, les résultats 2021 ont marqué un redressement de la profitabilité, soutenue par la reprise de l'activité touristique. Les revenus sont en hausse de 18,6%, la marge opérationnelle atteint 4,9% et le flux de trésorerie disponible est positif à 456 M€. Le niveau de dette reste maîtrisé à 3,6x. Les résultats du premier trimestre 2022 confirment la dynamique de reprise (+44% de revenus sur 1 an).

Vivendi détient 57,3% du capital et 47,3% des droits de vote à fin juin après avoir racheté la participation d'Amber Capital (fin 2021) et après avoir procédé avec succès à une offre d'achat en avril. Cependant, Vivendi ne peut exercer que 22,4% des droits de vote tant que les autorités de la concurrence n'ont pas autorisé la prise de contrôle.

Point sur les obligations

Les prospectus des obligations stipulent que les porteurs peuvent demander le remboursement au pair si un changement de contrôle est acté au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce (être le seul actionnaire à détenir plus de 40% des droits de vote) et si la société change de statut juridique (ce qui a d'ailleurs été le cas le 30/06/21 pour cette seconde condition).

Le changement de contrôle n'est ainsi pas encore avéré, mais une réponse positive des autorités de concurrence est probable (un périmètre acceptable peut être déterminé). L'exercice de l'option de vente au pair sera alors possible.

Obligation Lagardère détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rdt	Commentaire
Lagardère 1,75% 07/10/2027	92,06	BB	3,24% (à maturité) 21% si option de vente exercée au 31/12/2022	Gain significatif en cas d'exercice de l'option de vente au pair. Réponse des autorités de la concurrence attendue au cours du S2 2022.