

LE RENDEZ-VOUS OBLIGATAIRE

CHACQUE TRIMESTRE, RETROUVEZ NOTRE POINT SUR LES MARCHÉS TAUX ET CRÉDIT

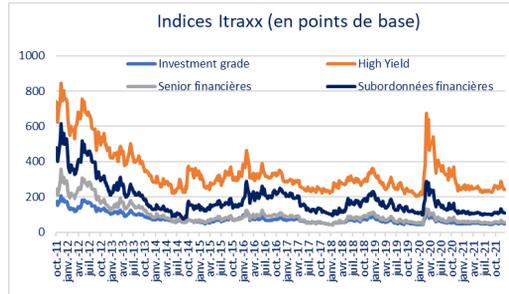


Les indicateurs du marché obligataire (au 31/12/2021)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	0,73%	1,26%	1,51%
Var 2021	+0,61	+0,90	+0,60
Allemagne	-0,62%	-0,45%	-0,18%
Var 2021	+0,08	+0,28	+0,39
France	-0,66%	-0,25%	0,20%
Var 2021	+0,02	+0,42	+0,54
Italie	-0,07%	0,42%	1,17%
Var 2021	+0,34	+0,43	+0,63

Évolution des primes de risques



Sources : Bloomberg et Auris Gestion

Performance des indices

Indices Euro*	Var 2021
Obligations Euro	-2,87%
Obligations d'Etat	-3,45%
Obligations d'Entreprises	-1,08%
Investment Grade	-1,32%
High Yield	+3,17%
Hybrides corporates	+0,66%
Subordonnées financières	+0,36%
Obligations AT1	+5,32%

*indices Iboxx correspondants au 31/12/2021

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

La croissance économique est restée forte, portée par des effets de rattrapage alors que les tensions inflationnistes apparaissent plus persistantes qu'initialement anticipées (forte hausse des prix de l'énergie, persistance des perturbations des chaînes logistiques, marché de l'emploi parfois tendu) poussant les principales banques mondiales à annoncer un retrait prochain progressif de leurs mesures exceptionnelles et massives.

Cependant, les taux d'intérêt à 10 ans, relativement stables sur le dernier trimestre, demeurent toujours sur des niveaux faibles, voire négatifs pour les pays jugés les plus solides, et encore sous leurs niveaux pré-crise.

L'explication est à trouver du côté du front sanitaire, avec le redémarrage de la pandémie et l'apparition du variant Omicron, qui continue de constituer un plafond à leur remontée. En effet, les banques centrales restent prêtes à intervenir rapidement en cas de besoin et les investisseurs s'interrogent sur le risque qu'il fait peser à moyen terme sur la croissance économique.

Toutefois, si l'atténuation des formes graves du virus procurée par les campagnes de vaccinations devait limiter ses conséquences sanitaires et économiques, alors les taux d'intérêt pourraient retrouver des niveaux plus normatifs reflétant la croissance et l'inflation et alors connaître (enfin) une remontée même si nous considérons que le potentiel de hausse en Europe reste modéré contrairement aux Etats-Unis.

Le marché du crédit

A compter de mi-octobre, le redémarrage de la pandémie et ses conséquences possibles sur la croissance économique ont contribué à augmenter l'aversion au risque des investisseurs et fait remonter les primes de risque sur le marché du crédit. Cependant, bien qu'ayant atteint leurs points hauts de l'année 2021, elles restent encore sur leurs moyennes basses de plus long terme.

Ainsi, pour les émetteurs, ces niveaux de primes de risque, couplés à des taux d'Etat souvent négatifs, continuent de constituer des conditions de financement très favorables.

Les volumes d'émission ont ainsi été historiquement élevés sur l'année, avec 487 Mds€ pour l'Investment Grade Euro et 172 Mds€ pour le High Yield Euro (plus haut des 7 dernières années).

Ces montants émis ont été bien absorbés par le marché, aidés en partie par les programmes de rachat d'actifs de la BCE qui absorbent une partie de cette offre.

Performances 2021

Si le marché de l'Investment Grade a bénéficié du soutien offert par les programmes de rachat de la BCE pour voir ses marges de crédit rester à des niveaux historiquement bas, le portage offert sur ce marché reste faible et ne permet pas de se protéger contre la hausse des taux, ce qui explique les performances négatives sur ce segment de marché.

Au contraire, avec des taux en hausse et des primes de risque quasiment stables sur l'année, le marché du High Yield a lui complètement profité de l'effet portage et termine l'année sur une performance positive de 3,17%. Preuve que des sources de rendement existent malgré le contexte de taux et de primes de risque basses ! Les attentes de taux de défaut (3% attendus sur 2022, en deçà de la moyenne des 20 dernières années) sur ce segment restent contenues pour l'année à venir (bilans renforcés, bénéfice de la reprise économique 2021). Le marché du High Yield va donc rester une source de performance pour l'année à venir.

Le marché des dettes subordonnées (financières ou hybrides corporates) a également bénéficié de cet environnement favorable et plus spécifiquement le secteur financier grâce à certaines mesures de soutien exceptionnelles (BCE, Prêts Garantis par l'Etat, assouplissements réglementaires, ...). La performance sur l'année de la classe d'actifs spécifique des Additional Tier 1 est de 5,32% grâce à un portage élevé mais également grâce à un effet de rattrapage (resserrement des marges de crédit).

Sur l'année 2021, les performances des actifs obligataires, hormis les emprunts d'Etats et l'Investment Grade, auront enregistré des performances positives et d'autant plus notables, rapportées à la volatilité limitée enregistrée sur l'année sur ces segments.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le niveau nominal toujours historiquement bas du rendement des emprunts d'Etat et les primes de risque encore resserrées sur les différentes classes d'actifs du marché du crédit, nous conduisent à maintenir un positionnement conservateur sur nos allocations obligataires, notamment celles déployées dans nos fonds.

Ainsi, nous privilégions :

- des durations courtes, afin de ne pas subir une remontée des taux longs.
- une faible exposition à la catégorie pure Investment Grade (hormis certaines stratégies spécifiques).
- une approche sélective sur le segment du High Yield, en analysant non seulement la situation financière des émetteurs mais aussi les caractéristiques techniques des émissions.
- une exposition à la dette subordonnée sur des titres présentant un coupon et une notation élevés avec une maturité courte qui présentent un couple rendement/risque jugé adéquat.
- une position opportuniste à la dette d'Etat indexée sur l'inflation, en couvrant le risque de taux, qui permet de s'exposer uniquement aux anticipations d'inflation.

Certaines périodes de volatilité, comme celles connues au quatrième trimestre, permettent d'investir sur des obligations jugées jusque-là insuffisamment rémunératrices mais qui reviennent à des niveaux attractifs.

Cette approche opportuniste et flexible qui caractérise le fonds est maintenue en ce début 2022.

Focus sur



Parts Europe

Groupe français, parmi les leaders européens de la distribution de pièces détachées automobiles (marque Autodis).

Une société détenue depuis 2015 par Bain Capital (fonds LBO).

Un endettement élevé lié à la structure actionnariale.

Une politique volontariste d'acquisitions (Oscaro, sociétés en Espagne et Italie).

Une activité fortement génératrice de trésorerie.

Points forts

- une activité résistante
- fortes parts de marché locales
- une position de liquidités satisfaisante

Points faibles

- un endettement élevé
- possibles remontées de dividendes
- poursuite des acquisitions

Dette et levier de Parts Europe

	2018	2019	2020	9 mois 2021
Dette nette (M€)	884	969	1160	1 190
Levier (dette nette/EBITDA)	5,2x	5,4x	5,1x	4,6x

Source : chiffres société

Obligations Parts Europe détenues dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rdt à maturité	Rdt au 1 ^{er} call	Rdt possible	Commentaire
Autodis 6,5% 2025 Callable 01/2022 à 103,25%	103,82	B-	5,40%	-1,30%	4,4% (si call 01/2023)	L'exercice du call dès 01/2022 paraît peu probable (le rendement redevient positif en cas de call début février 2022). Le coupon élevé assure un portage attractif.

Actualités

Sur les neuf premiers mois de l'année 2021, une activité toujours soutenue avec une croissance organique de 12,4%, un niveau de rentabilité élevé avec une hausse de l'EBITDA (Excédent Brut d'Exploitation) de 22%. La dette reste maîtrisée en dépit de quelques acquisitions mineures et du paiement de dividendes aux actionnaires en octobre 2021.

Un projet d'introduction en bourse au printemps 2021 une nouvelle fois reporté, les actionnaires jugeant les conditions de marché du moment défavorables, mais qui reste une opportunité de remboursement anticipé crédible pour les obligataires.

Point sur les obligations

Le groupe a refinancé ses obligations en 2020 (maturité 2025) et 2021 (maturité 2027) et n'a pas d'échéances à court terme. Une introduction en bourse (avec renforcement des fonds propres) serait favorable aux obligations et pourrait entraîner un rehaussement de la notation par les agences.