

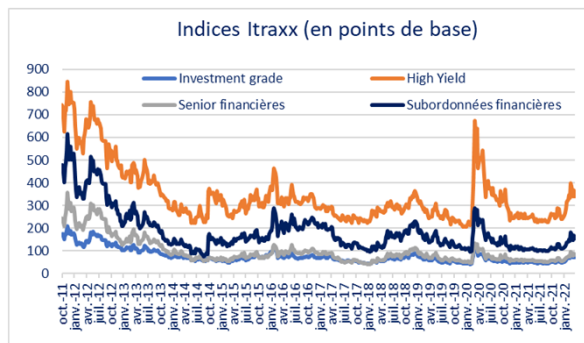


Les indicateurs du marché obligataire (au 31/03/2022)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	2,33%	2,46%	2,34%
Var 2022	+1,60	+1,20	+0,83
Allemagne	-0,07%	0,38%	0,55%
Var 2022	+0,54	+0,83	+0,73
France	-0,02%	0,58%	0,98%
Var 2022	+0,64	+0,83	+0,78
Italie	0,28%	1,18%	2,04%
Var 2022	+0,34	+0,76	+0,87

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2022
Obligations Euro	-5,42%
Obligations d'Etat	-5,28%
Obligations d'Entreprises	-5,35%
Investment Grade	-4,36%
High Yield	-4,11%
Hybrides corporates	-5,18%
Subordonnées financières	-4,98%
Obligations AT1	-5,11%

*indices Iboxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

Le premier trimestre aura été marqué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie qui, outre ses conséquences humanitaires dramatiques, a provoqué une flambée du prix de l'énergie (+38% pour le prix du baril de Brent à 108\$) et des matières premières, notamment agricoles.

Jusqu'à la croissance économique mondiale continuait à être vigoureuse et les tensions inflationnistes persistantes. Ces dernières, illustrées par des chiffres d'inflation inédits depuis 30 ans ont conduit les principales banques centrales mondiales à adopter un ton beaucoup plus restrictif et à annoncer un resserrement de leur politique monétaire. Elles retrouvent ainsi leur prérogative initiale de viser à la stabilité des prix après une décennie passée à injecter massivement des liquidités pour éviter la déflation et relancer l'inflation. Ainsi, malgré le démarrage de la guerre en Ukraine, la Fed a relevé de 0,25% ses taux et annoncé d'autres hausses pour l'année tandis que la BCE a officialisé la fin à venir de tous ses programmes de rachats d'actifs et pourrait, elle aussi, relever ses taux en 2022.

Ce changement de paradigme monétaire, marquant la fermeture d'une longue parenthèse de taux longs à zéro voire négatifs, s'est traduit de manière spectaculaire sur l'évolution des taux d'intérêt.

Ainsi, les taux allemands progressent de +55pb pour le 2 ans à -0,07%, +83 pb pour le 5 ans à 0,38% et +73 pb pour le 10 ans à 0,55% retrouvant leurs niveaux de 2014.

Ce mouvement haussier, reflet de la normalisation monétaire, pourrait se poursuivre. En effet l'inflation devrait demeurer élevée tant qu'elle ne met pas en péril la croissance économique qui pourrait déjà déceler sous l'effet des resserrements monétaires.

Le marché du crédit

Les primes de risques du marché du crédit européen ont été entraînées à la hausse (+25pb à 73 pb pour l'Investment Grade et +97 pb à 338 pb pour le High Yield) par l'évolution des taux d'intérêt et par le resserrement monétaire à venir. Elles retrouvent ainsi des niveaux plus en rapport avec leur moyenne de long terme avec un contexte monétaire peu à peu normalisé.

Les volumes d'émission du premier trimestre sont restés soutenus (190 Mds€ pour le marché Euro, proche de l'an dernier), en dépit de conditions légèrement moins favorables même si le marché primaire High Yield a été moins dynamique.

Point et performance du 1er trimestre

Le marché de l'Investment Grade a particulièrement souffert (-4,4% sur le trimestre) de la remontée des taux d'intérêt. En effet, le portage (rendement du coupon) plus que modeste de cette catégorie n'a que peu amorti l'effet négatif de la hausse des taux. A titre d'exemple, une obligation Air Liquide 2028 (notée A-), reconnue pour sa solidité financière, et dont le rendement était négatif à -0,10% en septembre 2021 a vu son cours baisser de près de 6% au premier trimestre (et son rendement ainsi remonter à 1,3%).

Le marché du High Yield a lui aussi souffert (-4,1% sur le trimestre), pénalisé à la fois par la hausse des taux et par l'écartement plus marqué des primes de risque de ce segment. Toutefois, le portage a permis d'atténuer légèrement ces impacts défavorables. Le taux de défaut attendu sur ce marché pour 2022 reste faible, inférieur à 3%. De plus, de nombreux émetteurs avaient profité des conditions favorables de ces dernières années pour refinancer leur dette et rallonger les maturités. A condition d'être sélectif, le marché du High Yield pourrait donc rester une source de performance pour 2022.

Le marché des dettes subordonnées (financières ou hybrides corporates) a également souffert au premier trimestre. Le contexte de hausse des taux et remontée des primes de risque a notamment remis en avant certains risques de cette classe d'actifs (risque d'extension notamment).

Compte-tenu des niveaux de rendement maintenant atteints sur ce marché, la classe d'actifs paraît attractive après la correction enregistrée.

Après un premier trimestre marqué par de nettes contreperformances, le marché obligataire pourrait devenir plus intéressant. En effet, le mouvement de hausse des taux est déjà largement entamé et le portage (notamment sur le High Yield et la dette subordonnée) atteint maintenant des niveaux attractifs.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le mouvement de hausse des taux a été fort mais pourrait, à un degré certes moindre, encore se poursuivre au cours des prochains mois alors que la normalisation monétaire des banques centrales se mettra en place et que l'inflation pourrait rester soutenue.

Ainsi, nous privilégions :

- **toujours des durations courtes**, même si elles pourront être allongées progressivement pour accompagner l'éventuelle remontée des taux.
- **une faible exposition à la catégorie pure Investment Grade** (hormis certaines stratégies spécifiques).
- **une approche sélective sur le segment du High Yield**, en profitant d'un portage apparaissant particulièrement attractif et en scrutant toujours 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 à moyenne qui présentent un couple rendement/risque jugé adéquat.
- **une prise de bénéfices sur la dette d'Etat indexée sur l'inflation**, en raison d'un moindre potentiel de hausse des anticipations d'inflation, notamment sur la partie courte de la courbe d'inflation.

A l'issue de ce premier trimestre le fonds Auris Euro Rendement, grâce à un positionnement conservateur sur les taux d'intérêt a permis d'atténuer nettement la baisse des marchés obligataires et profitera au cours des prochains mois d'un portage attractif.

Focus sur



Picard

Groupe français, leader du marché du surgelé en France avec une part de marché en hausse et proche de 20%.

Une société détenue majoritairement par un fonds d'investissement depuis 2010.

Un endettement élevé lié à la structure actionariale.

Une activité fortement génératrice de trésorerie.

Points forts

- une activité résistante
- fortes parts de marché et marque appréciée
- une position de liquidités satisfaisante

Points faibles

- absence de diversification géographique
- un endettement élevé
- possibles remontées de dividendes additionnelles

Actualités

Sur les neuf premiers mois de l'exercice en cours (2021/22), une activité en baisse de 3% compte-tenu d'un effet de base très favorable l'an dernier (confinement 2021) mais en hausse de 16% sur deux ans (pré pandémie).

La rentabilité (EBITDA ou Excédent Brut d'Exploitation) est elle aussi en légère baisse de 5% mais en progression sur deux ans de +25%.

La dette reste maîtrisée en dépit d'un dividende exceptionnel (représentant ~0,9x EBITDA) payé aux actionnaires en 2021.

La rentabilité de l'année 2021 était exceptionnelle (contexte sanitaire) et une normalisation à la baisse inéluctable est anticipée et viendra augmenter le levier financier.

Le groupe va devoir gérer l'impact de l'inflation (matières premières agricoles, énergie, salaires).

Dette et levier de Picard

	2019	2020	2021	9 mois 2022
Dette nette (M€)	1449	1366	1267	1411
Levier (dette nette/EBITDA)	7,5x	6,8x	4,7x	5,6x

Source : chiffres société

Point sur les obligations

Le groupe a refinancé ses obligations en 2021 (nouvelles maturités 2026 et 2027) et n'a pas d'échéances à court terme.

Une remontée additionnelle de dividendes est limitée par la documentation de l'obligation.

Au regard du profil financier du groupe, une préférence pour les obligations subordonnées 2027, plus risquées, mais offrant un rendement supérieur de 2 à 3% par rapport aux deux obligations sécurisées 2026.

Obligation Picard détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rdt à maturité	Rdt au 1 ^{er} call	Commentaire
Picard 5,375% 07/2027 Call 07/2024 à 102,688%	93,50%	CCC+	7,00%	10,10%	Le remboursement au call paraît peu probable actuellement. Le coupon élevé assure un portage attractif.