



Les indicateurs du marché obligataire (au 29/12/2023)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	4,25%	3,85%	3,88%
Var 2023	-0,18	-0,16	+0,00
Allemagne	2,40%	1,95%	2,02%
Var 2023	-0,36	-0,63	-0,55
France	2,94%	2,26%	2,56%
Var 2023	+0,03	-0,63	-0,56
Italie	2,99%	3,07%	3,70%
Var 2023	-0,33	-0,97	-1,02

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2023
High Yield	11,79%
Obligations AT1	13,89%
Hybrides corporates	9,85%
Subordonnées financières	9,62%
Obligations d'entreprises	8,19%
Obligations Euro	7,18%
Obligations d'État	7,15%

* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 29/12/2023

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

Un 4^{ème} trimestre digne de montagnes russes sur les taux ! Le scénario du « Higher for Longer », qui avait déjà animé le marché au 3^{ème} trimestre, a gagné en crédibilité en octobre face aux chiffres économiques globalement rassurants et à la rhétorique agressive des banquiers centraux. On a alors observé une très forte tension sur les taux et le 10 ans américain a même très brièvement dépassé les 5%. Un niveau qui n'avait pas été enregistré depuis 2007 et qui a finalement marqué la ligne d'arrivée. Le déboucement des nombreuses positions vendeuses sur la dette américaine a, en effet, entraîné une nette inversion de tendance. Une fois amorcée, la détente sur les taux a été massive, soutenue par de nets progrès sur le front de l'inflation et la conviction que les banques centrales baisseraient leurs taux directeurs à de maintes reprises en 2024. De par son discours, en décembre, la Fed a d'ailleurs entériné la fin du « Higher for Longer », entraînant au passage un nouveau rallye sur les taux qui terminent l'année à 3,88% pour le 10 ans américain et 2,02% pour le 10 ans allemand.

Mi-décembre, la Fed a, en effet, surpris les marchés en offrant le tant attendu pivot ! Jerome Powell a ainsi pris acte du ralentissement de l'inflation un cran plus rapide qu'attendu et a laissé la porte ouverte à plusieurs baisses de taux en 2024 (3 selon les dot plots). En Europe, les banques centrales ont adopté une posture très différente. Les banquiers centraux (BCE, BoE et BNS) ont opté, de nouveau, pour une pause et ont lutté contre l'idée d'une baisse rapide des taux. La BCE a même renforcé d'un cran le resserrement monétaire : l'enveloppe du PEPP va être réduite à partir du 2^{ème} semestre 2024 (€7,5Mds de titres non réinvestis par mois). La prudence reste donc de mise pour la BCE d'autant plus que l'économie européenne devrait se stabiliser en 2024 (regain de la confiance, hausse du pouvoir d'achat, redressement dans l'industrie...) après plusieurs mois de contraction. Les indices PMI de décembre dépeignent d'ailleurs une fin d'année très décevante pour la croissance européenne. Aux États-Unis, le ralentissement de l'activité se concrétise enfin mais le chemin reste encore long. Le marché du travail en est le parfait exemple. Bien que moins tendu, il reste encore très résilient avec un taux de chômage toujours proche des plus bas.

Le marché du crédit

Le dernier trimestre s'est terminé en fanfare pour le marché du crédit qui a bénéficié de la baisse massive des taux souverains et de résultats d'entreprises globalement satisfaisants. L'optimisme a ainsi dominé en cette fin d'année, après un début de trimestre pourtant plutôt morose. L'aversion pour le risque avait été, de fait, assez marquée sur fond de craintes géopolitiques liées au conflit entre Israël et le Hamas. La non-régionalisation du conflit a néanmoins rassuré les investisseurs bien que celui-ci reste désormais en toile de fonds dans les risques identifiés par le marché à l'instar de la guerre en Ukraine. Les spreads de crédit se sont ainsi fortement resserrés et terminent sur des plus bas annuels, des niveaux non observés depuis la guerre en Ukraine, soit février 2022.

Comme prophétisé à maintes reprises, l'année 2023 a bel et bien été très favorable pour le segment obligataire avec des performances qui varient de +7% à +14% selon les sous-segments (indices iBoxx à fin décembre). En tête de liste, on retrouve le High Yield mais aussi les Cocos (respectivement +11,8% et +13,9% en 2023), et ce, malgré l'évènement Credit Suisse de mars dernier. On retiendra également le rallye de fin d'année qui a été assez spectaculaire, à titre d'exemple, l'Investment Grade a bondi de +5,8% au cours des mois de novembre/décembre pour une performance annuelle de +8,9%.

L'activité sur le marché primaire a été dynamique, bien que concentrée sur quelques semaines ce trimestre. De nombreux investisseurs souhaitant s'exposer avant que les banques centrales ne commencent à baisser les taux. La demande a ainsi été au rendez-vous à l'image des carnets d'ordres majoritairement sursouscrits. On note ce trimestre le retour de la durée et le fort appétit pour le risque comme en atteste la très bonne exécution des émissions subordonnées et High Yield. Une émission a d'ailleurs marqué les esprits : UBS a placé sa première AT1 depuis le rachat de Credit Suisse. Ce retour du géant bancaire a été plus que réussi avec \$3,5 Mds émis et une demande impressionnante de plus de \$35 Mds ! Les évènements de mars dernier semblent ainsi être totalement oubliés.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Malgré le rallye de fin d'année observé sur l'obligataire, les rendements demeurent toujours attractifs : 4% sur l'Investment Grade et 7% sur le High Yield. En 2024, les conditions devraient rester favorables pour les obligations, mais il convient néanmoins de procéder à une sélection rigoureuse des segments les plus porteurs. Ainsi, nous privilégions :

- une transition vers des **points de courbe plus longs** avec la fin du cycle resserrement monétaire et les baisses de taux qui se profilent ;
- un positionnement davantage marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif ;
- une approche toujours très **sélective sur le segment High Yield** couplée à une **réduction** de l'exposition aux **émetteurs les plus fragiles** au vu du resserrement significatif des spreads de crédit. **Le retour du risque idiosyncratique** en 2024 incite à la prudence et la dispersion au sein de ce segment augmente d'ailleurs de façon notable.

Notre gamme s'est de nouveau très bien comportée ce trimestre. Les fonds exposés aux Cocos ont profité de la belle performance du segment tandis que l'exposition prudente sur le marché du High Yield a permis de capter le portage attractif tout en évitant certains dossiers compliqués. En parallèle, notre flexibilité et notre gestion dynamique des futures de taux nous a permis de capter les diverses opportunités d'achat et de profiter au mieux de la baisse des taux.

Focus sur apa

APA Group

APA Group est une entreprise de premier plan dans le domaine des infrastructures énergétiques en Australie. Le groupe possède et exploite un portefeuille diversifié, valorisé à environ 22 Mds AUD, comprenant des actifs gaziers, électriques, solaires et éoliens. APA Group est d'ailleurs le plus grand transporteur de gaz naturel en Australie et génère la majorité de ses revenus sur ce segment. On note cependant une forte volonté de la part du groupe d'accroître ses activités dans le transport d'électricité et les énergies renouvelables, essentielles dans un pays qui dépend encore largement du charbon.

Actualités

APA Group bénéficie d'une bonne visibilité au niveau de ses revenus. De fait, la majorité des contrats (durée moyenne de 10 ans) sont règlementés ou bien régis par une clause de « Take or Pay » (volume minimum prédéfini). Comme le groupe n'assure que la distribution, le risque sur le prix des matières premières est très limité. Les résultats témoignent d'ailleurs d'une croissance solide des revenus et d'une génération régulière de *Free Cash Flow* (plus d'1 milliard d'AUD sur les 3 dernières années). APA Infrastructure mène cependant une politique de croissance externe assez agressive qui pèse sur l'endettement. Dernière acquisition en date, les actifs énergétiques d'Alinta Energy dans la région reculée de Pilbara pour 1,72 Mds AUD qui comprend notamment deux centrales électriques. Le groupe cherche à étendre ses capacités de production et à capitaliser sur le désir du gouvernement de développer les énergies renouvelables. D'ailleurs, en parallèle, d'importants investissements sont prévus afin d'accélérer la transition vers des sources d'énergie plus « vertes ». Si ces différents éléments sont de nature à peser sur le levier, la génération de cash est néanmoins rassurante et le groupe a clairement indiqué sa volonté de conserver un rating *Investment Grade*. Le financement de la dernière acquisition a d'ailleurs été réalisé en grande partie par de nouvelles actions, afin de protéger le profil de crédit (notation maintenue post transaction).

Point sur les obligations

APA Group est un émetteur fréquent sur les marchés et dispose de nombreuses souches Senior. En novembre 2023, le groupe a émis sa première hybride en euro afin de financer des dépenses d'investissements et besoins généraux. Le titre a été très bien accueilli, le coupon de 7,25% était attractif avec une prime « hybride inaugurale » non négligeable.

Obligations détenues dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Apa Infra 7,125% Perp c.09/2028	105,17	BB+	6,45% à maturité/ 5,87% au call
Apa Infra 2% 03/2027	95,71	BBB	3,42% à maturité

Points forts

- Leader dans son secteur
- Bon positionnement sur les énergies renouvelables
- Visibilité sur les revenus grâce à des contrats basés sur la capacité et non le volume fourni
- Caractère assez défensif de l'activité
- Faible sensibilité aux prix du gaz

Points faibles

- Fort appétit en termes d'acquisitions qui pèse sur l'endettement du groupe
- Hausse des investissements à prévoir pour faire face à une demande accrue en gaz et énergies renouvelables