

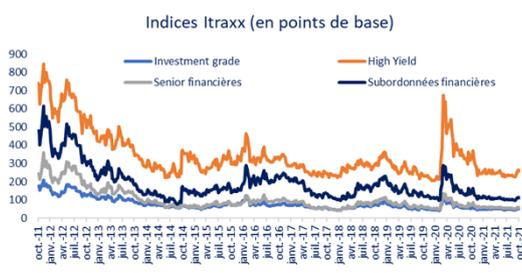


Les indicateurs du marché obligataire (au 22/10/2021)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	0,45	1,20	1,63
Var 2021	+ 0,33	+ 0,84	+ 0,72
Allemagne	- 0,64	- 0,42	- 0,11
Var 2021	+ 0,06	+ 0,32	+ 0,46
France	- 0,65	- 0,22	0,23
Var 2021	+ 0,04	+ 0,45	+ 0,57
Italie	- 0,20	0,25	0,99
Var 2021	+ 0,21	+ 0,66	+ 0,46

Évolution des primes de risques



Sources : Bloomberg et Auris Gestion

Performance des indices

Indices Euro	Var 2021
Obligations Euro	-2,75%
Obligations d'Etat	-3,29%
Obligations d'entreprises	-1,35%
Obligations High Yield	2,68%
Hybrides Corporates	0,65%
Subordonnées financières	0,37%
Obligations AT1	5,09%

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

En dépit de l'amélioration graduelle, et parfois chaotique, de la situation sanitaire mondiale et des craintes de réduction de la politique monétaire accommodante de la Fed, les taux d'intérêt restent toujours bas voire négatifs jusqu'à des maturités à 10 ans sur les pays les plus solides.

En effet, les programmes de rachat d'actifs des banques centrales contribuent à comprimer le rendement des emprunts d'État (et aussi ceux de sociétés en catégorie Investment Grade).

Toutefois, cette tendance baissière pourrait s'inverser en raison de la fin annoncée de certains programmes de rachat d'actifs des banques centrales et de pressions inflationnistes qui pourraient être plus structurelles qu'actuellement anticipées, notamment en raison du rebond des prix de l'énergie.

Le marché du crédit

Dans un environnement de taux toujours bas voire négatifs, et compte tenu du resserrement des primes de risque (cf. graphique *supra*), les conditions demeurent toujours historiquement favorables pour les émetteurs.

Ainsi, à trois mois de la fin d'année, les volumes d'émission s'annoncent d'ores et déjà historiquement élevés, notamment sur le marché du High Yield à 134 Mds€ (et 384 Mds€ pour l'Investment Grade)

Les montants émis sont bien absorbés par le marché. En effet, les programmes de soutien de rachat d'actifs initiés par les banques centrales captent une partie de cette offre.

Compte tenu de la baisse du niveau du rendement des emprunts d'État, le marché de l'Investment Grade a lui aussi vu se contracter fortement les rendements offerts. Ainsi, début septembre, près de 35% de l'univers Investment Grade offraient des rendements négatifs. Ou, dit autrement, pour 35% de l'univers, il faut payer pour avoir le droit de prêter de l'argent et donc de prendre un risque !

Pour illustrer plus concrètement le propos, pour un investisseur qui souhaite investir dans une obligation de très bonne qualité comme Air Liquide 2028 (notée A-), donc lui prêter de l'argent, il lui en coûtera actuellement 0,10%/an...

Le marché du High Yield a lui aussi vu son rendement global baisser, pour les mêmes raisons que celles évoquées précédemment mais aussi par un effet domino où certains investisseurs, en recherche de rendement, ont dégradé leurs critères pour venir chasser sur le marché du High Yield.

En outre, les attentes de taux de défaut restent contenues (soutenues aussi par les mesures mises en place telles que les Prêts Garantis par l'État) et les résultats des sociétés profitent de la reprise économique de 2021. Enfin, en dépit de cette crise sanitaire inédite, aucun défaut majeur n'est intervenu.

Ce contexte, en apparence dénué de risque (même si le possible défaut du conglomérat chinois géant Evergrande avec ses 260 Mds€ de dettes et ses conséquences potentielles méritent une attention particulière), permet ainsi aux émetteurs High Yield de venir se refinancer dans des conditions particulièrement favorables. La société Elis, notée BB, a ainsi pu abonder son obligation de maturité 2028 sur la base d'un rendement actuariel de 1,60%.

Le marché des dettes subordonnées (financières ou hybrides corporates) bénéficie lui aussi de cet environnement porteur. Le secteur financier (tant les assurances que les banques) profite notamment de mesures massives de soutien à court terme des banques centrales, des États et des régulateurs (telle que la mise en place de mesures d'assouplissement).

Cela a par exemple permis à la Banque Postale de placer une émission Additional Tier 1 (notée BBB-), avec une première date de call 2028, à un coupon record de 3%, le plus bas historique pour ce type de titres.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le niveau nominal très bas du rendement des emprunts d'État et les primes de risque maintenant réduites sur les différentes classes d'actifs du marché du crédit nous conduisent à adopter 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 sélectivité accrue sur le segment du High Yield**, en profitant d'opportunités sur certains titres pouvant présenter une notation certes dégradée mais recelant encore d'un réel potentiel d'appréciation ;
- **une exposition à la dette subordonnée** sur des titres présentant un coupon et une notation élevés avec une maturité courte, affichant ainsi un couple rendement/risque jugé adéquat ;
- **en matière de taux** : une absence d'exposition aux emprunts d'État à ce stade.

Nous maintenons cependant une approche opportuniste et sommes prêts à intervenir en cas de correction de marché sur certains dossiers identifiés mais actuellement jugés surévalués.

Focus sur LOXAM

Loxam

Groupe français, leader européen de la location de matériel en Europe.

Une société privée (détenue par un groupe familial, des fonds d'investissements et les dirigeants).

Un endettement élevé en raison d'une stratégie volontariste de croissance externe.

60% du CA à l'international.

Une activité fortement génératrice de trésorerie.

Points forts

- fortes parts de marché locales
- bonne adaptabilité aux cycles de marché
- une position de liquidités satisfaisante

Points faibles

- exposition à un marché cyclique
- un endettement toujours élevé
- une possible reprise des acquisitions

Actualités

Un niveau d'endettement élevé fin 2019 pour aborder la crise, suite aux acquisitions de tailles importantes de Lavendon (UK) et Ramirent (Scandinavie).

La crise de 2020 a conduit la société à renégocier certains de ses covenants avec les banques. Ces covenants sont maintenant respectés et la société a retrouvé son levier d'avant 2020.

Point sur les obligations

Le groupe est un émetteur régulier et a plusieurs souches en circulation notées B+ pour les senior et B- pour les subordonnées.

Préférence pour les subordonnées en raison de la confiance dans la solidité de l'émetteur.

Certaines obligations à coupons élevés pourraient être refinancées très prochainement en profitant de conditions d'émission avantageuses.

Dette et levier de Loxam

	30/06/2019	31/12/2019	30/06/2020	31/12/2020	30/06/2021
Dette nette (M€)	2 483	4 039	3 835	3 685	3 667
Levier [dette nette/EBITDA]	4,2x	4,7x	5,1x	5,0x	4,6x

Source : chiffres publiés par l'émetteur.

Obligations Loxam détenues dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rdt à maturité	Rdt au call	Rdt probable	Commentaire
Loxam 6% 2025 Callable 10/2021	102,07	B-	5,4%	-1,3%	2,5% (si call 30/11/21)	Call possible, et probable fin 2021
Loxam 5,75% 2027 Call 07/2022	104,86	B-	4,8%	3,1%	3,1% (au 1er call 07/2022)	Call probable dès 07/2022, et sinon portage attractif

Sources : chiffres Bloomberg et Auris Gestion.