



Les indicateurs du marché obligataire (au 30/12/2022)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	4,43%	4,00%	3,87%
Var 2022	+3,69	+2,74	+2,36
Allemagne	2,76%	2,58%	2,57%
Var 2022	+3,38	+3,03	+2,75
France	2,91%	2,89%	3,12%
Var 2022	+3,57	+3,14	+2,92
Italie	3,31%	4,03%	4,72%
Var 2022	+3,38	+3,62	+3,54

* Chiffres au 30/12/2022

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2022
High Yield	-9,41%
Obligations AT1	-11,49%
Hybrides corporates	-13,40%
Subordonnées financières	-13,43%
Obligation d'entreprises	-14,17%
Obligations Euro	-17,22%
Obligation d'État	-18,44%

* Indices Iboxx correspondants au 30/12/2022

Sources : Bloomberg et Auris Gestion

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

Le 4^{ème} trimestre 2022 a été marqué, une nouvelle fois, par une très forte volatilité des taux d'intérêt. Si l'espoir d'un ralentissement du rythme de resserrement monétaire et des chiffres d'inflation encourageants ont, dans un premier temps, alimenté la baisse des taux, la tendance s'est totalement retournée à partir de la mi-décembre. Les banquiers centraux n'ont, en effet, pas fait de cadeaux de Noël aux investisseurs lors de leurs dernières réunions de politique monétaire. Ils avaient pourtant déjà frappé fort en novembre avec une hausse importante de 75 bps des taux directeurs (pour la Fed, la BCE et la BoE), mais Powell et consorts n'ont pas hésité à continuer en décembre avec une nouvelle hausse de 50 bps, confirmant au passage leur volonté indéfectible de lutter contre l'inflation en conservant les taux à un niveau élevé pendant une période durable.

Les taux 10 ans américain et allemand ont ainsi touché un plus bas sur le trimestre de respectivement 3,41% et 1,78% pour terminer à 3,87% et 2,57% fin décembre.

Derrière cette très nette remontée des taux souverains, on mentionnera également la décision de la BoJ. Dernière banque centrale à conserver une politique monétaire accommodante, celle-ci a fini par céder à la tentation du resserrement monétaire et a annoncé assouplir son contrôle de la courbe des taux, engendrant une réelle onde de choc sur les marchés. A contre-tendance, les taux souverains britanniques s'inscrivent en nette baisse sur le trimestre. Le brouillard politique s'est considérablement dissipé avec la démission de Liz Truss et l'arrivée au pouvoir de R. Sunak au poste de Premier ministre. Le nouveau gouvernement a su présenter une feuille de route budgétaire plus « crédible » aux yeux des investisseurs. Le taux 10 ans UK termine ainsi l'année à 3,67%, en baisse de 42 bps sur les 3 derniers mois.

Enfin, l'inversion de la courbe des taux, déjà observée aux Etats-Unis depuis plusieurs trimestres, s'est également matérialisée récemment en Europe. Ce phénomène résulte du double effet du relèvement des taux directeurs (sur la partie courte de la courbe) et des craintes de récession (qui pèsent sur les taux longs).

Le marché du crédit

Le marché a repris des couleurs au 4^{ème} trimestre 2022. Le contexte sur les spreads de crédit était favorable avec un retour marqué de l'appétit pour le risque. On notera la surperformance des indices de crédit CDS, plus sensibles au sentiment de marché que les titres cash. Si les niveaux de spreads ont bien reflué depuis les pics atteints fin septembre 2022, ils restent néanmoins encore loin des fondamentaux et reviendraient à considérer un taux de défaut cumulé d'environ 6,5% à 5 ans sur l'Investment Grade et 30% à 5 ans sur le High Yield. Hormis les obligations souveraines, tous les autres segments du marché obligataire affichent des performances positives avec notamment une très bonne performance du High Yield et des obligations subordonnées (Hybrides et Coco) moins sensibles aux mouvements de taux. Sur 2022, les performances n'en restent pas moins fortement négatives, oscillant entre -10% et -20% selon les sous-segments. Paradoxalement les segments jugés les plus sûrs ont sous-performé, le High Yield s'est ainsi révélé plus résilient que l'Investment Grade, profitant d'un profil de durée plus court et de l'effet de portage.

Les entreprises ont tiré parti du contexte plus favorable et ont su saisir les quelques fenêtres de tir pour venir émettre de nouvelles obligations. La majorité des transactions sur l'Investment Grade a été bien accueillie, avec toutefois des primes d'émissions très différentes selon les émetteurs. La timide réouverture du marché High Yield en septembre s'est confirmée au cours du trimestre avec des noms tels que Intrum, Iliad ou Faurecia. Ce dernier a ainsi placé 700 M€ avec un coupon de 7,25% à échéance 4 ans alors que son coût de financement début 2021 était de 2,75% sur du 6 ans... Le marché du High Yield reste donc accessible pour les émetteurs si tant est qu'ils offrent une prime attractive. Même House of HR, qui avait dû annuler sa transaction en septembre faute de demande, a réussi à revenir sur le marché. Cependant, dans ce nouveau contexte de taux, les lignes de crédit bancaire, moins chères, redeviennent une option, à l'image de Fnac Darty qui a sécurisé ce financement pour son échéance obligataire 2024. Enfin, on note la reprise notable des émissions de dettes hybrides à des fins de refinancement (Telefonica, Orsted et EDF). Le risque d'extension apparaît ainsi, à ce stade, limité à quelques émetteurs spécifiques. (foncières notamment).



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le mouvement sur la classe d'actif obligataire a été violent en 2022 mais a permis de retrouver des niveaux de valorisation très intéressants. Le potentiel de hausse des taux est dorénavant plus limité et la notion de portage n'a jamais fait autant sens avec un taux de rendement moyen d'environ 8% sur le High Yield et de 4% sur l'Investment Grade. Ainsi, nous privilégions :

- une exposition à des **points de courbe plus longs**. En effet, en 2023, les banques centrales devraient ralentir le rythme de resserrement monétaire, atténuant ainsi la pression sur les taux ;
- un positionnement davantage marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposés à des noms de bonne qualité. Nous gagnons ainsi en rendement sans pour autant abaisser la qualité de crédit des sociétés en portefeuille ;
- une approche toujours **très sélective sur le segment High Yield** et une attention toute particulière au marché primaire qui offre des **primes d'émission non négligeables**. La prudence sera essentielle sur ce segment au vu du très probable **retour du risque idiosyncratique en 2023**.

2022 a été une année difficile pour le segment obligataire, **le positionnement défensif de la gamme** (maturité courte, couverture taux) a cependant permis d'amortir la baisse par rapport aux concurrents. Les différentes poches de rendement (subordonnées, High Yield) et notre flexibilité ont également permis à notre gamme de bien performer dans les phases de rebond, comme en atteste ce dernier trimestre.

Focus sur FORVIA faurecia

Faurecia

Faurecia est un équipementier automobile de premier plan, notamment depuis l'acquisition transformante de Hella. Celle-ci a permis au groupe de renforcer sa diversification (clients finaux et pays) ainsi que son positionnement sur des secteurs innovants tels que la mobilité électrique et l'hydrogène. La transaction a engendré une forte hausse de la dette, celle-ci devrait néanmoins être temporaire : le groupe a récemment confirmé que le désendettement faisait partie de ses priorités. L'actionnariat du groupe est majoritairement flottant depuis la distribution par Stellantis de ses parts en 2019.

Actualités

Faurecia a su maintenir des résultats décents au cours des derniers trimestres, et ce, malgré un contexte compliqué de pénurie de semi-conducteurs, d'inflation du prix des matières premières et de guerre en Ukraine. Les volumes sont sous pression mais restent supérieurs au marché automobile et les marges sont résilientes (soutenues en partie par des politiques de couvertures énergétiques). Au troisième trimestre, tous les segments affichent une croissance organique positive et les objectifs 2022 ont été confirmés.

Néanmoins, face à la dégradation de l'environnement économique, Faurecia a dû récemment abaisser ses ambitions 2025 et adopter des hypothèses de production automobile plus conservatrices. Les objectifs de croissance et de marge restent tout de même très satisfaisants (chiffre d'affaires de 30 Mds€ et marge opérationnelle supérieure à 7%). L'attention portée au désendettement est rassurante avec un objectif de levier net de 1,5x à fin décembre 2025 contre environ 3x en juin 2022.

Point sur les obligations

Le groupe dispose de plusieurs souches Senior en circulation notées BB.

L'acquisition de Hella avait été financée en partie par un bridge loan tiré à hauteur de 2,9 Mds€. Celui-ci a été remboursé par les produits de cession, de nouveaux prêts et une augmentation de capital. L'émission de Faurecia, en novembre, très bien accueillie par le marché, a marqué la dernière étape du refinancement du prêt relais.

Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement	Commentaire
Faurecia 7,25% 06/2026 (émise à 100)	101,208	BB	6,95% à maturité	Prime d'émission d'environ 100 bps, bien reçue par le marché

Points forts

- Statut de 7^{ème} équipementier automobile mondial
- Bien positionné pour profiter de la transition énergétique et des nouvelles tendances
- Contexte compliqué pour le secteur mais résilience sur les marges et volumes

Points faibles

- Endettement élevé mais trajectoire de baisse de la dette ambitieuse
- Secteur très cyclique et dépendant de la production automobile mondiale
- L'environnement inflationniste peut peser sur les marges