



Les indicateurs du marché obligataire (au 31/03/2023)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	4,03%	3,57%	3,47%
Var 2023	-0,40	-0,43	-0,41
Allemagne	2,68%	2,31%	2,29%
Var 2023	-0,08	-0,27	-0,28
France	2,81%	2,65%	2,79%
Var 2023	-0,10	-0,24	-0,32
Italie	3,18%	3,61%	4,10%
Var 2023	-0,14	-0,43	-0,62

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2023
High Yield	2,98%
Obligations AT1	-3,66%
Hybrides corporates	1,32%
Subordonnées financières	1,09%
Obligations d'entreprises	1,72%
Obligations Euro	2,03%
Obligations d'État	2,41%

* Indices Iboxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 31/03/2023

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

2023 a commencé sur une note très positive. Face à des chiffres économiques rassurants, les investisseurs ont été prompts à anticiper un scénario idéal de « *soft landing* » et de désinflation rapide, entraînant ainsi un net reflux des taux souverains. Dès la mi-janvier, la tendance s'est néanmoins rapidement inversée entre persistance des pressions inflationnistes, notamment sous-jacentes, et déclarations de certains banquiers centraux rappelant la nécessité d'accentuer le resserrement monétaire. Pour de nombreux investisseurs, le stress sur le système bancaire en mars (faillites de banques régionales américaines, sauvetage de Credit Suisse par UBS) a cependant rebattu les cartes, réduisant la marge de manœuvre des banques centrales à relever les taux directeurs. En conséquence, les taux se sont effondrés début mars, mouvement renforcé par un « *flight to quality* » assez marqué. Les taux 10 ans américain et allemand ont ainsi terminé le mois de mars à 3,46% et 2,29% après avoir touché des points hauts de 4,05% et 2,75% sur le trimestre. L'inversion de la courbe des taux reste encore significative, bien que moins marquée en fin de trimestre.

Les banques centrales ont donc dû se battre sur tous les fronts. Le récent stress bancaire a, en effet, rappelé que la stabilité financière faisait également partie de leur mandat et leur réponse n'a pas été des moindres d'ailleurs avec le déploiement d'instruments visant à soutenir la liquidité sur les marchés interbancaires. Les banquiers centraux n'ont tout de même pas perdu de vue la lutte contre l'inflation, la Fed et la BCE n'ont ainsi pas hésité à enchaîner deux hausses de taux de 25 pb pour l'une et 50 pb pour l'autre. A noter, leur communication était cependant moins agressive. Jerome Powell a ainsi admis que les tensions au sein des banques américaines auraient pour conséquence une moindre distribution de crédit, équivalente à une voire deux hausses de taux. Quant à Christine Lagarde, elle s'est abstenue de communiquer des *forward guidance* précises et s'est dite dépendante des prochaines données. Enfin, point commun entre les deux banques centrales, les prévisions d'inflation pour 2024 et 2025 ont été révisées en baisse. Le pic des taux d'intérêt est donc potentiellement en passe d'être atteint.

Le marché du crédit

Début 2023, le marché obligataire a enfin pu retrouver des couleurs, soutenu par des chiffres de croissance rassurants, une saison des résultats globalement satisfaisante et l'attractivité retrouvée de la classe d'actifs auprès d'investisseurs dotés de liquidités à placer. La vague d'aversion au risque de mars n'a cependant pas épargné le marché du crédit entraînant, au passage, une très forte tension sur les spreads. Bien que celle-ci ait depuis reflué grâce au regain d'optimisme de fin de trimestre, les niveaux restent loin des fondamentaux et reviendraient à considérer un taux de défaut d'environ 7% à 5 ans sur l'Investment Grade et 30% sur le High Yield.

Malgré le contexte compliqué en mars, la majorité des segments affichent une performance positive depuis le début d'année. Le High Yield ressort en tête de liste, soutenu par un taux de portage élevé qui protège en partie contre les chocs de marché. Seules les Cocos sont dans le rouge en ce début d'année après avoir subi un violent choc : le sauvetage de Credit Suisse dont les Cocos ont été complètement dépréciées sans respecter la hiérarchie des créanciers. La succession de déclarations rassurantes des autorités sur la solidité du système bancaire et la spécificité de l'approche suisse ont cependant permis aux Cocos d'amorcer un rebond fin mars.

Ce trimestre a été marqué par une offre globale très importante sur le marché primaire. Les transactions se sont, dans l'ensemble, bien déroulées (taux de couverture élevé et faibles primes d'émission), reflet de l'appétit des investisseurs en ce début d'année. On note, aussi, la réouverture réussie du marché des hybrides et du High Yield, ce qui est rassurant sur la capacité de refinancement des émetteurs les plus fragiles. L'activité primaire a néanmoins nettement ralenti en mars, avec quasiment que des émetteurs Investment Grade. Par ailleurs, si plusieurs émetteurs bancaires ont placé des obligations Cocos en début d'année, les récents événements autour de Credit Suisse risquent de restreindre l'accès au marché primaire à court terme ou du moins engendrer des primes de risque plus élevées. Les cas d'extension, cette année, devraient néanmoins être limités (titres pour certains déjà refinancés, excès de capital...).



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Ce premier trimestre s'avère au final positif pour la classe d'actif obligataire qui, dans l'ensemble, affiche de bonnes performances, et ce, malgré le récent stress sur le secteur bancaire. En parallèle, les valorisations demeurent toujours attractives avec des taux de rendement moyen d'environ 8% sur le High Yield et 4,5% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- une exposition à des **points de courbe plus longs**. En effet, 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 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 et qui seront les premières à profiter d'un potentiel recul du risque d'extension ;
- 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 cette année**.

Notre gamme s'est bien comportée en ce début d'année. Les fonds n'étaient pas exposés à Credit Suisse et notre flexibilité a permis de capter les diverses opportunités d'achat tout en restant dynamique sur les couvertures de taux et de spreads. La gamme s'est d'ailleurs étoffée avec le lancement réussi d'un fonds à échéance. Les conditions de marché de mars ont, de fait, permis de sécuriser des rendements très attractifs dans les fonds.

Focus sur

Azelis

Azelis est l'un des principaux distributeurs mondiaux de produits chimiques spécialisés et d'ingrédients alimentaires. Le groupe dispose d'un profil assez défensif de par son exposition au segment peu cyclique des « *Life Sciences* » (alimentaire, pharmaceutique ...) qui représente environ 60% des revenus. Azelis affiche une bonne croissance organique et mène, en parallèle, une stratégie d'acquisition assez agressive justifiée par la forte dynamique de concentration au sein du secteur. Le risque d'intégration est bien maîtrisé (cibles de petites tailles et solide expérience en la matière). Les fonds de Private Equity EQT et PSP détiennent environ 60% du groupe, le reste étant flottant.

Actualités

Le groupe a un bilan financier solide avec une belle progression du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle au cours des dernières années, soutenue par la croissance organique mais également des acquisitions réussies. La capacité de génération de cash-flow du groupe est rassurante, aidée par le modèle *asset light* de l'activité (recours à l'externalisation notamment). Le flux de trésorerie permet ainsi de couvrir les nombreuses acquisitions.

A moyen terme, le désendettement n'est pas la priorité mais le levier est néanmoins géré de façon prudente dans la fourchette de 2,5-3x annoncée. A noter, le groupe a procédé à son introduction en bourse en 2021, le levier a ainsi été drastiquement réduit de 6,2x en 2019 à 3x en 2020 et 2,2x fin 2022.

Les résultats annuels 2022 sont d'ailleurs satisfaisants : toutes les régions affichent une forte croissance organique ainsi qu'une hausse de la marge d'EBITDA. En termes de perspectives à moyen terme, Azelis prévoit une croissance annuelle de 8-10% du chiffre d'affaires portée par un environnement favorable et une tendance à l'externalisation de la part des fournisseurs.

Point sur les obligations

Le groupe a émis avec succès, en mars, une obligation inaugurale de 400 M € afin de procéder au remboursement de certaines échéances courtes et renforcer sa liquidité, essentielle à sa politique d'acquisitions.

Le titre est noté BB+ et une notation Investment Grade ne semble, à ce stade, pas être un objectif pour Azelis.

Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement	Commentaire
Azelis 5,75% 03/2028 (émise à 100)	101,91	BB+	5,37% à maturité	Bien reçue par le marché

Points forts

- Un des leaders dans son secteur
- Exposition aux « *Life Sciences* », moins cycliques
- Bien positionné pour profiter de la dynamique de concentration au sein du secteur qui impose d'importantes barrières à l'entrée
- Bonne génération de cash-flow
- Valeur ajoutée reconnue qui permet de fidéliser clients et fournisseurs

Points faibles

- Le désendettement n'est pas une priorité à moyen terme, le levier a déjà été fortement abaissé en 2021 après l'introduction en bourse
- Politique d'acquisition agressive