

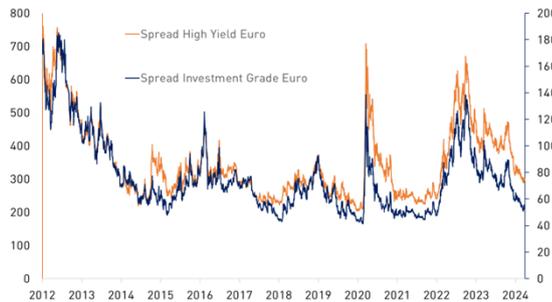


## Les indicateurs du marché obligataire (au 29/03/2024)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	4,62%	4,21%	4,20%
Var 2024	+0,37	+0,37	+0,32
<b>Allemagne</b>	2,85%	2,32%	2,30%
Var 2024	+0,45	+0,37	+0,27
<b>France</b>	2,84%	2,65%	2,81%
Var 2024	-0,11	+0,39	+0,25
<b>Italie</b>	3,43%	3,23%	3,68%
Var 2024	+0,45	+0,16	-0,02

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var 2024
High Yield	0,82%
Obligations AT1	3,92%
Hybrides corporates	1,65%
Subordonnées financières	1,54%
Obligations d'entreprises	0,37%
Obligations Euro	-0,39%
Obligations d'État	-0,69%

\* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 29/03/2024

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Le 1<sup>er</sup> trimestre a été marqué par un net recalibrage des anticipations du marché quant à l'action à venir des banques centrales. Les investisseurs ont ainsi fini par écouter le message que la Fed et la BCE n'ont eu de cesse de marteler : l'assouplissement monétaire sera très prudent. Exit donc les 6 à 7 baisses de taux anticipées fin décembre, le marché est désormais aligné sur le scénario central de la Fed, à savoir 3 baisses en 2024. Ces ajustements n'ont pas été sans conséquences à l'image des taux 10 ans américain et allemand qui ont fortement rebondi à 4,20% et 2,30% contre 3,88% et 2,02% fin 2023.

Les dernières statistiques économiques ont également contribué à modérer l'optimisme des investisseurs. Si la désinflation est bien ancrée en Europe, elle est désormais beaucoup plus lente aux États-Unis (où services et loyers font de la résistance) et rappelle que le retour vers la cible de 2% prendra du temps, d'autant plus que le cycle de croissance apparaît particulièrement résilient. Aux États-Unis, l'atterrissage semble se faire en douceur. Ainsi, après les déceptions du côté de la consommation ou de l'industrie, ce sont les services qui ont marqué le pas (ISM services à 51,4 en mars et 52,6 en février). En parallèle, la normalisation du marché du travail reste très graduelle comme en attestent les enquêtes ADP et BLS à nouveau supérieures aux attentes. En Europe, l'économie semble enfin avoir atteint un point bas et les indicateurs avancés militent pour un rebond de la croissance à l'instar des derniers chiffres PMI de mars qui ressortent globalement en hausse et au-dessus des attentes du consensus.

Dans ce contexte, la BCE et la Fed n'ont pas de raison de baisser urgemment les taux directeurs et l'heure est à la prudence. En mars, la BCE a ainsi souligné que des données supplémentaires étaient nécessaires, notamment sur l'évolution des salaires, avant d'agir mais que l'inflation évolue dans la bonne direction comme en témoigne l'ajustement de son scénario économique (inflation totale à 2,3% en 2024 contre 2,7% auparavant). Même discours du côté de la Fed, en mars, qui confirme ses « dot plots » et guette avec attention une réduction des tensions sur le marché du travail. Une baisse semble néanmoins se rapprocher, et même potentiellement dès la période estivale, les deux institutions ayant clairement indiqué ne pas avoir besoin d'attendre une inflation à 2% pour agir.

### Le marché du crédit

Le marché du crédit est resté très résilient, et ce, malgré la volatilité sur les taux et un marché primaire très dynamique. L'appétit pour le risque, les chiffres macroéconomiques globalement rassurants ainsi que la saison de publications de résultats qui affichait un biais légèrement positif, ont été d'importants facteurs de soutien. En toile de fonds, les risques géopolitiques (conflit entre Israël et le Hamas, guerre Russo-Ukrainienne) étaient toujours présents mais ont eu très peu d'impact en termes d'aversion au risque. Tout comme la résurgence des craintes sur le Commercial Real Estate américain d'ailleurs qui demeurent, à ce stade, contenues à quelques noms. Les spreads de crédit se sont ainsi fortement resserrés sur le trimestre pour atteindre des points bas non observés depuis l'invasion de l'Ukraine il y a 2 ans.

Dans la continuité de 2023, le premier trimestre est resté globalement favorable pour le segment obligataire bien que les performances soient très disparates. Les Cocos et les hybrides sont en tête (+3,92% et +1,88% sur le trimestre) à la faveur du contexte résilient sur les spreads. Le High Yield profite toujours d'un portage élevé mais souffre du retour du risque idiosyncratique. Certains émetteurs fragiles ont ainsi été lourdement sanctionnés (Altice, Ardagh, Intrum...), rappelant que le risque crédit reste un point d'attention cette année. L'Investment Grade et les obligations souveraines ont, quant à eux, souffert de la remontée des taux (respectivement +0,10% et -0,69% sur le trimestre).

Ce trimestre a été marqué par un vrai déluge d'émissions. Que ce soient les États ou les entreprises, tous se sont précipités sur le marché pour lever de la dette. Les investisseurs ont absorbé sans mal ces volumes comme en témoignent les taux de couverture élevés (3-4x en moyenne) et les primes d'émissions très limitées. La très bonne exécution des émissions subordonnées (Cocos, hybrides) et High Yield (Nexans, Forvia, Fedrigoni...) atteste, une nouvelle fois, de l'appétit pour le risque du marché. On notera aussi l'intérêt pour la durée, les investisseurs ont ainsi très bien accueilli les émissions de maturité 20 ans de Booking, Engie et Siemens, cette dernière attirant d'ailleurs plus de 6 Mds€ de demande ! Enfin, le premier trimestre aura également marqué la réouverture, après plusieurs longs mois, du marché primaire pour les foncières (Klépierre, Citycon).



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Ce premier trimestre reste assez positif pour la classe d'actif obligataire qui, dans l'ensemble, affiche de bonnes performances, et ce, malgré la forte remontée des taux. En parallèle, les valorisations demeurent toujours attractives avec des taux de rendement moyen d'environ 7,6% sur le High Yield et 3,9% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- une transition vers des **points de courbe plus longs** avec la fin du cycle de 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** au vu du resserrement significatif des spreads de crédit et **du retour du risque idiosyncratique** en 2024 qui incite à la prudence. Néanmoins, il convient de suivre avec attention le marché primaire qui offre des opportunités attractives sur certains noms.

Notre gamme s'est bien comportée en ce début d'année. 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 noms sous pression. En parallèle, notre flexibilité et notre gestion dynamique des futures de taux nous a permis de capter les diverses opportunités d'achat et d'ajuster au mieux notre duration.

## Focus sur

### Plastic Omnium

Plastic Omnium est considéré comme le 12<sup>ème</sup> équipementier automobile mondial. Le groupe conçoit et produit des systèmes extérieurs intelligents, des modules, des systèmes d'éclairage et des systèmes de stockage d'énergie. Le groupe est très bien positionné pour faire face à l'électrification et affiche d'ailleurs d'importantes ambitions dans l'hydrogène (réservoirs, piles à combustible, systèmes intégrés), en visant des revenus de 3 Mds€ en 2030. La société réalise la majorité de ses revenus en Europe et en Amérique du Nord mais cherche à se développer aussi en Asie. Enfin, Plastic Omnium est resté familial (détenu à 60% par la famille Burelle) et tient à son indépendance.

### Actualités

Plastic Omnium a pour habitude de surperformer le secteur en affichant souvent une bonne croissance organique, grâce à un mix produits attractif et en ligne avec les tendances de l'industrie. Plastic Omnium affiche également une bonne maîtrise de ses coûts et une génération régulière de Free Cash Flow avec un contrôle strict de ses dépenses d'investissements. Les derniers résultats annuels 2023 témoignent d'ailleurs encore de cette solidité opérationnelle avec des revenus en hausse de 13,4% en organique, soit une surperformance de +3,7pts par rapport à la production automobile. L'EBITDA a également progressé de 4,2% et le FCF s'affiche à 227 M€ sur 2023, largement au-dessus de la guidance révisée (190-210 M€). En termes de perspectives, la direction se montre logiquement très prudente, avec une incertitude sur les volumes de véhicules électriques mais annonce tout de même un haut niveau de prise de commandes, ce qui est rassurant. Outre la liquidité très solide, le groupe présente un endettement maîtrisé avec un levier de 1,7x fin décembre ainsi qu'une politique financière disciplinée en termes de M&A et de dividendes. Ainsi, ceux-ci fluctuent en ligne avec les performances et on soulignera que les 4 acquisitions réalisées en 2022 pour une valeur totale de 1 Md€ ont été entièrement financées par les liquidités existantes.

### Point sur les obligations

Plastic Omnium est un émetteur assez peu fréquent sur les marchés. Après 7 ans d'absence, le groupe est néanmoins revenu en mars 2024 avec une nouvelle obligation de 500 M€ à échéance 2029 qui servira à refinancer l'obligation existante 2024 du même montant. Si le groupe était non noté auparavant, le titre était cette fois accompagné d'une notation de BB+/stable attribuée par S&P.

### Obligations détenues dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Plastic Omnium 4,875% 03/2029	99,72	BB+	4,94% à maturité

### Points forts

- Leader sur ses activités
- Carnet de commandes solide
- Bonne capacité à générer du cash
- Endettement maîtrisé et politique financière disciplinée
- Perspectives de croissance favorables : bon positionnement sur l'électrification et l'hydrogène

### Points faibles

- Industrie automobile hautement cyclique
- Inflation (salaire, énergie) transmise que partiellement aux constructeurs
- Faible exposition à l'Asie qui affiche pourtant de fortes perspectives de croissance dans le secteur