



Les indicateurs du marché obligataire (au 30/06/2023)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	4,90%	4,16%	3,84%
Var 2023	+0,47	+0,15	-0,04
Allemagne	3,20%	2,55%	2,39%
Var 2023	+0,43	-0,03	-0,18
France	3,38%	2,92%	2,93%
Var 2023	+0,47	+0,03	-0,19
Italie	3,90%	3,75%	4,07%
Var 2023	+0,59	-0,28	-0,64

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2023
High Yield	4,60%
Obligations AT1	1,27%
Hybrides corporates	2,33%
Subordonnées financières	2,11%
Obligations d'entreprises	2,16%
Obligations Euro	2,18%
Obligations d'État	2,46%

* Indices Iboxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 30/06/2023

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

Signe que le resserrement monétaire mené par les banques centrales commence à porter ses fruits, les indicateurs économiques sont ressortis en demi-teinte sur le trimestre même si, il faut bien le reconnaître, la résilience de la croissance étonne avec des prévisions pour cette année sans cesse revues à la hausse. Aux États-Unis, le marché de l'emploi reste dynamique mais les tensions sont néanmoins en train de diminuer. Les indicateurs d'activité restent, par ailleurs, en phase d'expansion mais ont marqué un point d'inflexion en juin. Même constat en Europe avec néanmoins un tassement plus marqué et assez inattendu de l'activité dans le secteur des services (chiffres PMI de juin). Parallèlement, l'inflation a continué de ralentir de part et d'autre de l'Atlantique, bien que les niveaux restent élevés par rapport aux objectifs des banques centrales.

Dans ce contexte, les taux ont fait preuve d'une forte volatilité mais la tendance est restée globalement haussière avec la réintégration de futures hausses de taux par les banques centrales. La tension était plus marquée sur les taux courts, les 2 ans américain et allemand terminant le mois de juin à 3,20% et 4,90%, en hausse de 51 et 87 bps sur le trimestre. La hausse a été moindre sur les taux longs qui sont capés par la dégradation des perspectives économiques pour 2024 et des flux qui demeurent acheteurs.

Les banques centrales sont restées vigilantes. Après une hausse de 25 bps en mai, la Fed a, en juin, procédé à une pause tout en indiquant que davantage de hausses pourraient être nécessaires cette année. Un tel retour en arrière ne serait pas nouveau, à l'image de ce que nous avons connu au Canada ou en Australie. De son côté, la BCE a, comme attendu, procédé à deux hausses de 25 bps. L'institution a, par ailleurs, sensiblement revu à la hausse ses prévisions d'inflation lors de sa réunion de juin, témoignant ainsi du long chemin qui reste à parcourir. A noter, la BoE, a surpris avec un relèvement de 50 bps et non de 25 bps de ses taux directeurs alors que l'inflation britannique ne semble pas s'essouffler. Le 10 ans britannique a d'ailleurs bondi de 90 bps sur le trimestre pour atteindre 4,38% ; point haut de l'automne 2022 lors des fortes tensions financières outre-Manche.

Le marché du crédit

Les sources de tension étaient nombreuses ce trimestre (plafond de la dette aux États-Unis, faillites de banques régionales américaines, inflation *core* persistante...) mais le marché du crédit est resté étonnamment résilient. La bonne orientation des résultats des entreprises, globalement au-dessus des attentes, et le regain d'intérêt des investisseurs pour la classe d'actifs ont contribué à soutenir les spreads qui s'affichent en net resserrement sur le trimestre. Les niveaux restent encore loin des fondamentaux, notamment sur l'Investment Grade (taux de défaut implicite d'environ 6 % à 5 ans). Sur le High Yield, les facteurs idiosyncratiques sont néanmoins revenus sur le devant de la scène avec une forte disparité de performance entre les émetteurs.

Comme beaucoup l'avaient anticipé, 2023 sera l'année de la revanche pour le segment obligataire. Il est vrai que depuis le début de l'année les performances sont au rendez-vous pour la majorité des sous-segments. Le High Yield reste en tête de liste, soutenu par le contexte favorable sur les spreads et le portage significatif. Même les Cocos ont fortement rebondi depuis le point bas de mars, et la débâcle de Credit Suisse, portées par un retour des flux acheteurs sur le segment, de bons résultats et des interventions rassurantes des autorités de régulation. L'EBA a, par exemple, entamé des réflexions pour améliorer le fonctionnement de la classe d'actifs des AT1 et la rendre plus favorable aux porteurs (coupons cumulatifs notamment).

Le marché primaire est resté très dynamique. Les carnets d'ordres souvent sursouscrits ont montré un appétit toujours fort des investisseurs qui restent néanmoins très sélectifs à l'image de la disparité sur les primes consenties. On notera que cet engouement est d'autant plus intéressant que l'appétence pour la durée fait son grand retour, avec une demande marquée pour les émissions de maturité supérieure à 10 ans. Coté High Yield, on remarque une prépondérance d'émetteurs BB (Eramet, Ford, Loxam...). On soulignera enfin la réouverture rassurante du marché des Cocos en juin avec deux émissions dont une de BBVA qui a d'ailleurs connu une importante demande (sursouscrite à hauteur d'environ 2x).



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Un deuxième trimestre toujours positif pour la classe d'actifs obligataires qui, dans l'ensemble, affiche de bonnes performances malgré de fortes incertitudes macroéconomiques. En parallèle, les valorisations demeurent attractives avec des taux de rendement moyen d'environ 8% sur le High Yield et 4,7% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- une exposition à des **points de courbe plus longs**. En effet, les banques centrales ralentissent le rythme de resserrement monétaire, atténuant ainsi la pression à la hausse 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 ;
- 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. **Le retour du risque idiosyncratique** cette année incite à une forte prudence.

Notre gamme affiche un bon 2^{ème} trimestre. Les fonds exposés aux Cocos ont profité du rebond 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 a permis de capter les diverses opportunités d'achat tout en restant dynamique sur les couvertures de taux. Enfin, notre fonds à échéance offre toujours un bon point d'entrée (encours de plus de 30 M euros).

Focus sur eramet

Eramet

Eramet est une entreprise minière et métallurgique française. Bien que de petite taille par rapport à ses concurrents, le groupe dispose de plusieurs actifs opérationnels solides : c'est un des plus gros producteurs de minerai de manganèse et de ferronickel. Afin de réduire sa dépendance aux prix des minerais, Eramet diversifie ses activités avec notamment la production de Lithium, marché porteur car lié au développement des véhicules électriques. Le groupe a su améliorer ses fondamentaux de crédit au cours des dernières années (cession des unités les moins rentables, désendettement) et applique dorénavant une politique prudente (nouveaux projets réalisés avec des partenaires afin de partager les dépenses). La majorité du capital est détenue par l'Etat et la famille Duval.

Actualités

Eramet est très dépendant des prix des minerais, ce qui a entraîné, historiquement, une forte volatilité des résultats. Afin d'atténuer cette cyclicité, le groupe a cédé les activités les moins rentables et a lancé plusieurs nouveaux projets (dont un de production de Lithium en Argentine). L'effet prix favorable 2021 et 2022 a permis une forte réduction de la dette nette, essentiellement via la génération de cash (EBITDA à 1,5 Md € en 2022).

Comme en attestent les résultats du T1, l'effet prix sera moins favorable en 2023. Le groupe qui avait déjà baissé son objectif d'EBITDA ajusté à 1,1 Md vs 1,2 Md € auparavant, pourrait être contraint de le revoir à nouveau à la baisse lors des prochains résultats semestriels. Toutefois, la situation financière reste très solide (faible niveau de dette), de même que la liquidité (2 595 m EUR disponible à fin décembre) et à plus long terme, l'EBITDA devrait enregister une croissance dynamique, portée par la montée en puissance du projet lithium. A noter également, le groupe affiche une politique financière prudente, comme en témoignent les paiements de dividendes historiquement mesurés et l'objectif de levier net (inférieur à 1,0x tout au long du cycle).

Point sur les obligations

Disposant de plusieurs souches obligataires, Eramet a été assez proactif et a récemment rallongé son échéancier. La souche 2024 a ainsi été totalement remboursée grâce à une offre de rachat et à l'exercice de la clause de « make-whole ». En parallèle, le groupe a émis avec succès en avril 500 m EUR sur 5 ans assortis d'un coupon de 7%. Non noté auparavant, le groupe a reçu sa première notation de la part de Fitch et Moody's en avril 2023 : BB+ et Ba2.

Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement	Commentaire
Eramet 5,1% 05/2026	96,93	BB	6,27% à maturité	Souche de petite taille (50 Mi€) avec option put exerçable par l'investisseur à 96,25 à partir de novembre 2023
Eramet 7% 05/2028 (émise à 100)	102,87	BB	6,41% à maturité	Prime d'émission attractive, bien reçue par le marché

Points forts

- Solides positions concurrentielles dans le manganèse
- Désendettement réussi et liquidité confortable
- Diversification des activités en cours
- Développement de l'activité Lithium à partir de 2024, segment très porteur
- Plusieurs projets à l'étude (dont le recyclage des batteries), qui pourraient constituer des relais de croissance intéressants

Points faibles

- L'année 2023 sera moins favorable en termes de prix des minerais
- Une des filiales (SLN) reste sous pression, plan de restructuration en cours
- Une grande partie des activités sont situées dans des pays assez risqués (Gabon, Argentine)