

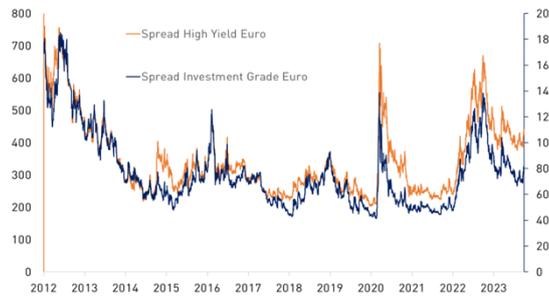


## Les indicateurs du marché obligataire (au 29/09/2023)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	5,04%	4,61%	4,57%
Var 2023	+0,62	+0,61	+0,70
<b>Allemagne</b>	3,20%	2,78%	2,84%
Var 2023	+0,44	+0,20	+0,27
<b>France</b>	3,51%	3,16%	3,40%
Var 2023	+0,60	+0,27	+0,28
<b>Italie</b>	4,02%	4,20%	4,78%
Var 2023	+0,71	+0,17	+0,07

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var 2023
High Yield	6,33%
Obligations AT1	2,96%
Hybrides corporates	3,41%
Subordonnées financières	3,21%
Obligations d'entreprises	2,44%
Obligations Euro	0,53%
Obligations d'État	-0,06%

\* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 29/09/2023

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Période estivale ou non, les taux longs n'auront pas connu de répit. Aux États-Unis, le taux à 10 ans s'est ainsi fortement apprécié sur le trimestre (+60 bps à 4,60%), porté par l'augmentation de sa composante « réelle », tandis que les anticipations d'inflation sont restées plutôt stables. Pour expliquer ce mouvement, les facteurs sont nombreux mais on mentionnera notamment la révision à la hausse du programme d'émissions trimestrielles du Trésor (avec un niveau record atteint à \$103 Mds !), le rebond du cours du baril, le réajustement des anticipations de taux directeurs durablement plus élevés et, enfin, la résilience de l'économie américaine qui ne cesse de surprendre. Les taux européens ont également suivi ce mouvement de hausse (2,74 % à fin septembre pour le 10 ans allemand contre 2,39% fin juin). Le potentiel de progression supplémentaire nous semble désormais limité face aux craintes de récession de plus en plus prégnantes. C'est notamment le cas de l'Europe qui affiche actuellement un ralentissement beaucoup plus marqué de son activité, notamment dans l'industrie. Notons, enfin, qu'avec la fin du cycle de resserrement monétaire qui approche, les taux courts tendent à se stabiliser ce qui permet une repentification de la courbe des taux.

Les banques centrales enfin en mode pause ? La BCE n'a pas hésité à relever deux fois ses taux directeurs sur le trimestre, qui atteignent désormais 4%, mais elle a cependant clairement ouvert la voie de la fin du resserrement monétaire, employant un ton bien plus prudent pour la suite. L'institution européenne estime ainsi que le niveau actuel des taux est dorénavant suffisamment restrictif. Outre-Atlantique, le ton était plus agressif. Après une nouvelle hausse de ses taux directeurs de 25 bps en juillet, la Fed a, certes, marqué une pause en septembre mais elle a suscité des inquiétudes en relevant leur trajectoire à moyen et long terme. L'institution reste donc prudente et maintient la pression sur les conditions financières. Enfin, le contexte au Royaume-Uni était très différent ce trimestre avec des taux qui s'inscrivaient en nette baisse. Les premiers signaux rassurants sur le front de l'inflation et les craintes sur la croissance ont d'ailleurs amené la BoE à maintenir ses taux inchangés en septembre à 5,25%, décision qui n'était pas entièrement intégrée par les investisseurs.

### Le marché du crédit

Bénéficiant de l'appétit pour le risque et de résultats d'entreprises corrects, le marché du crédit est resté bien orienté ce trimestre. Certes, les spreads de crédit ne sont plus à leur plus bas annuel mais l'écartement est resté très modéré et les obligations se sont dans l'ensemble bien comportées. Les flux sur la classe d'actif restent, par ailleurs, positifs mais les investisseurs ont privilégié la qualité, délaissant ainsi les obligations High Yield qui enregistrent une décollecte depuis le début d'année. Si les valorisations restent très attractives sur l'Investment Grade (taux de défaut implicite d'environ 6% à 5 ans), elles le sont dorénavant moins pour les titres spéculatifs qui sont en plus confrontés au retour du risque idiosyncratique. On observe ainsi une forte disparité de performance entre les émetteurs High Yield.

Les turbulences sur les taux ont fortement pénalisé les obligations souveraines ce trimestre qui affichent désormais une performance quasi nulle depuis le début de l'année. Coté crédit, les performances restent cependant au rendez-vous. Les obligations High Yield euros font ainsi toujours la course en tête avec une performance de +6,58% sur l'année (indice iBoxx à fin septembre 2023). On note aussi le très beau rebond des Cocos qui progressent de +2,86% depuis fin juin, soutenues par la politique de rappel au premier call de nombreux émetteurs et les nouvelles émissions sur ce segment.

Sans surprise, la période estivale a été marquée par une activité primaire anémique. Dès fin août, la reprise a cependant été assez intense. Le marché n'a pas eu de difficulté pour absorber ces volumes importants à l'image de carnets d'ordres souvent sursouscrits et de primes d'émission nettement resserrées entre l'indication initiale et le niveau final. Plusieurs points à noter au vu des récentes transactions : (i) l'appétit pour la durée demeure et (ii) les émissions d'obligations subordonnées profitent toujours de bonnes conditions d'exécution comme en témoigne la demande pour les Cocos de KBC ou Intesa ainsi que les hybrides de Bayer ; (iii) les émetteurs High Yield ont été bien accueillis mais les investisseurs se montrent de plus en plus sélectifs. Ceux-ci n'ont, par exemple, pas répondu présents pour l'émission de Fnac-Darty, jugeant le rendement proposé insuffisant pour le profil de risque de l'émetteur.



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Un 3<sup>ème</sup> trimestre toujours porteur pour la classe d'actif obligataire qui, dans l'ensemble, affiche de bonnes performances, et ce, malgré un contexte de marché assez agité sur les taux. En parallèle, les rendements demeurent toujours attractifs : 4,7% sur l'Investment Grade et 8,1% pour le High Yield.

Dans ce contexte, nous privilégions :

- une transition progressive vers des **points de courbe plus longs** avec la fin du resserrement monétaire qui approche et le récent mouvement de hausse ;
- 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 de crédit. **Le retour du risque idiosyncratique** cette année incite à une forte prudence.

Notre gamme s'est de nouveau bien comportée ce trimestre. 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 dossiers compliqués. En parallèle, notre flexibilité a permis de capter les diverses opportunités d'achat et notre gestion dynamique des futures sur les taux nous a permis d'ajuster au mieux la duration. Enfin, nous avons prolongé la période de commercialisation de notre fonds à échéance qui offre toujours un bon point d'entrée.

## Focus sur Tereos

### Tereos

Tereos est un groupe coopératif français qui figure parmi les leaders dans la production de sucre et d'éthanol. La nouvelle direction, arrivée en 2020, a mené un important travail de fond en améliorant la rentabilité et en réduisant l'endettement. Le groupe est ainsi dorénavant beaucoup mieux équipé pour surmonter les bas de cycle inhérents à ses activités (forte dépendance à la conjoncture économique). L'environnement inflationniste sur les prix du sucre et de l'éthanol a d'ailleurs permis à Tereos de réaliser de solides résultats et d'avancer plus vite que prévu sur ses objectifs de désendettement. A noter, les perspectives restent favorables avec des prix qui devraient rester dans leur fourchette haute.

### Actualités

Le groupe a annoncé fin 2020 un nouveau plan stratégique dont un des piliers était la cession de certaines activités afin d'améliorer la rentabilité et réduire la dette. C'est chose faite avec un levier qui se situe maintenant aux alentours de 3x, conformément à leur objectif. L'environnement inflationniste sur les prix du sucre et de l'éthanol dont profite Tereos depuis 2 ans a d'ailleurs permis au groupe de réaliser de solides résultats (année record en 2022/23 avec un CA de 6,5 mds d'euros) et d'avancer plus vite sur son plan de désendettement. Les perspectives restent favorables, certes les prix se normalisent mais ils restent à des niveaux élevés. Au T1 2023/24, revenus et EBITDA sont ainsi de nouveau en hausse d'environ 25% sur un an.

Si la trajectoire de crédit est positive, il convient néanmoins de surveiller les nombreux changements de gouvernance avec pas moins de 4 nouveaux Directeurs Généraux qui se sont succédés depuis fin 2020. Fin septembre, Olivier Leducq a été nommé à ce poste. Si ses prédécesseurs venaient de l'extérieur, la nomination est cette fois-ci interne et devrait amener plus de stabilité.

### Point sur les obligations

Tereos a été très actif sur ses refinancements et n'a ainsi plus d'échéances avant 2025. En janvier, le groupe a notamment profité d'une fenêtre sur les marchés pour émettre avec succès 350 M€ à échéance 2028 avant de rembourser ses obligations 2023. A ce stade, le groupe dispose de 3 souches sur le marché de maturité 2025, 2027 et 2028.

### Obligations détenues dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Tereos 7,5% 10/2025 call 11/2023	101,85	BB-	6,62% à maturité / 7,79% au call
Tereos 4,75% 04/2027 call 04/2024	96,25	BB-	6,02% à maturité/ 17,05% au call

### Points forts

- Un des leaders dans son secteur
- Des résultats en forte hausse depuis 2 ans
- Restructuration des activités bien menée
- Situation financière assainie
- Le désendettement reste une priorité

### Points faibles

- Volatilité des résultats due à l'évolution des prix du sucre et de l'éthanol mais travail de fond pour réduire cette cyclicité
- Nombreux changements de gouvernance, mais la dernière nomination devrait amener plus de stabilité