En 2022, il fallait avoir le cœur bien accroché…

+ 313 points entre le 5 août 2021 et le 21 octobre 2022, c'est la hausse du rendement de l'OAT 10 ans qui a mis à mal tous les scénarios de l'EIOPA ou de l'ACPR. Cela a eu pour répercussion un écartement extrêmement violent sur les courbes de taux et de crédit. Tout excès est porteur d'opportunités…

Certes, avec ces remontées de taux, le service de la dette souffre, mais le marché offre des possibilités jamais vues depuis une dizaine d'années. Il y a peu, l'Etat empruntait à des conditions incroyablement avantageuses et toute bonne chose a une fin. Dans ce contexte, un dilemme se pose : pourquoi les investisseurs reviennent-ils sur le crédit alors que les émetteurs ont peur de l'avenir ? La première réponse se trouve dans le niveau de l'inflation et dans l'action des banques centrales qui commence à impacter la tendance inflationniste. La deuxième réponse se situe dans les possibilités de refinancement. Après des années de désinflation, de stagflation, voire de déflation intermittente, un seul constat se dresse : nos prévisions à moyen long terme ont été dupées. Comment pourrait-on lever le brouillard dans un monde où les banques ne sont pas prêteuses ?

Alors que les prévisions vacillent de plus en plus, seul le bon sens peut nous sortir de la difficile lecture des marchés et de la volonté de certains analystes de maintenir un climat de tension. Le plus important est de saisir l'instant présent. Même certains taux réels sont repassés dans le vert. Nous gérons ainsi activement le risque induit par une remontée des taux, ce qui nous offre d'excellents points d'entrée.

Ressortons nos bons vieux coupons du placard ! Après le chemin sinueux que nous avons emprunté avec les taux négatifs où proposer un rendement de -0,10% contre -0,20% nous paraissait prodigieux, nous pouvons enfin avancer avec de vrais arguments !

Concrètement, l'année 2022 a été compliquée sur le marché des taux et n'a pas joué en faveur des porteurs. Les moins-values latentes ont explosé. Parallèlement à cela, les hausses de taux nous offrent actuellement des points d'entrée vraiment attractifs (*).

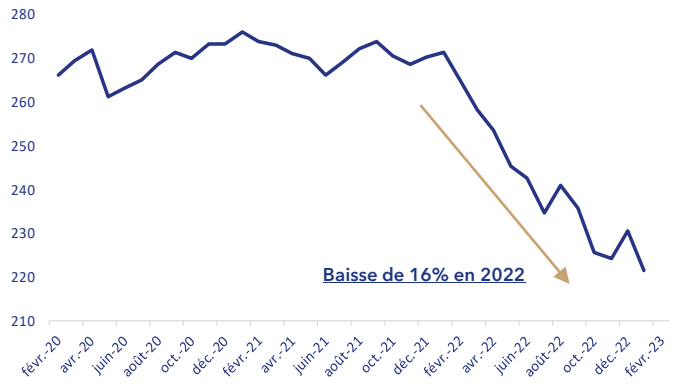
Prenons comme exemple nos portefeuilles : le *High Yield* (BB-) affiche en fin d'année 2022 un rendement annuel de 10,83% sur 5 ans, l'*Investment Grade* 4,41% sur 2 ans et sur le portefeuille article 9, 4,43% sur 6 ans ! Des niveaux jamais vus depuis bien longtemps.

Le risque mis en face de ces rendements est lié à la problématique du refinancement. Oui, les émetteurs sont généralement en situation d'*excess cash*, mais dans le contexte actuel de marché et face à une politique de *Quantitative Tightening*, le risque de ne pas pouvoir se refinancer dans des conditions décentes est élevé. Il faudra donc principalement se questionner sur le segment du crédit qui va le plus subir ces conditions stressantes.

Même si la prudence est toujours de mise dans un marché aussi sensible, la photo actuelle des taux offre des perspectives de rendement face au risque assez intéressantes.

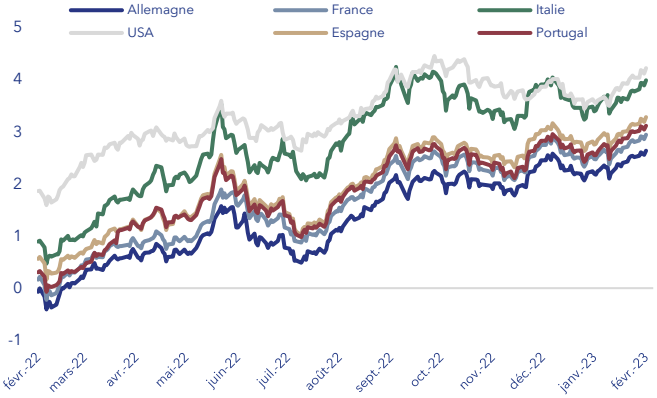
Un seul mot : ***FOMO*** (*Fear of missing out*) !

Performance de l'indice Bloomberg Euro Aggregate Credit Total Return Index depuis 2020



Sources : Bloomberg

Taux européens à 10 ans

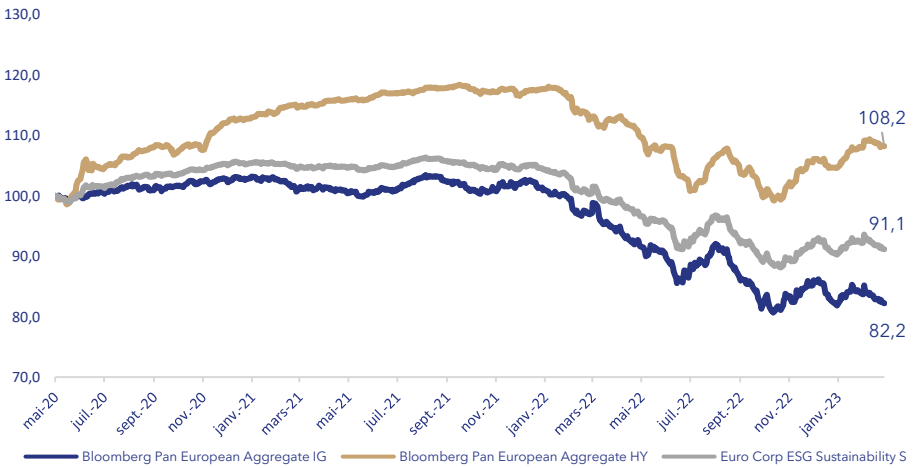


Sources : Bloomberg

Performance classes d'actifs Monde 2022

U.S. Corporate HY	- 10,66 %
US Corp Agg 3-5 Y	-7,42 %
Global High Yield	-12,27 %
Asian-Pacif Aggreg.	-0,27 %
Global Inflation-Linked	-22,38 %
China TR USD	-5,02 %
EM Asia USD Credit	-7,15 %
EM USD Aggregate	-14,75 %
EM Hard Ccy Aggreg.	-16,16 %

*Valorisation des indices IG, HY et ESG crédit Européen



Performance classes d'actifs Euro 2022

Corporate Euro AAA	-9,06%
Corporate Euro BBB	-7,98%
Corporate Euro A	-7,57%
Corporate Euro AA	-6,27%
Corporate Euro BB	-6,68%
Govies Euro	-8,92%
Corporate Euro B	-4,98%
Equity Euro (all capi)	-5,65%
EuroStoxx 50	-5,86%
Euro Corp ESG Sustain.	-7,58%

Les informations de ce document (source: PHG, Bloomberg, Factset…) ne constituent pas une offre de produits, de services, ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres produits de gestion. Elles ne sont présentées qu'à titre informatif et n'ont donc pas de valeur contractuelle. Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Pour plus d'informations, vous pouvez nous contacter au +33 1.78.91.79.00, au 58 rue Pierre Charron 75008 Paris ou vous rendre sur www.phhgestion.com.

L'obligataire pour 2023, d'accord, mais quels segments ?

Force est de constater que la fin d'année 2022 a permis d'observer de nombreux scénarios de stress de portefeuille en peu de temps. L'investisseur est dans un flou artistique total depuis quelques mois. Est-ce le bon moment d'investir sur les obligations ? Est-ce que la rentabilité est intéressante ? Plutôt *Investment Grade* ou *High Yield* ? Est-ce que le risque de défaut ne m'expose pas trop à des pertes certaines, et que penser de la liquidité ? Tout d'abord, tout ne se résume à la question du *momentum*. Sur l'obligataire l'idée est d'optimiser le couple rendement/risque. Avec un rendement annuel de 3,10% sur l'OAT 10 ans ou 4% pour une obligation Renault 2025, les primes de risque n'ont jamais été aussi intéressantes depuis longtemps (**). La hausse des taux pourrait encore permettre aux spreads de s'écarter un peu et d'avoir des rendements sur le crédit plus intéressants. N'oublions pas que nous étions sur des taux négatifs il y a quinze mois. Donc oui, la fenêtre d'investissement sur l'obligataire est intéressante.

Un choix entre le *High Yield* et l'*Investment Grade* ? Nous serions tentés de vous répondre les deux, ou encore le *Crossover*. Lorsque nous regardons les spreads entre les deux catégories, le supplément de rendement est vraiment attractif sur le *High Yield*. De même, sur l'*Investment Grade* avec une duration modérée, le rendement moyen délivre 4%, ce qui est tout aussi attrayant.

D'où l'idée de se concentrer sur le segment qui maximise le risque pris pour une rentabilité donnée. Il ressort que le segment des « B », plus communément appelé *Crossover*, offre la meilleure maximisation de ce couple. Les « *Fallen Angels* », comme Renault, qui sont des anciens émetteurs IG qui ont basculé côté *HY* offrent le stock picking le plus intéressant. Globalement le *High Yield* délivre en moyenne 7% actuellement.

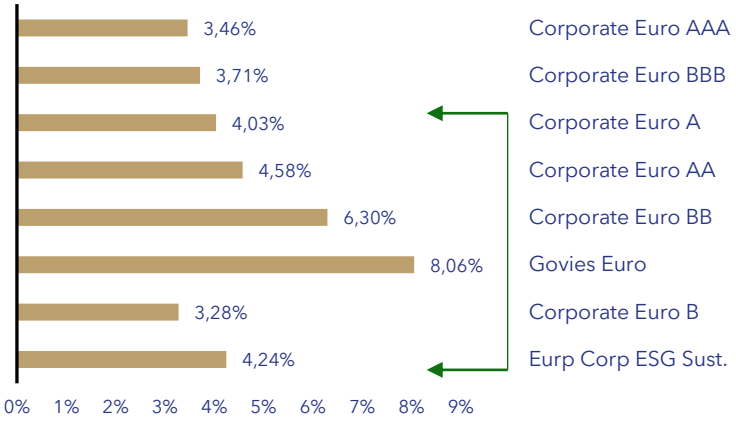
Enfin que craindre du taux de défaut?

Côté *Investment Grade*, pas grand-chose. Sur le même modèle que les dernières décennies, le taux de défaut va rester faible. Les entreprises les plus solides, excepté pour des scandales ponctuels, ne devraient pas vaciller. Côté *High Yield*, le constat est pratiquement le même, à deux exceptions près : la première est que le *stock picking* sera d'autant plus important que le fossé risque de se creuser entre le groupe des sociétés plutôt solides, (tant sur leurs acquis que sur leurs perspectives), dont les « *Fallen Angels* », et celui des sociétés très risquées. La seconde est une exception géographique : le contexte actuel n'est clairement pas en faveur des émergents. De nombreux pays risquent de se retrouver en défaut. Certains d'entre eux ont déjà demandé à des organismes comme le FMI de restructurer leurs emprunts, ce qui les empêche d'accéder au marché de la dette. Dans ce contexte, les entreprises de ces pays vont devoir affronter les turbulences macroéconomiques mondiales : surinflation, baisse de la croissance, réorientation des flux d'investissement… les sujets sont nombreux et viennent appuyer le constat dressé précédemment.

Mais nous ne pouvons refermer ce chapitre sans évoquer le véritable intérêt de l'année : l'ESG dans l'obligataire et plus précisément, les obligations à impact. Peut-on considérer ce segment comme l'avenir de nos portefeuilles ?

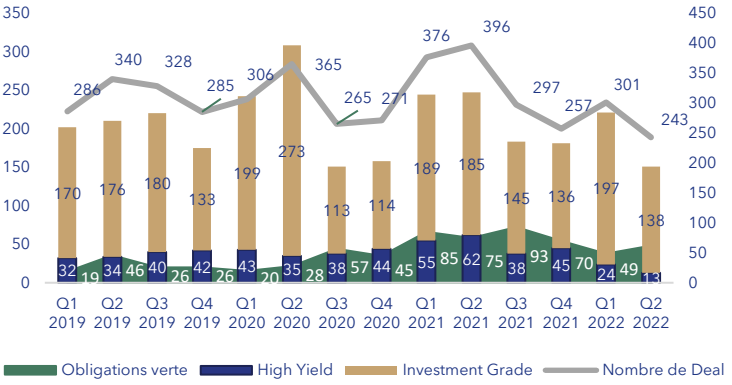
La réponse est évidemment oui. Comment passer à côté d'un objectif avec une réponse 3 en 1 : un **rendement aligné (**) au rendement des obligations non ESG**, un **accès à la durabilité** de ses investissements et une **sécurité apportée** par la définition même de ces titres. Avec des volumes d'émission de plus en plus larges (36% des émissions totales en 2022 après 28% en 2021). Et quoi de mieux qu'inscrire ses perspectives d'investissement au service de la transition écologique… Vive 2023 !

****Rendement au pire des indices obligataires européens**



Sources : Bloomberg

Volumes marché primaire corporate IG, HY et obligations vertes (MM€)



Sources : Bloomberg

GAMME DE FONDS, FPS SUR MESURE, MANDAT DE GESTION, CONSEIL, REPORTING, ESG…
NOTRE ÉQUIPE DE SPECIALISTE EST À VOTRE ÉCOUTE !

Signataire des

PRI Principles for Responsible Investment

TOBACCO FREE PORTFOLIOS

Vos interlocuteurs chez Philippe Hottinguer Gestion

Marc-Antoine LAFFONT
Président

Edwin FAURE
Directeur des Investissements – Gérant

Jana TODOROVIC
Responsable ESG

Bruno GODEFROY
Directeur de la Gestion Privée

Pierre ALLEMANE
Directeur de la Gestion Obligataire

Les informations de ce document (source: PHG, Bloomberg, FactSet…) ne constituent pas une offre de produits, de services, ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres produits de gestion. Elles ne sont présentées qu'à titre informatif et n'ont donc pas de valeur contractuelle. Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Pour plus d'informations, vous pouvez nous contacter au +33 1.78.91.79.00, au 58 rue Pierre Charron 75008 Paris ou vous rendre sur www.phhgestion.com.