

LETTRE CONVICTIONS OBLIGATAIRES

DOCUMENT PROMOTIONNEL

Achévé de rédiger
le 13 | 10 | 2022

Les marchés obligataires vivent en 2022 la pire année de leur histoire. Quelle que soit la typologie d'actifs obligataires détenue cette année, les performances sont négatives et ce de façon importante avec un marché Investment Grade Euro en baisse de 15%, des obligations émergentes en dollar en retrait de 22% ou encore des indices High Yield américains qui chutent de 15%¹. Le contraste avec les 10 années précédentes est saisissant, le risque inflationniste passant de non-existant à prépondérant en l'espace de quelques mois, effaçant ainsi des années de performance en peu de temps.

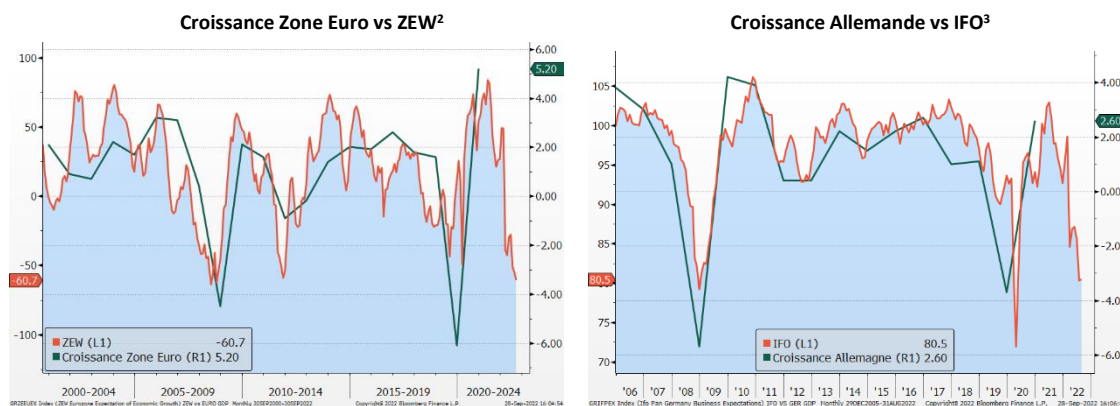
Les mouvements historiques constatés ces derniers mois constituent-ils une opportunité d'achat après des années à courir derrière le rendement ? Et si oui, sur quel segment de marché ? Sur quelle partie de la courbe ? C'est à ces questions que nous allons tenter de répondre en gardant à l'esprit la très forte incertitude actuelle, liée en partie à un contexte géopolitique par nature imprévisible.

Risque de taux dans le contexte actuel

a. Croissance

Les prévisions de croissance ont été sans cesse revues à la baisse depuis le début de l'année et ce dans la **quasi-totalité des principales économies**. Si les raisons de ces ajustements sont multiples, la hausse violente des prix de l'énergie et de l'inflation en général en sont les raisons principales, avec comme conséquence un effondrement de la confiance des consommateurs, ce qui est logique étant donnée l'inflation salariale réelle très négative (en Europe, mais aussi aux États-Unis dans une moindre mesure).

A la lumière des différents indicateurs avancés que nous suivons, il est toutefois probable que ces **baisses de prévisions de croissance ne soient pas terminées**. Que l'on regarde les nouvelles commandes / inventaires, le resserrement monétaire des banques centrales, les indices ZEW et l'IFO ou encore les enquêtes des Fed régionales aux États-Unis, tout indique un risque de récession extrêmement important en Europe et une croissance au mieux très faible aux États-Unis. **Le pire est donc probablement devant nous**, sauf baisse drastique de l'inflation à plus ou moins brève échéance.



¹ Source : Bloomberg, données au 27/09/2022

² ZEW : Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, (centre de recherches économiques européennes) est un indicateur allemand, dit « de sentiment économique »

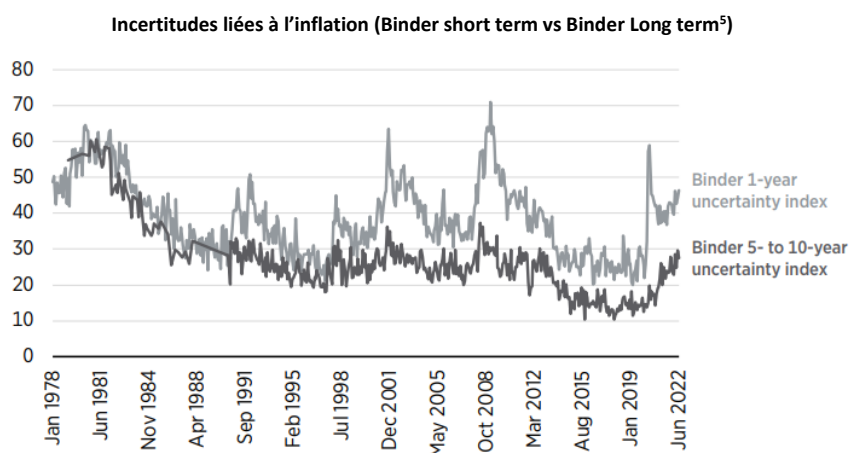
³ IFO : indice qui évalue le climat des affaires en Allemagne à un moment précis et mesure les attentes établies pour les 6 prochains mois.

b. Inflation

Inflation transitoire ou persistante ? Le débat reste ouvert et le but n'est pas ici d'essayer de trancher entre les deux camps mais il nous semble toutefois utile de rappeler quelques faits. **Il est quasiment illusoire aujourd'hui de tenter de faire des prévisions fiables sur l'inflation à horizon moyen terme. L'ensemble des banques centrales s'est trompé au cours des 18 derniers mois, tout comme une très grande majorité des prévisionnistes.** Si on se réfère à la dernière grande période inflationniste (fin des années 70) et que l'on relit les débats de l'époque, il est frappant de voir à quel point la dynamique inflationniste semblait avoir sa vie propre et la difficulté qu'ont eu les banquiers centraux à faire baisser l'inflation. Par ailleurs, J. Powell a fait ce parallèle il y a quelques mois en déclarant « we understand better how little we understand about inflation ». On pourrait aussi rappeler que l'Histoire nous enseigne que **cela prend plusieurs années, une fois le seuil des 5% franchi, pour que l'inflation revienne à un niveau de 2%, en alternant parfois des phases très inflationnistes et des phases de quasi-déflation.**

Il n'en reste pas moins que **l'inflation est aujourd'hui le problème principal des économies développées** (hors Japon) avec des chiffres entre 8 et 10%⁴ dans la plupart des pays et que si les effets de base vont mécaniquement faire baisser l'inflation en 2023, cela n'indiquera pas nécessairement une résolution définitive du problème.

En résumé, l'incertitude actuelle sur l'inflation est historiquement élevée et rien ne nous indique que cette situation ne va pas perdurer.



Source: Author's calculations based on University of Michigan, Survey of Consumers (database), accessed August 14, 2022, <https://sda.umsurvey.org/sda-public/cgi-bin/hsda?harcstda+sca>.

c. Banques Centrales

Après une période de déni, les banques centrales ont fortement modifié leurs politiques monétaires au cours des derniers mois. Si l'on regarde l'ensemble des grandes banques centrales, seule la banque centrale japonaise maintient encore une politique monétaire très expansionniste. Les marchés anticipent actuellement des taux directeurs qui pourraient atteindre courant 2023 environ 4,5% aux États-Unis, 3% en zone Euro⁶ et presque 6% au Royaume-Uni ; ces hausses de taux sont nécessaires pour lutter contre l'inflation, mais elles sont

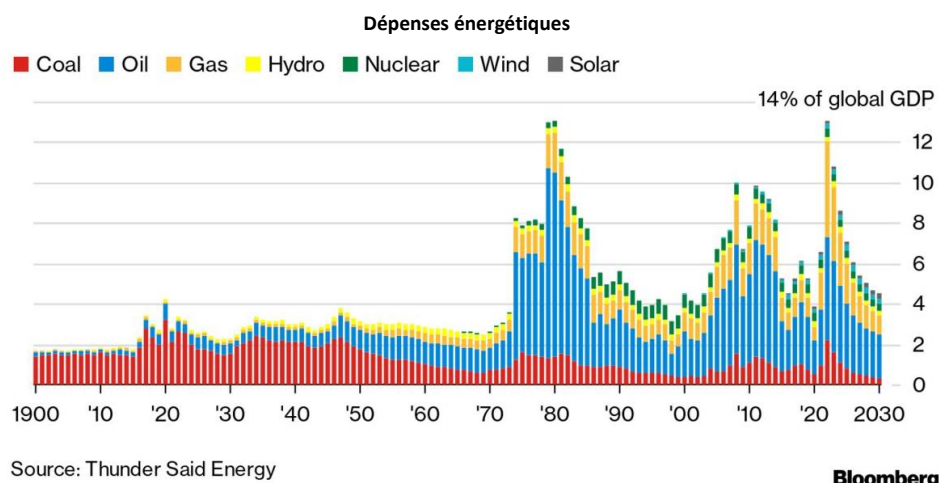
⁴ Source : BLS / Eurostat, données au 27/09/2022.

⁵ Source : Indices basés sur les enquêtes d'inflation de l'Université du Michigan et de certaines Fed régionales.

⁶ Source : Bloomberg, données au 27/09/2022.

aussi nécessaires en raison du fort soutien budgétaire que mettent en place la plupart des gouvernements, spécialement en Europe.

En effet, la hausse de la « facture » énergétique 2022, estimée à plus de 6% de PIB⁷ par rapport à 2021, a amené les gouvernements à mettre en place différents plans pour protéger entreprises et consommateurs. Si ces plans vont permettre d'adoucir la baisse de croissance, elle engendre aussi un risque inflationniste plus important à terme et donc la nécessité pour les banques centrales d'avoir des politiques monétaires restrictives.



L'exemple récent du Royaume-Uni montre que les pays européens ne sont aujourd'hui plus à l'abri d'une défiance généralisée sur leurs actifs. Le plan de soutien budgétaire présenté par Liz Truss, estimé en première lecture à 10% du PIB britannique, a provoqué une tension obligataire historique, forçant la Bank of England à annuler son resserrement monétaire afin de sauvegarder le système financier britannique. Il est toutefois illusoire de penser que la banque centrale britannique puisse maintenir une politique monétaire accommodante avec un déficit budgétaire aussi grand alors même que la balance des paiements subit un choc d'une envergure, là-aussi, historique. Le prix à payer serait un effondrement de la devise et une spirale inflationniste potentiellement incontrôlable. Au moment où nous écrivons ces lignes, la situation demeure incertaine mais elle illustre bien la situation précaire des banquiers centraux qui doivent aussi agir en fonction de décisions politiques qu'ils ne maîtrisent pas. **Dans la mesure où il est difficile d'avoir beaucoup de visibilité sur les potentielles largesses budgétaires à venir des gouvernements, il est tout aussi difficile d'estimer quelle devra être la réponse monétaire de la part des banques centrales.**

Une croissance économique en berne, une très forte incertitude sur l'inflation couplée à une incertitude là-aussi très forte sur ce que devront être les politiques monétaires dans les mois qui viennent : tous ces éléments ne plaident pour une allocation obligataire très sensible au risque de taux.

Risque crédit dans le contexte actuel

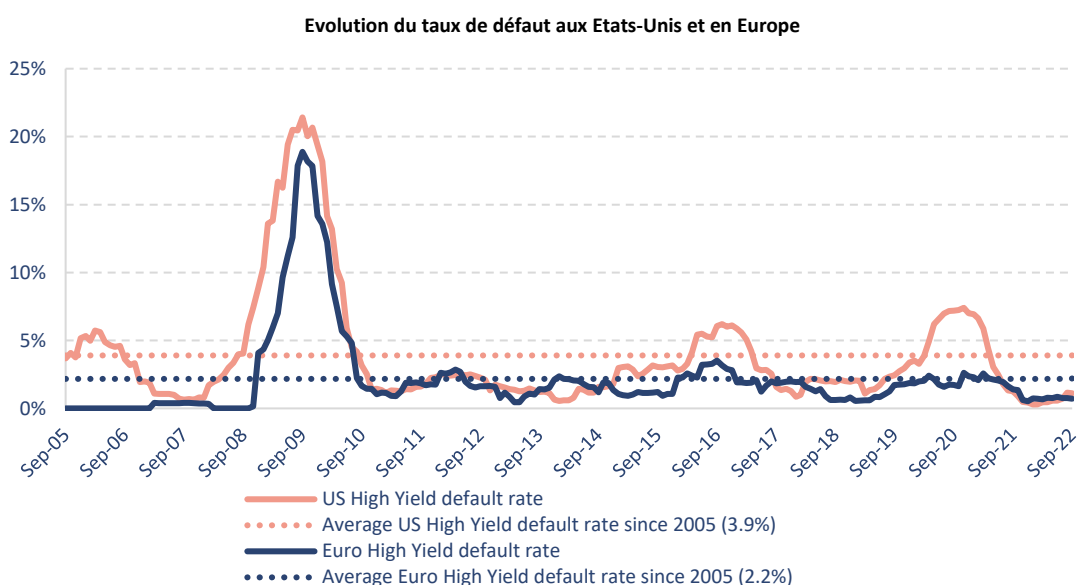
Si la macroéconomie est mise à l'épreuve, la microéconomie l'est également. Les entreprises du marché du crédit font face à des disruptions de chaînes logistiques, une inflation des coûts majeure et un dollar sur des niveaux records qui pèsent sur l'opérationnel des entreprises. Nous assistons d'ores et déjà à des « profits warning » de la part des entreprises sur les résultats annuels mais également trimestriels.

⁷ Sources : Bloomberg, Thunder Energy, septembre 2022.

Ainsi pensons-nous que **la dégradation macroéconomique devrait se matérialiser dans les prochaines publications de résultats** (démarrage mi-octobre).

a. Investment Grade plutôt que High Yield

Nous restons confiants sur les capacités des entreprises à encaisser le choc macroéconomique. En effet, les fondamentaux crédit et les niveaux de liquidité restent sains et la majorité des refinancements a déjà été effectuée. Quant au High Yield, les maturités 2023 non refinancées sont principalement composées d'émetteurs BB avec un accès plus facile au marché (81% côté européen, 61% côté américain). Ainsi, ce facteur devrait atténuer la hausse du taux de défaut, qui est aujourd'hui à 0,76% en Europe et 1,2% aux États-Unis.



Sources : BofA Global Research, La Francaise AM, données au 30/09/2022

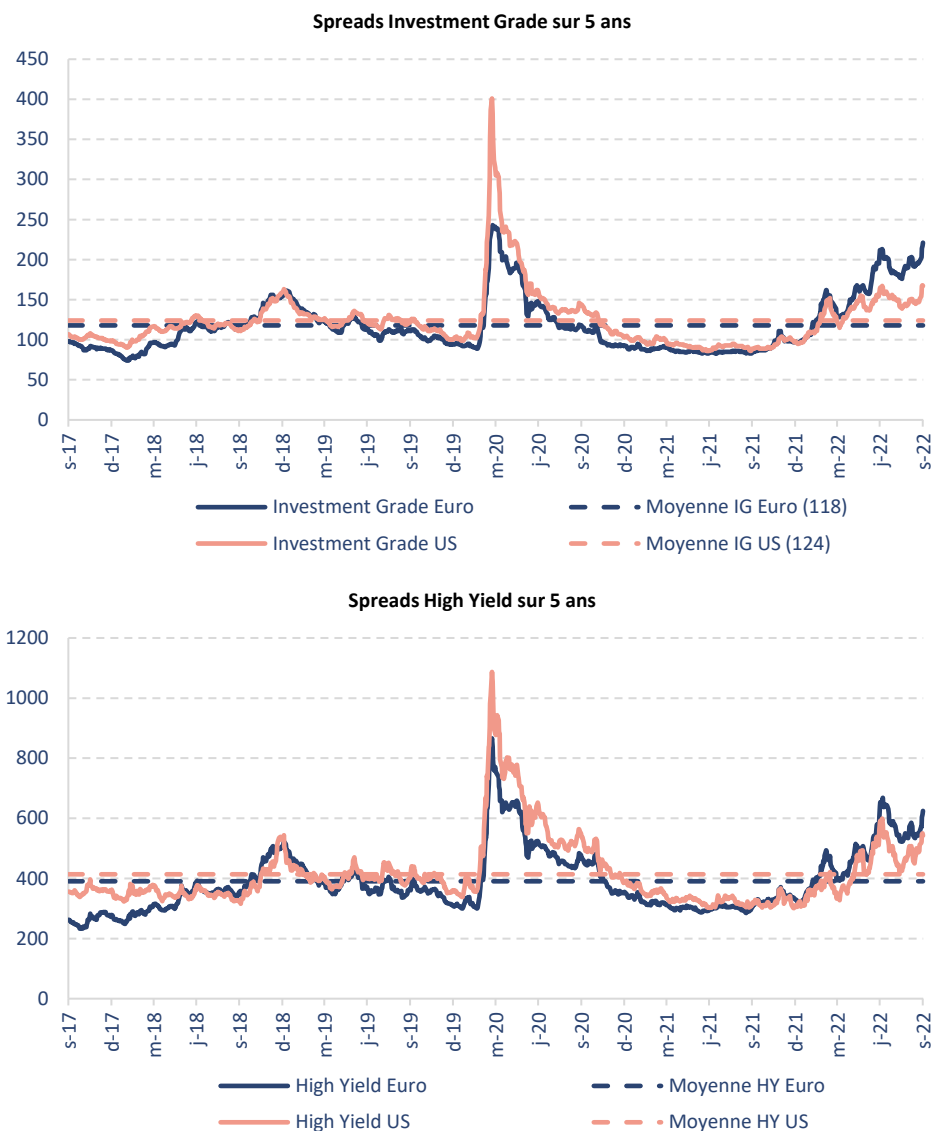
En termes de valorisations, le crédit Investment Grade nous paraît aujourd'hui le mieux valorisé compte tenu de l'environnement actuel.

En comparant les spreads Gov OAS⁸ des indices Investment Grade Euro et US à leur niveau lors du dernier cycle de resserrement monétaire de la Fed, on s'aperçoit que les spreads actuels atteignent 137% de leur pic du 31/12/2018 pour l'Investment Grade Euro, et 102% pour l'Investment Grade US, soit en ligne avec le dernier cycle de resserrement.

En faisant le même exercice pour les indices High Yield, mais cette fois en comparant au pic du choc macroéconomique du covid, les spreads de l'indice High Yield Euro atteignent 72% de leur niveau du 24/03/2020, et ceux de l'indice américain sont à 50%.

De ce fait, ces scénarios de stress respectifs, à savoir choc de taux pour l'Investment Grade et choc de crédit pour le High Yield, nous indique qu'aujourd'hui la catégorie Investment Grade intègre davantage le resserrement monétaire à venir et la dégradation macroéconomique.

⁸ Le spread Gov OAS correspond à l'écart de rendement entre le benchmark souverain et l'obligation de référence en prenant en compte les options présentes sur l'obligation (exemple : option de remboursement anticipé de la part de l'émetteur)



Source : indices Bank Of America, les spreads sont exprimés en « government OAS » au 30/09/2022

b. Etats-Unis plutôt que zone Euro

Il convient avant tout de différencier le risque crédit selon la zone géographique. Ainsi, **nous estimons que les fondamentaux crédit des émetteurs de la zone Euro seront davantage impactés par la dégradation anticipée de l'environnement macro-économique par rapport à des émetteurs américains** pour deux principales raisons (i) proximité du conflit russo-ukrainien et (ii) dépendance des pays de la zone Euro au gaz russe, avec pour principal effet une hausse massive du coût des entrants (énergie, matières premières...). Par conséquent, nous estimons que les émetteurs de la zone Euro souffriront davantage de la dégradation de leur profitabilité opérationnelle et de leur capacité à générer des flux de trésorerie par rapport à des émetteurs américains.

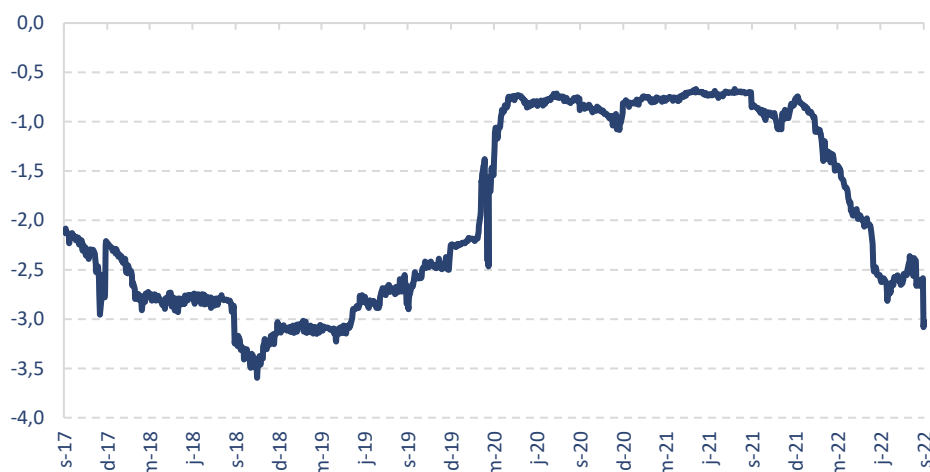
En outre, la phase de normalisation monétaire étant davantage avancée et anticipée aux Etats-Unis, **les annonces à venir de « quantitative tightening »⁹ de la part de la BCE devraient, selon nous, négativement impacter les primes de risque crédit de la zone Euro** du fait du maintien à

⁹ « Quantitative tightening » : mesure restrictive de politique monétaire, se matérialisant notamment par la réduction de la taille du bilan de la Banque centrale.

un niveau élevé de la volatilité sur les taux souverains, notamment sur les périphériques qui sont davantage sensibles à cette tendance de normalisation monétaire.

Toutefois, il convient de mentionner que le coût de couverture des actifs en USD se maintient sur des niveaux extrêmement importants (-3% à fin septembre 2022, voir graphique ci-dessous). Afin de limiter cet impact négatif, **nous privilégions les émetteurs américains qui ont des émissions obligataires en EUR** pour profiter d'un niveau de rendement plus large par rapport aux émissions obligataires en USD du même émetteur.

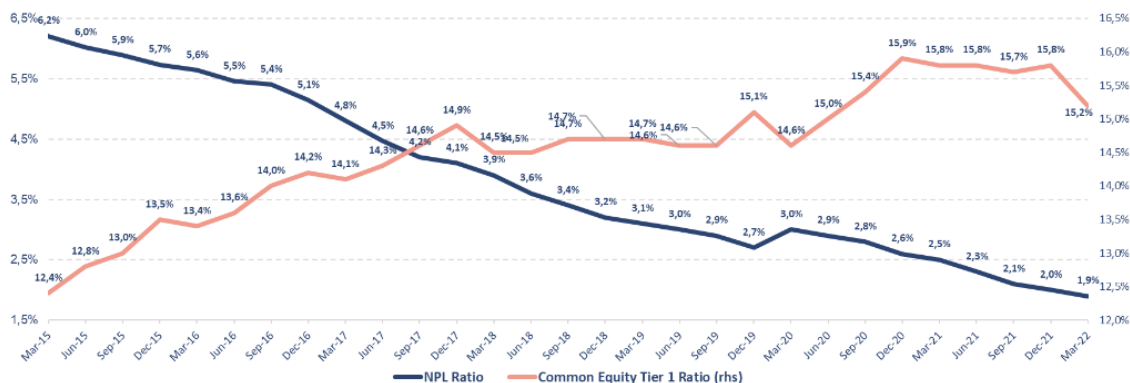
Évolution du coût de couverture du risque de change USD/EUR (en %)
Source Bloomberg au 30/09/2022



c. Financières plutôt que Corporates

En termes de stratégies, nous restons confiants sur les financières du fait d'un assainissement des bilans bancaires effectués depuis la crise de 2008, armant les banques face à un éventuel choc économique. Ainsi, nous sommes davantage confortables sur le fondamental des banques solides des pays dits « core » pour affronter les hausses de taux et la dégradation macroéconomique.

Ratio moyen des non-performing loans (npl) (en % des prêts)
et ratio de fonds propres réglementaires des banques européennes



Sources : La Française AM, European Bank Authority.

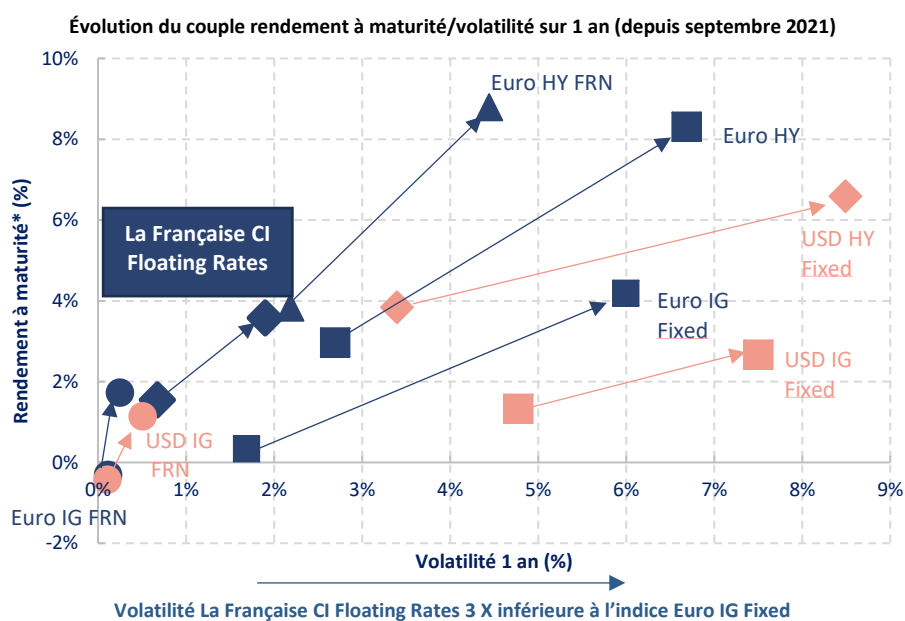
Le principal risque sur le secteur est aujourd'hui le non-remboursement anticipé des dettes subordonnées AT1. Pour cela, nous privilégions les AT1 avec un coupon suffisamment important pour que la banque soit davantage incitée à refinancer son obligation.

CONCLUSION

Compte tenu de notre vision prudente sur la croissance, **nous privilégions les classes d'actifs obligataires bénéficiant d'une sensibilité crédit modérée, à savoir l'Investment Grade, contrairement au High Yield qui est historiquement davantage sensible à la dégradation de l'environnement macroéconomique.** De la même façon, en se basant sur notre constat de manque de visibilité sur l'évolution de l'inflation et des risques géopolitiques, et donc du maintien de la volatilité des taux sur des niveaux historiquement élevés, **il nous semble particulièrement pertinent de nous positionner sur les classes d'actifs obligataires bénéficiant d'une faible sensibilité taux, notamment les obligations à taux variable qui bénéficient du chemin de hausse des taux des banques centrales.**

Ce type de titres dispose d'un niveau de volatilité extrêmement limité (en moyenne une réduction de 80% de la volatilité par rapport à des instruments à taux fixe sur l'Investment Grade) et d'un niveau de séniorité renforcé (près de 90% des obligations FRN High Yield Euro sont sécurisées contre uniquement 25% pour les obligations High Yield Euro à taux fixe).

Notre fonds La Française Carbon Impact Floating Rates (compartiment de la SICAV La Française – Sicav de droit français) nous semble donc être le bon véhicule pour qui partage nos convictions actuelles.



Source : La Française AM, Bloomberg, indices BoA au 30/09/2022

RISQUES ASSOCIES : risque de perte en capital, risque de taux, risque de défaut lié aux émetteurs des titres de créance, risque lié aux investissements en « titres spéculatifs », risque de contrepartie, risque de liquidité, risque lié aux titres de créance subordonnés, risque lié aux obligations contingentes convertibles, risque lié à la détention d'obligations convertibles, risque lié aux impacts de techniques telles que des produits dérivés, risque de liquidité lié aux swaps de performance (TRS), risque de change, risque discrétionnaire, risque potentiel de conflit d'intérêts, risque d'investissement ESG, risque de durabilité. Veuillez vous référer au Prospectus pour de plus amples informations sur les risques.

CETTE COMMUNICATION EST DESTINEE AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA DIRECTIVE MIF 2.

Publié par La Française AM Finance Services, société affiliée de La Française, dont le siège social est sis 128 boulevard Raspail, 75006 Paris, France, agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution sous le numéro 18673 X en tant que prestataire de services d'investissement. La Française Asset Management est une société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP97076 le 1er juillet 1997.

Pour toute réclamation, vous pouvez contacter par e-mail le Service Réclamations à l'adresse suivante : reclamations-clients@la-francaise.com

La politique de traitement des demandes d'informations ou des réclamations clients du Groupe La Française : [Politique_de_traitement_des_reclamations.pdf](#) (la-francaise.com)

La commercialisation des fonds peut être arrêtée à tout moment par la société de gestion et ou le commercialisateur.

La documentation juridique et commerciale des fonds est disponible en français et ou néerlandais et sur demande à La Française AM, 128 boulevard Raspail, 75006 Paris – France : contact-valeursmobilières@la-francaise.com ou au www.la-francaise.com

La performance historique ne représente pas un indicateur de performance actuelle ou future.

La Française Carbon Impact Floating Rates est un compartiment de la SICAV La Française (SICAV de droit français). Profil de Risque/Rendement (échelle de 1 à 7) :3

Pour la Suisse :

Ceci est une communication marketing. En Suisse, le représentant est ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zurich, et l'agent payeur est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1/am Bellevue, Case postale, CH-8024 Zurich. Les documents déterminants des fonds proposés en Suisse ainsi que les rapports annuel et semestriel peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant. La performance historique ne représente pas un indicateur de performance actuelle ou future. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts. Veuillez prendre connaissance que cette communication peut comprendre des fonds pour lesquels ni un représentant ni un agent payeur en Suisse n'ont été mandatés. Ces fonds ne peuvent pas être proposés en Suisse à des investisseurs non-qualifiés ou des investisseurs qualifiés tels que définis à l'art. 5 al. 1 LSFIn.