

La duration de nouveau attractive – les fondamentaux crédit très solides, time to buy ?

Un plafond sur les taux européens à court terme ?

Avec un taux 10 ans italien qui a atteint 4% et un taux français au-dessus de 2%, il semble que **de la valeur dans la duration et les taux européens** apparaisse à nouveau. Il faut en effet revenir à 2014 pour retrouver des niveaux de taux absolus similaires. Les anticipations d'inflation et une politique moins accommodante de la BCE expliquent ce mouvement. Les derniers chiffres d'inflation n'ont plus d'impact haussier sur les taux longs, ce qui laisse à penser que le marché pourrait s'approcher de l'équilibre. Sur les marchés des taux, **une corrélation plus classique avec les actions réémerge**. Les obligations d'Etat et la duration retrouvent ainsi leur rôle de protection.

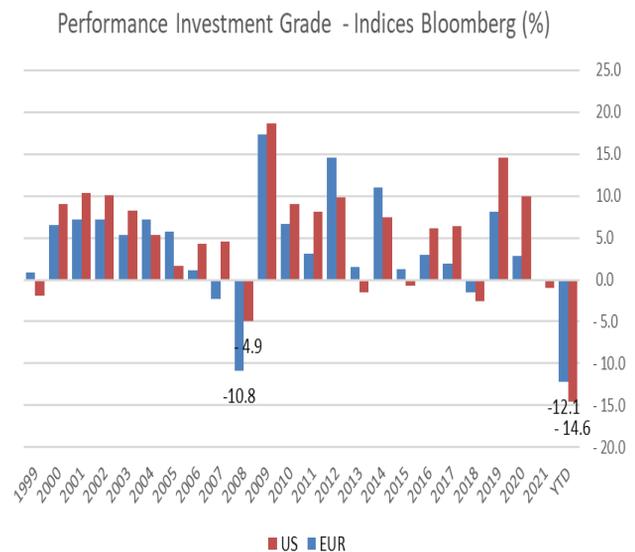
Concernant la dette souveraine italienne, les dernières communications de la BCE laissent entrevoir **un soutien potentiel au pays si les taux venaient à dérapier davantage**. De nouvelles mesures pourraient ainsi voir le jour pour éviter une fragmentation de la zone euro et prendre le relais du programme d'achats d'actifs. **Cette possibilité a permis de rassurer le marché qui avait fortement pénalisé la dette italienne**.

Un risque de crédit attractif au regard des fondamentaux

Malgré les pires performances du marché du crédit sur ces 20 dernières années, **les fondamentaux des entreprises sont aujourd'hui très bons**. Le levier financier retrouve des plus bas de 5 ans et la couverture des intérêts est au plus haut. Leur cycle d'investissement (les capex) semble également derrière nous. Le mur des maturités obligataires étant relativement éloigné, les tensions sur les bilans pourraient être atténuées davantage. **Pour autant, les primes de risques (spreads) valorisent un environnement très difficile**. Elles ont doublé à la fois sur l'*Investment Grade* (à 198pbs – indice Bloomberg) et le *High Yield* (584pbs). Malgré des profils de crédit robustes, **les spreads de crédit en Europe affichent une prime par rapport aux Etats-Unis**, reflétant notamment le risque géopolitique depuis le démarrage du conflit russo-ukrainien.

Actuellement, la dispersion des spreads de crédit est très forte et profite donc pleinement à la gestion active ainsi qu'à la sélection des titres par les gérants.

A titre d'exemple, dans le secteur des équipementiers automobiles, l'obligation de maturité 2028 d'un groupe français avec un profil crédit adéquat offre des niveaux de spread attractifs (588pbs) soit un rendement de 8%.



Nos experts :



Radoslav Radev

Head of Fixed Income
15 ans d'expérience sur les marchés obligataires



Alexandre Ferci

Fixed Income Portfolio Manager
12 ans d'expérience sur les marchés obligataires

Des banques centrales « plus fermes » face à l'inflation

Les banques centrales sont toujours tiraillées entre préservation de la croissance et lutte contre l'inflation. Leur ton est de plus en plus « hawkish ».

FED : une hausse des taux de +75 bps à 1.5-1.75% lors de sa dernière réunion - la plus forte hausse depuis 1994. Le marché table sur 3-3.5% d'ici la fin d'année. La partie longue des taux affiche une forte sensibilité à l'inflation. Le 10 ans s'est fortement replié vendredi dernier après des signes de décélération de l'économie aux Etats-Unis.

BCE : le marché craint que la BCE court derrière l'inflation dans sa communication. Après avoir annoncé qu'il n'y aurait pas de hausse de taux en 2022, elle table désormais sur un relèvement de 25 bps lors de sa prochaine réunion de juillet. Le marché attend quant à lui des taux supérieurs à 1% en zone euro d'ici la fin de l'année. Le marché reste attentif aux mesures d'anti-fragmentation (cf. p1).

BoE : sans surprise, une hausse de 0.25% à 1%. Pour rappel, l'inflation outre-manche a atteint 9% en mai. L'objectif de l'institution est toujours une inflation autour de 2% d'ici 2 ans.

BNS: la grande surprise – une hausse avec une ampleur inattendue +0.50% - l'effet sur le EUR/CHF était immédiat. La BNS a signalé probablement des ventes potentielles d'actifs pour protéger la devise. Elle ne souhaite probablement pas être « cornerisée » par les autres banques centrales qui entament leurs cycles de hausses, elle a ainsi procédé à une hausse plus conséquente.

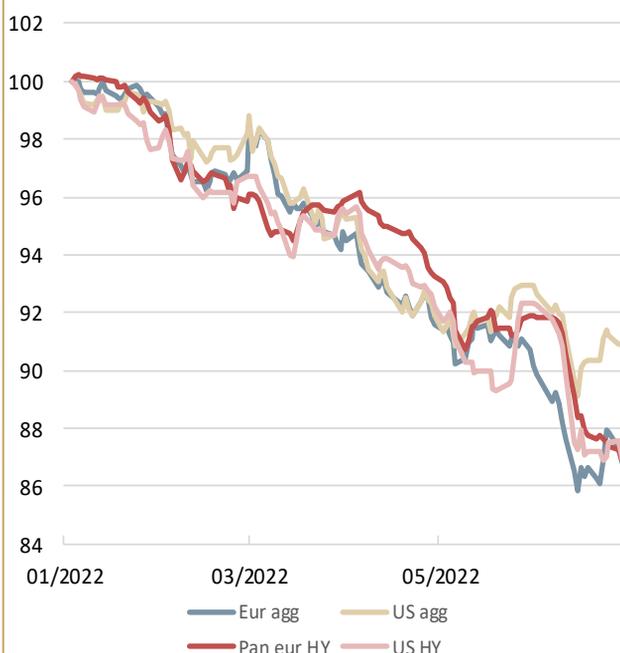
Des fondamentaux d'entreprises toujours solides

Le marché du crédit reste soumis aux pressions inflationnistes persistantes (8.6% aux USA, 8.1% en zone euro) soutenues par la hausse de l'énergie (+3.9% aux USA) et de l'alimentation (+1.2% aux USA). Les indices iTraxx se sont sans surprise écartés depuis le début du mois. L'indice CDS HY Euro a progressé de +102 bps en juin à 549 bps. Aux Etats-Unis, le marché s'est également tendu (+115 bps à 577 bps).

En Europe, plus exposée au conflit russo-ukrainien, l'indice CDS High-Yield converge vers l'indice CDX HY (577bps) et se trouve à des niveaux quasi similaires, pour une qualité toujours meilleure en Europe. Toutefois, malgré un contexte d'inflation qui perdure, les publications des résultats des entreprises confirment la bonne tenue de ces dernières. Les niveaux des **marges opérationnelles pour plusieurs secteurs sont à des niveaux similaires, voire supérieurs, aux niveaux pré-Covid.** A titre d'exemple, le secteur énergétique confirme sa résilience malgré l'exposition à la Russie pour certains acteurs comme Total Energies (marge à 16% en 2021 vs 12,5% en 2019). Par ailleurs, le secteur bancaire témoigne d'une reprise dynamique avec de bons résultats financiers tels que ceux de BNP Paribas qui affiche un résultat net en hausse de 34% en 2021. **Le secteur bancaire profite également de l'excès de provision lié à la crise sanitaire,** lui permettant de faire face aux augmentations potentielles des coûts du risque associés au conflit russo-ukrainien. Aujourd'hui, **les entreprises en portefeuille ne présentent pas de risque de crédit particulier.**

L'équipe de gestion obligataire

Performance des indices obligataires YTD



Sources : Bloomberg - UBS La Maison de Gestion au 29/06/2022

Classe d'actif	Yield	MTD	YTD
Govies			
Euro Govies	2.21%	-3.84%	-15.39%
US	3.26%	-1.88%	-10.05%
Credit			
Pan Euro IG	3.47%	-4.25%	-13.08%
Pan Euro HY	7.44%	-5.44%	-13.07%
US IG	4.81%	-3.49%	-14.99%
US HY	8.62%	-5.66%	-13.21%
Financière			
Subordonnée	4.46%	-4.01%	-12.43%
Senior	3.75%	-4.24%	-12.84%
Autre			
Emergent	6.85%	-4.71%	-18.27%
ESG	3.19%	-5.62%	-20.13%

Sources : Bloomberg - UBS La Maison de Gestion au 29/06/2022

AVERTISSEMENTS

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Ce document a été élaboré par UBS La Maison de Gestion, société de gestion au capital de 1 167 600 euros, ayant son siège au 91 Boulevard Haussmann 75008 Paris (381 950 641 RCS Paris), agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en qualité de société de gestion de portefeuille en date du 20 juillet 2004 sous le numéro GP 04000042. Ce document ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque placement ou produit spécifique que ce soit dans une quelconque juridiction. UBS La Maison de Gestion n'assume aucune responsabilité concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations établies, bien que ces informations proviennent de sources externes réputées fiables. Sous réserve du respect des obligations légales ou réglementaires à sa charge, UBS La Maison de Gestion ne pourra être tenue responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de toute transaction relative au produit ou de tout investissement dans ce produit.

UBS La Maison de Gestion attire votre attention sur le fait que la performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière, de l'expérience et de la compréhension des produits financiers ou des besoins propres à un destinataire précis.