

## Un premier trimestre plein d'évènements

### Banques centrales : c'est pas trop « taux » ?

Le premier trimestre a été riche en évènements et en émotions. Le mois de mars marque peut-être un changement du narratif: **la fin des hausses des taux paraît de plus en plus envisageable**. Aux Etats-Unis, le marché a complètement revu ses perspectives : après des projections de hausses des taux directeurs sur l'ensemble de l'année 2023, les anticipations ont été revues à la baisse en mars. Le marché s'attend désormais à une baisse des taux de la FED d'ici 2 mois!

Un changement de ton trop brutal, mais reflète deux points majeurs :

- **le pic de l'inflation US est derrière nous** : pas besoin d'avoir une politique monétaire aussi restrictive qu'en 2022.
- **Des tensions sur le système bancaire** : crainte systémique, mais pas risque systémique – ceci a nécessité l'intervention des autorités pour attiser les tensions sur le système.

Même si ce n'est pas une crise de type Lehmann, **ceci montre des poches de fragilité dans l'économie** ; et s'il y a des risques sur les perspectives de croissance couplés à un marché de l'emploi qui commence à refroidir, des conditions financières plus compliquées, les banquiers centraux sont moins durs avec les taux. Dans cet épisode **les taux retrouvent leur rôle de valeur refuge** qui a tant manqué en 2022 ! Et en Europe ? La BCE maintient toujours un ton plus ferme, la décélération de l'inflation étant plus lente. Logiquement, **la BCE a plus de temps/retard dans son cycle haussier**.

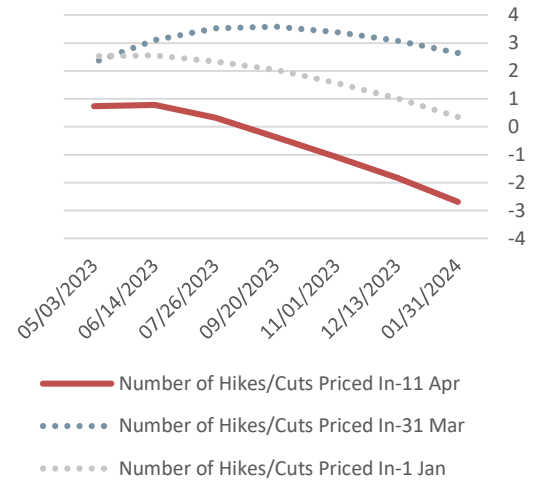
**Le focus pour le reste de l'année sera donc la croissance et moins l'inflation**. Si nous avons dépassé le pic de l'inflation, **avons-nous également passé pic des taux longs** ? Nul ne peut l'affirmer, mais **les rendements obligataires retrouvent leur attrait** avec des banques centrales moins agressives qu'en 2022.

### Le crédit : peu de défaut, mais privilégier la qualité

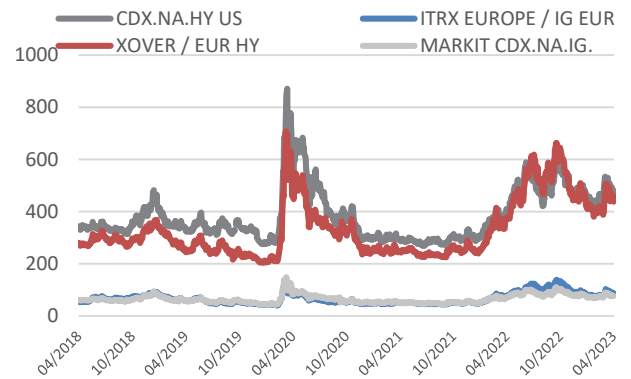
Les taux de défauts demeurent à des niveaux contenus et Moody's s'attend à ce qu'à horizon 12 mois les taux de défaut convergent vers les moyennes historiques: **autour de 4%**. Malgré toutes les craintes liées au conflit russo-ukrainien, les entreprises européennes affichent une bonne résistance. Alors que les défauts aux Etats-Unis pourraient accélérer plus vite. Les craintes d'un ralentissement économique sont déjà présentes dans la prime de risque sans que ce soit à des niveaux extrême. **Fin 2022 et début 2023, le marché a offert des fenêtres de refinancement pour les émetteurs High Yield**. Le mur de la dette a ainsi été repoussé à horizon 2025/26.

Dans le segment HY EUR, la partie BB apparaît comme le « sweet spot » avec un rendement de 6.7%. Descendre dans la qualité crédit ne rajoute pas forcément un surplus de rendement intéressant face au risque pris. Nous notons également **le regain d'attrait notamment de la dette hybride** qui a subi en 2022 la hausse des taux et qui offre un rendement de 5.6% avec des émetteurs notés Investment Grade sur la dette senior. Dans une allocation obligataire globale, l'approche qualité retrouve tout son intérêt.

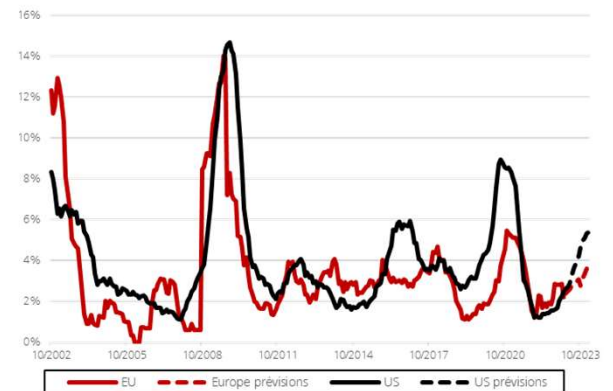
FED : anticipations du marché



Indices CDS 5 ans



Taux de défaut



### Nos experts :



#### Radoslav Radev

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



#### Alexandre Ferci

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

## Les banques : des problèmes ou des opportunités?

Les banques - sources de problèmes ou de solutions ? L'épisode avec les banques régionales US a mis le focus sur le secteur financier. **Les banques régionales, notamment SVB, ne représentaient pas un risque systémique, mais un risque idiosyncratique**, un risque de mauvaise gestion actif-passif. Néanmoins, les autorités US sont intervenues pour couper court à un risque de confiance dans le secteur. Les banques européennes sont protégées par ces événements, mais le contexte global est devenu plus instable.

**Credit Suisse** : un établissement systémique avec un profil financier d'apparence solide (ratios de capitalisation, liquidité, etc.) mais une crise de confiance qui aurait pu se terminer en crise de liquidité ou pire...

**Deutsche Bank** : une forte chute de l'action suite à un trade de CDS de faible nominal; en d'autres termes **un marché qui cherche le prochain maillon faible**.

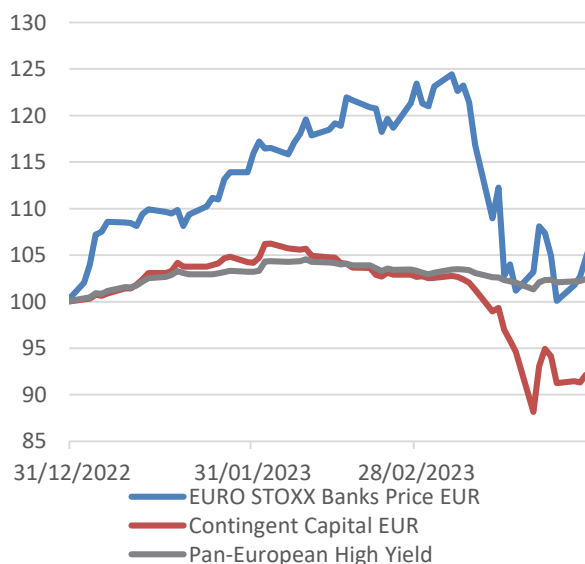
L'épisode avec Credit Suisse marque toutefois un « accident » sur le marché des AT1 – une hiérarchie des créanciers retournée - des AT1 affectés avant les actionnaires. La BCE et la BoE se sont empressées pour rassurer le marché en Europe, de communiquer sur le fait que la hiérarchie sera respectée. Mais le mal était déjà fait...La valorisation globale du marché s'en est retrouvée affectée.

**Les CoCo des banques européennes sous-performent les actions de 19.50% YTD. L'indice européen offre un rendement (au call) de 11.3% pour un rendement de dividende 6.90% pour l'indice actions. A titre d'exemples des signatures très solides comme BNP ou Crédit Agricole ont vu leurs AT1 avec des call courts offrir des rendements proche de 20% ! La valorisation des CoCo européennes paraît actuellement particulièrement attractive.**

## Performance des marchés au T3 : dans le vert

Le 1<sup>er</sup> trimestre se termine avec des performances positives dans l'ensemble du marché obligataire, malgré un mois de mars complexe. Nous notons que l'appétit pour les actifs risqués : High Yield demeure présent. Ceci reflète des résultats qui ont rassuré le marché, des importantes liquidités qui ont été déployées dans le marché primaire. En 2022, les taux ont orienté la performance globale des marchés. Au T1 23, la duration était un facteur moins fort. Un ralentissement du rythme des hausses (cf. page 1) pourrait laisser plus de place aux mouvements des spreads en 2023.

Le test du marché primaire sera sur les AT1 post CS : nous n'avons pas eu des émissions AT1 depuis et il y a des banques qui pourraient tester le marché au troisième ou quatrième trimestre de cette année.



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 21/04/2023

## Performance des indices obligataires YTD

Classe d'actif	#yield Yield	#MTD MTD	#YTD YTD
<b>Govies</b>			
Euro Govies	3.19%	0.02%	2.66%
US	3.78%	0.42%	3.44%
<b>Credit</b>			
Pan Euro IG	4.32%	0.32%	2.30%
Pan Euro HY	8.01%	0.18%	3.07%
US IG	5.12%	0.52%	4.04%
US HY	8.52%	0.32%	3.90%
<b>Financière</b>			
Subordonnée	5.40%	0.04%	1.27%
Senior	4.84%	0.19%	1.89%
<b>Autre</b>			
Emergent	7.06%	0.41%	2.69%
ESG	3.88%	0.59%	4.36%

Sources : Bloomberg, Moody's- UBS LA MAISON de Gestion au 21/04/2023

### 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.