

### La deuxième mi-temps commence

#### Le Poker des Banques centrales : payer pour voir ?

**La FED a fait une pause « hawkish » après 5% de hausse depuis mars 2022.** L'inflation continue de décélérer dans un marché de l'emploi solide, mais les perspectives de croissance économique laissent quelques incertitudes. **Faire donc un bluff (?) sur des hausses futures est peut-être même nécessaire dans cet environnement.** Pour tester « ce bluff » il faut que l'inflation remonte à nouveau, même si cela n'est pas le scénario central. Après le discours de la FED, le marché a immédiatement repoussé ses anticipations d'une baisse des taux vers printemps 2024, contre une baisse fin T3 attendue auparavant. Lors du témoignage devant le Congrès J Powell a confirmé que des hausses sont encore possibles, quoique limitées à deux selon le marché. **Cela rend les anticipations plus sobres,** une baisse des taux paraît probablement être un scénario trop optimiste à court terme en l'absence d'une forte érosion de la croissance.

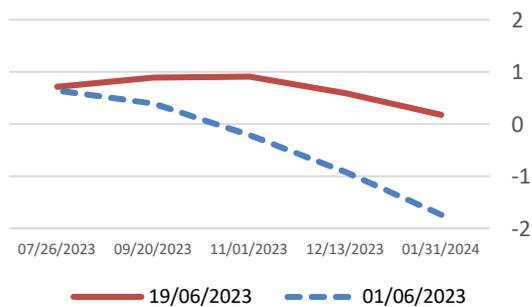
**La BCE, qui « joue » également avec une hausse et un discours « hawkish » devrait faire encore (au moins?) une hausse.** En Europe, le pari poker est plus osé car la décélération de l'inflation est plus lente et plus hétérogène. Certains pays témoignent déjà un ralentissement, mais **une pause et/ou changement de ton de la BCE pourrait venir après une confirmation de la tendance de manière plus homogène.** Si le pic de l'inflation est derrière nous, nous pourrions être tentés de croire que le pic des taux l'est aussi – ceci pourrait être vrai en l'absence d'un rebond de la croissance ou de l'inflation.

**Les courbes restent inversées - taux courts plus élevés que les taux longs- en Europe et aux Etats-Unis, comme les banquiers centraux contrôlent la partie courte alors que la partie longue reflète les perspectives de croissance économique.** Elles pourraient rester inversées tant que le marché croit au « bluff » des banques centrales.

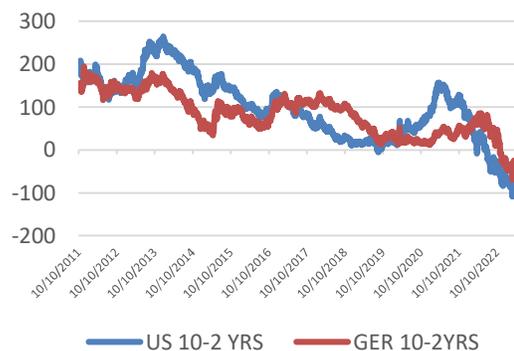
**Chaque récession est précédée d'une inversion de courbe, mais chaque inversion de courbe ne conduit pas nécessairement à une récession – le débat sur la croissance est toujours présent. La lecture des données macro donne actuellement raison aux deux camps :** les pessimistes voient le risque dans l'immobilier, dans la dégradation des conditions de crédit, etc. , alors que les optimistes regardent entre autres un marché de l'emploi robuste et des résultats d'entreprise solides.

Dans un scénario de récession ou de fort ralentissement, les taux ont un rôle privilégié – un actif refuge avec une corrélation normalisée avec les actions. Dans un scénario d'atterrissage en douceur, le crédit peut continuer à délivrer de la performance positive. **Dans les deux scénarii, une les actifs obligataires confirment leur pertinence dans une allocation globale**

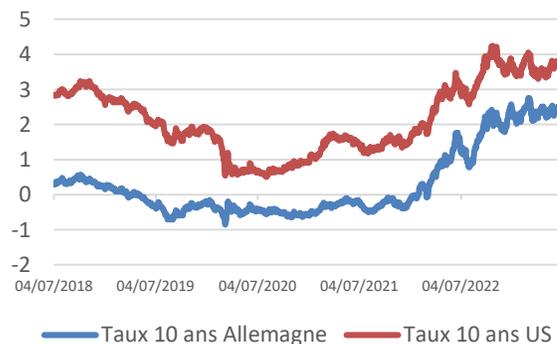
Hausses/baisses de la FED: anticipations du marché



Spread taux longs - taux courts



Taux longs



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 03/07/2023

#### Notre expert :



**Radoslav Radev**  
Head of Fixed Income

## Le crédit - comment faire la différence ?

**Le marché de crédit redevient un marché de « bond picker ».** En Europe, la dispersion est toujours là (cf. graphique 1)– la prime de risque redevient un marqueur de qualité pour les émetteurs « High Yield » et « Investment Grade ». Dit autrement, la source de génération d'alpha redevient la qualité de la sélection des émetteurs: collecter la prime adéquate pour le risque pris.

**Aux Etats-Unis, le marché crédit offre un rendement qui se compare historiquement à la performance des marchés actions :** le rendement de la dette longue High Grade est de 5,5%. **Un segment qui suscite l'intérêt, comme il surperforme généralement les actions en récession** (cf. graphique 2). Les niveaux des taux actuels donnent un confort sur la classe d'actifs. En revanche, le marché **High Yield US** qui est plus avancé dans le cycle suscite moins d'attrait.

**En Europe, la prime dans le marché Investment Grade demeure attractive. En effet, l'inversion de la courbe souveraine masque la courbe de la prime de risque-spread des émetteurs corporate** (cf. graphique 3). Cette dernière offre des niveaux de primes relativement élevées par rapports aux standards historiques. Une normalisation de la courbe souveraine ou une gestion active de la durée permettrait de collecter cette prime.

Le High Yield affiche des spreads élevés en absolus, mais pas excessifs. En absence de ralentissement économique ou choc exogène, le marché pourrait simplement « déstresser » sans forcément de catalyseur. Néanmoins, en relatif, d'autres segments crédit affichent des caractéristiques plus intéressantes.

**Les défauts demeurent bas et vont probablement le rester en 2023 et pour une grande partie de 2024. Cependant au deuxième semestre 2024, le marché s'interrogera sur les maturités à refinancer en 2025.** Les refinancements effectués jusqu'ici, même à des taux plus élevés, sont absorbables comme ils ne concernaient qu'une partie du stock de la dette. La majorité de ce stock devrait être refinancé en 2025.

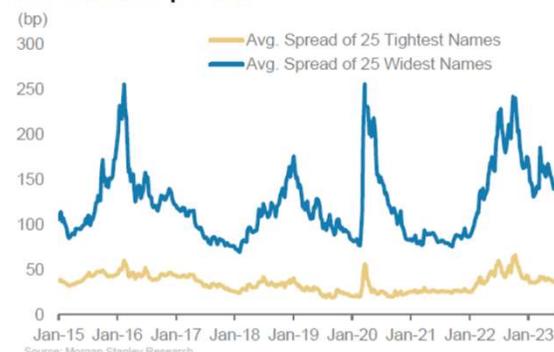
En termes de valorisation, **le marché « BB EUR» sur la zone 2026-28 devient cher**, reflétant des flux acheteurs notamment des fonds datés qui sont acheteurs structurels. Certains émetteurs, comme Fnac, offrent des rendements proches d'Investment Grade (4%). Alors que des émetteurs comme Air France offre des rendements entre 6 et 7%, alors que le profil crédit paraît assez robuste.

**Le retour de la dette hybride.** Ce segment a beaucoup souffert en 2022 comparé au HY dû à sa composante taux – durée, qui a pesé sur la performance. **Actuellement, il y a des rendements proches de 6-8% sur des sociétés avec de solides bilans.**

**Les CoCos:** un thème toujours d'actualité depuis les événements avec CS avec une « surprime » à nos yeux. Le marché a eu une première émission AT1 avec BBVA dont l'accueil est mitigé. **La surprime depuis Crédit Suisse reste toujours élevée** avec des rendements qui dépassent parfois les 10% pour des banques avec une qualité crédit très robuste.

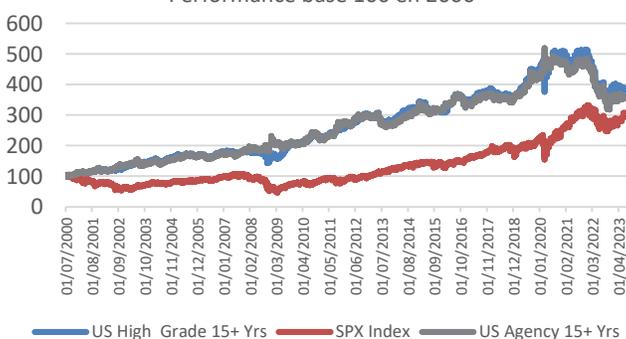
Graphique 1

iTraxx Main Dispersion

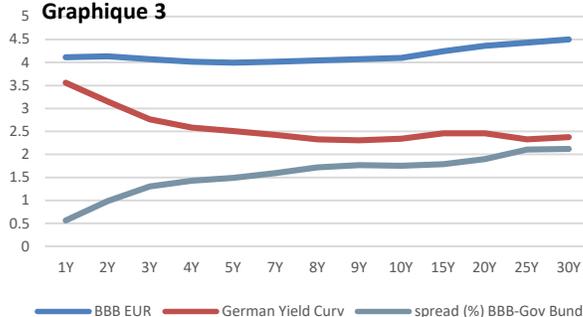


Graphique 2

Performance base 100 en 2000



Graphique 3



Performance des indices obligataires YTD

Classe d'actif	Yield	MTD	YTD
<b>Govies</b>			
Euro Govies	354.77%	-0.24%	1.91%
US	441.37%	-0.25%	1.33%
<b>Credit</b>			
Pan Euro IG	468.77%	-0.10%	2.11%
Pan Euro HY	801.31%	0.15%	4.95%
US IG	550.73%	-0.15%	3.05%
US HY	850.81%	0.05%	5.43%
<b>Financière</b>			
Subordonnée	555.62%	-0.02%	2.13%
Senior	517.20%	-0.09%	2.09%

Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 03/07/2023

### 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.