

La chasse au rendement continue...

Publié le mardi 27 juillet 2021

Auris Euro Rendement, classé SRRI 3, se présente comme une solution complémentaire aux fonds euros. Il peut investir, de manière flexible, sur l'ensemble des classes d'actifs obligataires euro dont l'investment grade, le haut rendement, les dettes hybrides et les subordonnées financières.

AURIS
GESTION



Sylvain Belle, commercial - Asset Management chez Salamandre by Auris Gestion, a invité Thomas Giudici et Stéphane Chossat, co-responsables de la gestion obligataire, et Sébastien Grasset, membre du directoire - associé, pour faire un point sur le marché obligataire et présenter la gestion menée dans Auris Euro Rendement.

L'évolution des taux longs 10 ans : encore plus bas

Depuis plus de 20 ans, on constate la baisse inexorable des taux d'intérêts avec aujourd'hui des taux négatifs largement répandus : les rendements des pays européens, notamment les plus sûrs, sont en territoire négatif jusqu' à l'échéance 7 ans voire 10 ans, pour les rendements allemands, évidemment. **Les taux négatifs sont-ils la nouvelle norme ?**

Sur le marché du crédit, le tableau n'est pas meilleur : les marges de crédit sont quasiment revenues à leur niveau pré-covid, notamment sur l'investment grade, où les rendements obligataires sont à quelques points de base des points bas historiques d'avant Covid. **Sur le haut rendement, nous sommes encore à 20 ou 30 pbs des niveaux pré covid...** Les PGE ont bien sûr facilité les refinancements des entreprises mais il ne faut pas oublier que, dans le même temps, les entreprises ont sensiblement augmenté leur endettement.

Le rendement des obligations investment grade, hormis les émissions subordonnées, sont inférieurs à 0,5% en moyenne, ce qui rend Auris Gestion prudent sur ce segment. A titre d'illustration le rendement de l'obligation Air Liquide noté A- et A3 est négatif sur son échéance 2028, présentant un intérêt modéré pour un investisseur.

Haut rendement : les montants émis bien plus élevés que les remboursements

Les taux bas expliquent une partie de cette envolée. On attendait 20 milliards € de remboursement pour cette année 2021 et nous en sommes déjà, depuis le début de l'année, à plus 30 milliards €. **Les émetteurs ont été opportunistes.** La possibilité des émetteurs à haut rendement de rembourser par anticipation a été largement exercée, à l'aune des taux de refinancement qui se sont retrouvés encore plus bas.

Des perspectives d'amélioration des notations sur le haut rendement

Les agences de notation crédit ont été très réactives en 2020, voulant à tout prix éviter les critiques subies en 2008-2009 où elles avaient tardé à rendre compte de la situation financière dégradée de nombreux émetteurs. **Ce mouvement de dégradation a pu apparaître, a posteriori, un peu trop fort et précipité** et le mouvement actuel est plutôt à un retour pour certains émetteurs à une révision en hausse de leurs notations par les agences.

Moody's table sur des taux de défaut très faibles

Si le pire de leurs scénarii envisage 14% de taux de défaut, **l'agence américaine prévoit un taux de défaut autour de 3% pour les prochains mois.** Même si l'endettement a augmenté de façon générale.

L'opportunité des obligations hybrides d'entreprises et des subordonnées financières

L'univers de cette classe d'actifs a fortement cru depuis 2013 et atteint **200 milliards €** dont une part croissante en obligations vertes (green bonds).

Leur taux de rendement peut être **comparable à ceux d'émetteurs à haut rendement**. Les hybrides notées BB sont en moyenne légèrement plus rentables que des obligations à haut rendement classique de même notation...

En outre, elles offrent **l'avantage de pouvoir s'exposer à un même émetteur de notation investment grade, mais sur une dette subordonnée**, expliquant sa moins bonne notation, et d'obtenir ainsi **un rendement supérieur**. A titre d'exemple, l'émission Orange Senior 3 1/8 Janvier 2024 offre ainsi -0,3% tandis que l'émission hybride de même maturité au call affiche un rendement de 0,4%.

Il est néanmoins nécessaire de monitorer les risques associés aux caractères hybrides d'une émission même si ces risques ne surviennent que très rarement :

- **Le risque qu'un émetteur ne rembourse pas** à la première date de call.
- **Le changement de méthodologie des agences de notation**, incitant la société de gestion à préférer les émetteurs notés par Standard and Poor's
- **Le risque de non-paiement des coupons**, un risque faible qui ne peut se produire que si le dividende est suspendu. C'est arrivé récemment avec Lufthansa qui fut obligée de suspendre son dividende, après avoir reçu des aides publiques. Cependant, le coupon n'est pas perdu et est mis en mémoire.

Subordonnées financières

Les fonds propres supplémentaires, additional Tier 1 (AT1, Coco, Coca), sont attractives moyennant la prise de quelques risques supplémentaires, en cas de dividende suspendu par exemple. Les coupons de ces émissions furent payés en 2018 et 2020 par les banques quand bien même les dividendes furent suspendus pendant la crise sanitaire.

Les gérants attirent l'attention sur **la vigilance renforcée qui prévaut dans l'acquisition et la détention de ces émissions**, particulièrement techniques dans un environnement réglementaire complexe.

Il convient en outre d'être **attentif sur les dernières émissions de ce type de titres devenues plus exigeantes alors que les premières réalisées offraient une rémunération plus attractive** : Par exemple, Rabobank, notée BBB- en AT1, qui bénéficie d'une des notes les plus élevées dans cette catégorie d'émissions a émis cette année une nouvelle obligation Coco avec un coupon de 3,1% jusqu'au call dans 7 ans et un coupon post call à EUSAS+3,234% alors qu'en 2016 le coupon offert était de 6.625% sur 5 ans puis EUSA5 + 6.697%

Le positionnement des gérants pour générer de la performance

Sensibilité réduite à 1,7 et niveau de cash à 17%.

Préférence pour :

- **Subordonnées financières** : des titres avec des notations élevées, des coupons élevés et des dates de call courtes comme ALLIANZ 4,75% perp, BNP 6,125% AT1, Uniq 6,875% 2043 avec des rendements à l'échéance du call autour de 0,2-0,5% pour une maturité résiduelle inférieur à 3 ans.
- **Les hybrides d'entreprises** : Total 3 7/8 %, Solvay 5,425%, Orange 5 ¼, Telefonica 5 7/8% avec des rendements au call entre 0,1% et 1,6% pour une maturité résiduelle inférieur à 3 ans.

Un rendement actuariel de 2,3%

Comme on l'imagine aisément, les gérants ne manquent pas d'**arbitrer entre émissions d'une même entreprise si l'écart de rendement rapporté au risque le justifie**. Auris explique ainsi l'achat d'une convertible Unibail 0% Janvier 2022 au détriment de l'obligation Senior février 2025. L'écart de rendement de près de 0.30% s'explique par la non-éligibilité des convertibles au programme de rachats de la BCE.

Les gérants ont aussi fait le choix de l'obligation perpétuelle Casino 3,992% notée CCC émise par le groupe éponyme en voie de désendettement, en dépit de son statut controversé. Les gérants estiment que selon les différents cas de figure pour son remboursement, le rendement de cette obligation est attractif. A fortiori si un changement de contrôle devait intervenir sur le groupe.

Caractéristiques en synthèse au 30 juin

- Répartition : 17% haut rendement CT, 14% perpétuelle CT, portage CT 9%, hybride entreprises 17%, portage LT 14%, perpétuelles 1%, perpétuelles taux variables 8%, revalorisations 2% et liquidités 16%
- Maturité 2,7 ans
- Sensibilité 1,7
- Rendement actuariel 2,3%
- Notation moyenne BB
- Volatilité 3 ans 6%
- Volatilité 5 ans : 4.8

Comment souscrire ?

La part R est disponible sous le code LU1599120273, avec des frais de gestion fixes de 1,4% assorties d'une commission variable de 10% TTC au-delà de l'indice Euro MTS 3-5 + 1%, si la performance est positive et au-dessus du high water mark.

H24 : Pour en savoir plus sur Auris Gestion, [cliquez ici](#).

Article rédigé par H24 Finance. Tous droits réservés.

Diversifiés/Flex

PEA

Actions

Obligations

Convertibles

Absolute return