

Environnement de marché

En septembre, la Fed et la BCE sont restées vigilantes. Les signaux de résilience de l'économie américaine ont permis à la Fed de ne pas modifier ses taux directeurs (fourchette 5.25%-5.50%) tout en faisant évoluer leur trajectoire sur les trois années à venir. Sa *guidance* de « taux élevés pour une période prolongée » a été renforcée par la modification à la hausse de ses prévisions d'inflation et de croissance. Elle a ainsi revu ses anticipations d'inflation pour 2025 de +0,1% à 2,3%. La BCE a relevé ses taux de 25bps, portant le taux de refinancement à 4,50% et le taux de dépôt à 4%. Les projections d'inflation globale et sous-jacente ont été abaissées de 0,1% pour s'établir respectivement à 2,1% et à 2,2% en 2025, la croissance ayant été révisée à la baisse en 2023-2025. L'inflation préliminaire du mois de septembre recule à 4,3% contre 5,2% en août. L'inflation sous-jacente est en repli, passant de 5,3% à 4,5% en glissement annuel.

La Banque d'Angleterre (BoE) a surpris les investisseurs en maintenant ses taux à 5,25% et a voté l'accélération à partir d'octobre de la baisse de son bilan à travers la réduction du stock d'obligations gouvernementales, passant de 80 à 100 milliards de livres pour les douze prochains mois. La publication de l'indice d'inflation sous-jacente pour le mois d'août est ressortie en baisse à 6,2% en glissement annuel contre 6,8% anticipé.

La Banque du Japon (BoJ) a maintenu une politique accommodante en gardant ses taux à -0,10%, sans modifier son *Yield Curve Control*. Elle n'a pas modifié sa *forward guidance* et la publication des chiffres d'inflation aura confirmé les propos de la BoJ, l'indice d'inflation sous-jacente pour août (hors alimentation et énergie) étant ressorti stable à 4,3% en glissement annuel.

Ce contexte permet aux taux à dix ans américain, allemand et japonais de se tendre de 46 bps, 37 bps et 13bps à respectivement 4,57%, 2,84% et 0,77%. Les pentes de taux 2 ans à 10 ans américain et allemand se pentifient respectivement de 28bps et 15bps. La hausse des taux réels aura pesé sur les spreads périphériques, la dette italienne s'écartant d'environ 22 bps face à la dette allemande. Corrélés aux taux US, les taux à dix ans canadien, australien se sont tendus de 46bps à respectivement 4,03% et 4,49%. Les anticipations d'inflation à dix ans s'affichent stables en zone euro à 2,54%, alors que le contrat de gaz naturel augmente sur le mois de près de 22% à 38 euros. Le rebond du baril de Brent de près de 7% à 92 dollars, aura contribué à la remontée de 8bps des anticipations d'inflation à 2.61% aux Etats-Unis.

Évolution des taux souverains / indices de crédit

	29/09/2023	VARIATION		SPREAD LEVEL ¹	OAS SPREAD VARIATION	TOTAL RETURN 1M
Souverain 10 ans						
Italie	4,78	66	Investment Grade (ER00)	151	-5	-0,85%
Espagne	3,93	45	Corporate IG (EN00)	141	-5	-1,00%
France	3,40	42	Financières IG (EB00)	167	-5	-0,62%
Allemagne	2,84	38	Senior Financier (EBXS)	152	-4	-0,66%
Portugal	3,58	41	Sub Financières (EBSU)	238	-7	-0,47%
Grèce	4,34	57	Hybrid Corporate IG (ENSU)	278	-10	0,02%
États-Unis	4,57	46	Hybrid Corporate HY (HNEC)	344	-6	0,58%
Japon	0,76	11	Corporate HY (HEAE)	464	-14	0,39%
Canada	4,02	46	Contingent Convertible (JP AT1)*	558	3	-0,49%
Australie	4,49	46	Emergent Corporate IG (EMIB)	149	-8	-1,30%
Corporate			Emergent Corporate HY (EMHB)	561	-10	-0,26%
ITRX MAIN	79	9				
ITRX XOVER	426	30				
ITRX SENIOR FIN	90	9				
ITRX SUB FIN	165	17				

Source : Lazard Frères Gestion, au 29 septembre 2023

¹ Spread to call, en points de base. Performances exprimées en devise non couverte du risque de change.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de ce document et est susceptible de changer.

DOCUMENT RÉSERVÉ À DES CLIENTS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA DIRECTIVE MIF

Crédit Corporate Investment Grade | Les marges de crédit se resserrent sur le mois pour les Senior (-5 bps) ainsi que pour les hybrides (-10 bps) dans un contexte de grande volatilité et de forte tension sur les taux accompagnée par le retour des craintes sur l'inflation et la croissance. La classe d'actifs termine le mois sur une performance négative de -1,00% avec un léger effet crédit positif mais une composante taux fortement négative. La majorité des secteurs était au resserrement. L'automobile (BMW, Toyota, Stellantis) a sous-performé avec les turbulences causées par les grèves outre-Atlantique et le marché primaire bien fourni sur le secteur. Le secteur du retail était également à la peine. A contrario, l'immobilier a bien surperformé sur la période, en dépit de la hausse marquée sur la deuxième partie du mois, avec des noms qui ont bien retracé comme Heimstaden, Balder, Sirius. **Orano** était à l'écartement après le coup d'Etat et les craintes sur la production d'uranium au Niger. **Accor** est de retour complet en zone *Investment Grade* après le relèvement de sa note BB+ à BBB- par S&P. Fitch a confirmé la note d'**Unibail** de BBB+ et a relevé sa perspective à stable, le groupe a bénéficié d'une croissance des loyers, combinée aux cessions réalisées qui lui ont permis de réduire son levier. Sur les hybrides, **Solvay** a remboursé au pair sa souche 5.869 (*clean up*) et **Telefonica** va le faire sur sa souche 5.875. Nous avons participé aux deux opérations. **Le marché primaire a été dynamique avec 31.2Mds d'émission.** Dans l'ensemble, la demande a été bonne avec des taux de couverture supérieurs à 3x et des primes d'émissions qui se sont resserrées de 25bps en moyenne. Les maturités offertes restent longues avec la moitié des nouvelles souches émises sur la tranche 7 ans et plus.

Crédit Corporate High Yield | La classe d'actifs affiche une performance positive sur le mois (+0,39% pour l'indice HEAE) pour la 6ème fois consécutive, grâce au portage élevé (7,8%) et au resserrement de spreads (-14 bps) qui surcompense l'effet négatif de la remontée des taux (+30 bps sur le 5 ans allemand). **Le marché primaire a été décevant (6,4Mds€ levés par 13 émetteurs) par rapport au niveau historique enregistré en septembre.** Dans cet environnement de hausse de taux, on constate **une sous-performance des notations BB**, alors que **les notations les plus faibles surperforment.** En termes sectoriels, **l'immobilier (SBB, Adler Group)** est porté par **SBB**, qui devrait recevoir 8Mds SEK suite à la cession de 1.16% d'EduCo à Brookfield et d'un remboursement d'un prêt inter-compagnie. **L'énergie (Kondor, CGG)** progresse suite à la hausse du prix de pétrole. **Les télécoms** montent grâce aux nouvelles positives sur le groupe **Altice** : Patrick Drahi tente de céder une participation minoritaire dans SFR pour lever 3Mds EUR et au niveau d'Altice International, les filiales Portugal Telecom et République Dominicaine sont en vente. En attendant, Altice International a émis un Term Loan afin de financer les obligations de maturité 2025. Au contraire, **la santé (Cerba, Organon)** souffre des prises de profits, **le secteur automobile (Grupo Antolin, Jaguar)** est affecté par la grève des constructeurs aux Etats-Unis.

Côté news, ams OSRAM, sous pression en raison de son échéancier de dettes court terme, a proposé un plan de financement de 2,25Mds EUR comprenant 800M d'augmentation de capital, 300M de vente d'actifs et 800M de nouvelles dettes. **Fives** a confirmé l'intention de BPI de participer à une augmentation de capital de 150M qui faciliterait le refinancement des obligations à échéance 2025. **Synthomer** annonce une émission d'actions pour un montant de 276M GBP afin de réduire son levier et de financer sa stratégie. **Adevinta** a reçu une offre de rachat de la part de Blackstone et Permira, son obligation bénéficiant d'une clause de « change of control » à 101%.

Côté notation, Ford a vu sa notation relevée par Fitch en *Investment Grade*, malgré la menace de grève qui pèse sur le groupe. S&P a relevé **Accor** en *Investment Grade* (BBB-) grâce à une demande solide dans le domaine des loisirs. En revanche, Moody's passe **SFR** en perspectives négatives suite aux difficultés opérationnelles rencontrées par l'opérateur. **Consolis** est abaissé à CCC+ par S&P, et Caa2 par Moody's en raison de sa faible performance au premier semestre.

Dettes financières | Sur le mois de septembre, les spreads se sont resserrés sur la partie Senior (-5bps) et Tier 2 (-5bps), et se sont écartés sur les AT1 (+18 bps AT1 toutes devises, +27 bps AT1€). **Les performances sont légèrement négatives sur le mois, principalement à cause de l'effet taux.**

Nous avons eu **un grand nombre d'améliorations de ratings sur le mois. Fitch et Moody's ont relevé la notation des banques grecques d'un à deux crans** grâce à une économie résiliente et des fondamentaux en amélioration. **Les principales banques sont maintenant notées en moyenne BB** par les trois principales agences de notation. Les nouvelles notations incluent une perspective stable pour Fitch et une perspective positive pour Moody's. Au Portugal, **BCP a vu sa note relevée d'un cran par S&P, de BB+ à BBB-**, et sa perspective est désormais stable. Fitch a relevé la note de **Caixa Geral de depositos de BBB- à BBB** et **Banco Comercial Portugues (BCP) de BB+ à BBB-**. **BCP est désormais notée IG** par S&P, **Fitch et Moody's**. D'un autre côté, **Moody's a relevé la note d'un cran** de l'assureur norvégien **Storebrand**, passant de Baa2 à Baa1 au niveau Holdco et de A3 à A2 au niveau Opco. Fitch a relevé la note d'**OSB Group de BBB à BBB+** après l'émission d'une dette Senior Holco, la note d'**Axa de A+ à AA-** (perspective stable), la note du **Crédit Mutuel Arkea de A- à A+** ainsi que la note d'émetteur à long terme (IDR) de **Danske Bank de A à A+**. **Une seule dégradation de note a été observée sur le mois. Moody's a en effet abaissé la note de Direct Line de A1 à A2** avec une perspective stable. Cette baisse reflète l'opinion de Moody's selon laquelle Direct Line ne retrouvera pas sa rentabilité historique à moyen terme, ainsi que les inquiétudes concernant sa gouvernance.

Le Capital Market Day (attendu) de la SocGen a été fraîchement accueilli par le marché des actions, les analystes sell-side étant déçus par le manque d'ambition et d'objectifs du nouveau plan. Cependant, **le plan semble plutôt positif pour les détenteurs d'obligations** avec un objectif de capital plus élevé (13% CET1) et un objectif de distribution raisonnable (40-50%).

En Italie, **la presse locale a indiqué que l'impôt sur les bénéfices exceptionnels pourrait être atténué**, les banques ayant la possibilité de "renoncer" au prélèvement si elles choisissent plutôt d'augmenter leur capital. Ce faisant, les banques conserveraient le capital (au lieu de le verser au gouvernement) au prix d'une réduction de leurs bénéfices distribuables. La plupart des banques paieraient moins qu'initialement prévu, à l'exception de Mediobanca. Par ailleurs, **le gouvernement souhaiterait vendre une participation de 15 % dans Monte dei Paschi dans un avenir proche**, ce qui contribuerait à privatiser la banque en réduisant la participation de l'État à 49%, **le CEO de la banque a d'ailleurs déclaré que sa banque pourrait choisir de ne pas payer la taxe bancaire et d'augmenter ses réserves. Intesa Sanpaolo a reçu l'autorisation de vendre ou céder ses actifs en Russie.** Pour rappel, les autorités russes doivent approuver toute vente d'actifs étrangers, qui pourrait se faire avec une décote minimale de 55%.

Les mesures de support aux ménages continuent en Europe, avec en Pologne la prolongation des moratoires hypothécaires pour toute l'année 2024, tout en ajoutant des critères de revenus qui empêcheront les emprunteurs qui n'en ont pas besoin de bénéficier de l'aide. **Au Portugal, le gouvernement a annoncé que les clients pouvaient demander aux banques de réduire l'Euribor de 30% pour les prêts hypothécaires**, dans le but d'aider les emprunteurs en difficulté au cours des deux prochaines années.

Les assureurs néerlandais ont été impactés par un jugement rendu par la Cour d'appel de La Haye concernant des réclamations pour vente abusive de produits en unités de compte datant des dernières décennies. Elle a conclu que les frais prélevés sur les assurés étaient injustes et qu'une meilleure divulgation des coûts était nécessaire. Les assureurs néerlandais concernés sont NN Group, ASR Nederland, Achmea et Athora. **NN et ASR ont déjà annoncé qu'ils allaient faire appel.**

Sur le marché primaire subordonné, nous avons eu côté **AT1 BBVA** (deuxième de l'année, refinancement) pour un coupon en dollar de 9.375%, **Erste Bank en parallèle d'un tender au pair sur son AT1** remboursable en mai 2024 avec un coupon en euro de 8,50% et sur les Tier 2 **National Bank of Greece avec un coupon de 8% et BayernLB avec un coupon de 7%.** **Vontobel a annoncé avoir émis \$400 millions d'obligations AT1** pour financer le **remboursement des CHF450 millions d'AT1 en circulation via un placement privé auprès d'Apollo.**

Perspectives

Environnement de marché

- Les données d'activité d'août et le rapport sur l'emploi de septembre montre que **l'économie américaine est restée bien orientée durant le troisième trimestre**. La hausse des taux n'a pas fini de produire ses effets, comme en témoigne la dégradation des données du secteur immobilier. La **fin du moratoire sur la dette étudiante, l'augmentation du prix du pétrole et le durcissement des conditions financières** constituent trois chocs supplémentaires pour l'économie.
- Dans la **zone euro**, les données continuent de décrire une économie en **contraction**. L'économie chinoise montre des signes de stabilisation mais à confirmer dans un contexte de poursuite du ralentissement du secteur de l'immobilier. La politique monétaire continue d'être assouplie.
- Coté crédit, les **primes de risque crédit HY se sont écartées en septembre alors que celles de haute qualité (IG) se resserrent**. Les **facteurs techniques sont moins bien orientés** avec des flux sortants récents sur l'investissement grade et particulièrement sur le high yield. Les prochaines semaines seront donc à surveiller.
- **Les taux de défaut continuent de monter** régulièrement et particulièrement aux Etats-Unis (4,7%).
- Face à la probabilité élevée d'une récession aux Etats-Unis, nous continuons d'adopter un **comportement prudent sur le crédit offensif**.

Positionnement

- **Duration** : Surpondération US et zone euro, sous-pondération Japon.
- **État** : Surpondération US, Europe.
- **Crédit**: Neutre crédit IG et BB, sous-pondération High Yield (B/CCC) et dettes subordonnées AT1.
- **Maturité** : Préférence pour les maturités courtes à intermédiaires.
- **Secteur** : Banques, télécoms, santé.

Informations importantes

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information.

Il fait état d'analyses ou de descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de sources publiques. L'opinion exprimée ci-dessus est à jour à date de publication mais peut changer.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.