

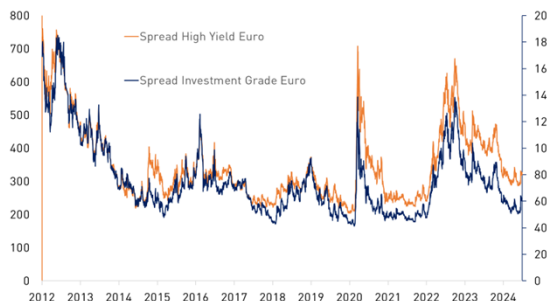


## Les indicateurs du marché obligataire (au 28/06/2024)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	4,62%	4,21%	4,20%
Var 2024	+0,37	+0,37	+0,32
<b>Allemagne</b>	2,85%	2,32%	2,30%
Var 2024	+0,45	+0,37	+0,27
<b>France</b>	2,84%	2,65%	2,81%
Var 2024	-0,11	+0,39	+0,25
<b>Italie</b>	3,43%	3,23%	3,68%
Var 2024	+0,45	+0,16	-0,02

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var 2024
High Yield	2,03%
Obligations AT1	5,32%
Hybrides corporates	2,34%
Subordonnées financières	2,07%
Obligations d'entreprises	0,44%
Obligations Euro	-1,33%
Obligations d'État	-2,13%

\* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 28/06/2024

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Comme au premier trimestre, les investisseurs ont continué de recalibrer leurs attentes d'assouplissement monétaire prévu en 2024. On semble néanmoins enfin être arrivé au bout ! Beaucoup moins optimiste, le marché anticipe désormais une ou deux baisses de taux de la part de la Fed. Les récentes statistiques économiques ont joué un rôle important dans ces ajustements. Si, outre-Atlantique, la croissance semble marquer le pas (ISM décevants, ventes au détail en baisse...), certains indicateurs tels que les créations d'emplois incitent à la prudence. En Europe, l'amélioration de la conjoncture se matérialise (PIB du premier trimestre qui surprend) mais la reprise reste fragile. Les derniers indices PMI étaient ainsi décevants, pénalisés notamment par les perspectives en France et en Allemagne. Sur le front des prix, les derniers signaux crédibilisent la poursuite de la désinflation, même si le chemin est encore long à l'image de l'inflation dans les services qui peine à ralentir. Dans ce contexte, la tendance était globalement haussière sur les taux : les 10 ans américain et allemand finissent ainsi à 2,50% et 4,39% (+20 bps environ).

Du côté des banques centrales, la BCE a rejoint le club des premières baisses de taux après la BNS et la Riksbank. L'institution européenne avait communiqué à maintes reprises qu'elle baisserait les taux de 25 bps en juin et c'est donc chose faite. La suite demeure néanmoins incertaine, C. Lagarde n'a donné aucune indication si ce n'est qu'elle resterait fidèle à son approche « data dependent ». Le rythme d'assouplissement sera certainement très graduel, d'autant plus que la BCE a revu à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2024 à +2,5%. La Fed continue quant à elle de jouer la carte de la prudence avec un statu quo sur ses taux directeurs. Changement notable néanmoins, ses *dot plots* ne laissent entrevoir qu'une seule baisse de taux cette année et non plus 3. Le marché et la Fed semblent donc s'accorder sur ce point.

Enfin, nous noterons que les incertitudes politiques ont fait leur grand retour en France à la mi-juin avec la dissolution de l'Assemblée nationale. Le spread OAT-Bund a ainsi fortement grimpé en amont des élections législatives, cassant même les 80 bps en fin de mois. Par sympathie, les spreads périphériques se sont également écartés.

### Le marché du crédit

Si le marché du crédit est resté résilient au 2<sup>ème</sup> trimestre (+7 bps et +22 bps pour les indices iTraxx Main et Xover), le mois de juin a néanmoins été marqué par le retour de l'aversion au risque après l'onde de choc provoquée par la dissolution de l'Assemblée nationale. Mi-juin, la volatilité, qui était au plus bas depuis 2021, est ainsi brièvement revenue sur le devant de la scène pendant quelques séances, accompagnée par un fort écartement des spreads de crédit. Les banques, notamment françaises, ont ainsi subi une forte pression, tandis que du côté des émetteurs non financiers, les écartements les plus violents ont touché les noms High Yield. Au sein du segment Investment Grade, les émetteurs liés au souverain français (IdF Mobilités, RATP, SNCF, etc) ainsi que des secteurs identifiés comme davantage à risque (concessions d'autoroutes) ont également été pénalisés.

Malgré cela, le deuxième trimestre est resté favorable pour le segment obligataire. Les Cocos et les hybrides sont toujours en tête (+1,35% et +0,68% sur le trimestre), et ce, malgré la dégradation du sentiment de marché en juin. Le High Yield profite toujours d'un portage élevé (+2,03% sur le trimestre), le risque idiosyncratique restant cependant un point d'attention. L'Investment Grade et les obligations souveraines ont de nouveau été pénalisées par le contexte sur les taux et affichent respectivement des performances de +0,07% et -1,45% sur le trimestre.

Le marché primaire est resté très dynamique. Les investisseurs ont absorbé sans mal ces volumes comme en témoignent les bons taux de couverture et les primes d'émissions limitées. On constate néanmoins, en juin, quelques signes de fatigue avec des carnets d'ordres plus sensibles qui ont nécessité plus de concession des émetteurs. L'appétit pour la duration demeure, mis en évidence par la forte demande pour les émissions les plus longues. Enfin, on notera la participation importante des émetteurs High Yield qui ont, dans l'ensemble, profité de très bonnes conditions d'exécution (Bertrand Franchise, Tereos, Verisure, Q-Park...). Fin juin, malgré le contexte politique, Picard et CMA-CGM n'ont d'ailleurs eu aucun mal à venir sur le marché.



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Ce deuxième trimestre reste positif pour la classe d'actifs obligataires qui, dans l'ensemble, affiche de bonnes performances, et ce, malgré les turbulences de juin. En parallèle, les valorisations demeurent toujours attractives avec des taux de rendement moyen d'environ 6,75% sur le High Yield et 4,05% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- une transition vers des **points de courbe plus longs** au vu du cycle d'assouplissement monétaire qui se rapproche aux Etats-Unis et qui a déjà débuté en Europe ;
- un positionnement davantage marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif ; nous restons confiants sur les Cocos françaises jugeant les fondamentaux solides ;
- une approche toujours **sélective sur le segment High Yield** au vu du resserrement significatif des spreads de crédit. Néanmoins, le portage reste attractif et le marché primaire offre de nombreuses opportunités.

Notre gamme s'est, de nouveau, bien comportée. Les fonds sont restés résilients en juin : les émetteurs français auxquels nous sommes exposés sont dotés de fondamentaux solides et nous avons été très sélectifs sur les noms High Yield. En parallèle, notre flexibilité et notre gestion dynamique des futures de taux nous a permis de rapidement solder notre exposition au 10 ans français pour aller sur les 10 ans américain et allemand.

## Focus sur **teva**

### Teva

Teva est un acteur majeur de l'industrie pharmaceutique des génériques. Le groupe développe en parallèle des médicaments d'origine (Copaxone, Austedo, Ajovy...) ainsi que des biosimilaires. Selon la nouvelle stratégie, la croissance des ventes sur ces segments devrait d'ailleurs entraîner un changement dans le mix du portefeuille, réduisant la part de génériques qui sont moins rentables. Teva génère la majorité de ses ventes en Amérique du Nord et en Europe. Enfin, le groupe a mis fin aux litiges concernant les opioïdes, en acceptant de payer 4,3 Mds\$ sur 13 ans, montant qui devrait être facilement couvert par la génération de cash.

### Points forts

- Leader sur les génériques
- Pipeline avec plusieurs médicaments clés
- Bonne capacité à générer du cash
- Priorité du management sur le désendettement
- Perspectives de croissance favorables avec notamment les biosimilaires

### Points faibles

- Pression sur les prix due à une forte concurrence, notamment aux États-Unis
- Perte de brevets sur certains médicaments (Copaxone)
- Risque de litiges bien que la visibilité soit dorénavant bien meilleure sur les opioïdes
- Potentielle reprise du M&A

### Actualités

Après plusieurs années de baisse des revenus due à la perte d'exclusivités sur son portefeuille de médicaments de marque (notamment Copaxone) et aux difficultés dans l'industrie des génériques aux États-Unis, Teva est sur le point de renouer avec la croissance grâce à une stratégie bien menée. Le groupe s'éloigne ainsi des médicaments génériques à faible marge pour se tourner vers les soins spécialisés (Austedo, Ajovy et Uzedy notamment) et les biosimilaires, dont la part des revenus devrait passer de 19% en 2022 à 32% en 2030. Les résultats en 2023 étaient d'ailleurs très prometteurs avec une bonne croissance des médicaments Austedo et Ajovy (hausse des ventes de +28% et +16% sur l'année). Le groupe affiche également une bonne génération de cash, et ce, malgré les premiers paiements en lien avec le litige des opioïdes. En parallèle, le groupe continue de réduire son niveau de dette qui avait bondi à la suite de l'acquisition d'Allergan en 2016. Au T1 2024, le groupe a ainsi atteint son plus bas niveau de levier depuis 8 ans : 3,7x contre un objectif de 2x en 2027. Pour le respecter, Teva applique une politique financière prudente (aucune distribution aux actionnaires et opérations de M&A limitées) et n'hésite pas à céder certaines activités telles que la production de principes actifs qui devrait être vendue en 2025.

### Point sur les obligations

Teva est un émetteur fréquent sur les marchés avec des souches en euro et dollar. Grâce à ses résultats satisfaisants, une liquidité plus qu'adéquate et une gestion proactive de sa dette, Teva ne rencontre pas de difficultés à se refinancer sur les marchés à l'image des 2,5 Mds\$ émis en 2023. Cette transaction avait permis de procéder à plusieurs offres de rachat de souches courtes. Côté notation, S&P a récemment relevé la perspective de la note BB- de Teva de Stable à Positive tandis que Moody's a confirmé la note Ba2 Stable du groupe.

### Obligations détenues dans nos fonds

	Teva 1,125% 10/2024	Teva 3,75% 05/2027	Teva 4,375% 05/2030
Prix (%)	99,1	97,8	97,03
Rendement à maturité	4,26%	4,63%	5,02%