

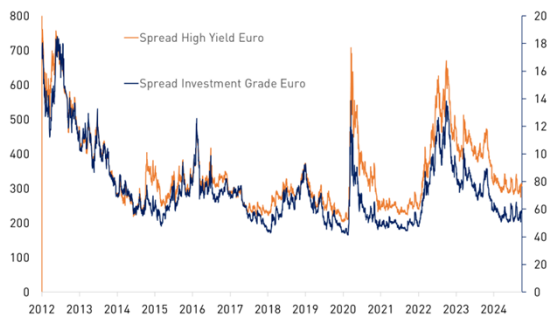


Les indicateurs du marché obligataire (au 30/09/2024)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	3,64%	3,56%	3,78%
Var 2024	-0,61	-0,29	-0,10
Allemagne	2,07%	1,95%	2,12%
Var 2024	-0,34	0,00	+0,10
France	2,31%	2,45%	2,92%
Var 2024	-0,63	+0,19	+0,36
Italie	2,52%	2,81%	3,45%
Var 2024	-0,47	-0,26	-0,25

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2024
High Yield	4,86%
Obligations AT1	9,99%
Hybrides corporates	6,03%
Subordonnées financières	6,07%
Obligations d'entreprises	3,72%
Obligations Euro	2,43%
Obligations d'État	1,93%

* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 30/09/2024

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

Aux États-Unis, le troisième trimestre a été marqué par l'apparition de craintes de récession. L'augmentation du taux de chômage en juillet, puis en août à 4,3%, et la poursuite de la contraction de l'activité industrielle depuis quasiment deux ans (!) ont, en effet, fait douter du consensuel atterrissage en douceur de l'économie américaine. Ce scénario reste néanmoins le plus probable : la croissance demeure vigoureuse avec un PIB à 3% au 2^{ème} trimestre et l'activité dans les services reste toujours particulièrement résiliente. En zone euro, les perspectives économiques restent grevées par la faiblesse de ses deux locomotives historiques : la France et l'Allemagne. La première reste pénalisée par l'absence de visibilité sur le plan politique quand la seconde subit de plein fouet la contraction de l'activité manufacturière mondiale, le ralentissement économique chinois et sa perte de compétitivité à l'international, qu'illustrent bien les difficultés des constructeurs automobiles outre-Rhin.

Côté banques centrales, Jerome Powell a (enfin) changé son fusil d'épaule lors du symposium de Jackson Hole en annonçant qu'il était temps d'ajuster la politique monétaire. Chose promise, chose due : la Fed a même frappé fort avec une 1^{ère} baisse de 50 bps actée dès septembre. Elle se focalise dorénavant sur la dualité de son mandat (stabilité des prix et plein emploi), d'autant plus que l'inflation, bien que résiliente au niveau des services, s'inscrit toujours dans une dynamique de tassement graduel. Le constat est le même en Europe, permettant à la BCE, après une pause en juillet, de réduire de 25 bps, pour la 2^{ème} fois, le taux de rémunération des dépôts. Bien que Christine Lagarde ait rappelé que le calendrier n'était en aucun cas prédéterminé pour les prochaines réunions, avec une croissance atone, la BCE n'a pas vraiment le choix quand bien même la composante service de l'inflation demeure un point d'attention.

Dans ce contexte, les investisseurs ont été prompts à réintégrer un cycle d'assouplissement monétaire plus agressif de la part des banques centrales. Les taux souverains ont ainsi fortement chuté à l'image des 10 ans américain et allemand qui ont dégringolé de -62 et -38 bps sur le trimestre. La baisse est encore plus massive sur les taux courts, permettant ainsi de normaliser les courbes de taux d'intérêt. Les pentes 2-10 ans américaine et allemande redeviennent même positives !

Le marché du crédit

Le marché du crédit s'est de nouveau avéré très résilient. Le stress de début août lié au débouclage de positions de carry trade sur le yen et aux craintes de récession américaine, dans un marché sans liquidité, a ainsi été rapidement dépassé. Sur le trimestre, les indices iTraxx Main et Xover se resserrent donc de -2 et -8 bps. En parallèle, les tensions géopolitiques sont persistantes (percée ukrainienne en Russie, absence de compromis à Gaza) et les risques politiques restent au centre de l'attention. Aux États-Unis, J. Biden s'est retiré de la campagne présidentielle pour laisser sa place à Kamala Harris qui semble bien positionnée dans certains États clés. Si la campagne présidentielle a, pour le moment, eu assez peu d'impact sur les spreads, le recul de la probabilité d'une victoire de Donald Trump a néanmoins contribué à soutenir les taux souverains du fait des risques inflationnistes liés à son programme. Notons également, en France, la désignation de M. Barnier au poste de Premier ministre qui a apporté un peu plus de visibilité mais sans dissiper les craintes du marché concernant un blocage de l'Assemblée nationale. Le spread OAT-Bund traite ainsi toujours aux alentours de 80 bps à fin septembre.

Le 3^{ème} trimestre s'est avéré très favorable pour le segment obligataire. On retrouve en tête, encore une fois, les Cocos, aussi bien sur le trimestre (+4,43%) que depuis le début d'année (+9,99%). Le High Yield, quant à lui, profite toujours d'un portage élevé (+2,78% sur le trimestre) et du resserrement des spreads. A noter d'ailleurs, le risque idiosyncratique s'éloigne : la majorité des émetteurs arrivent à se refinancer sans difficultés. Enfin, l'Investment Grade et les obligations souveraines ont cette fois profité de la forte baisse des taux et repassent dans le vert sur l'année (+3,43% et 4,15% sur le trimestre).

Enfin, sans surprise, le marché primaire a été très peu dynamique au cours de l'été mais la reprise a été intense. La majorité des émissions ont été accueillies favorablement avec des carnets d'ordres bien couverts et des primes d'émissions réduites. On notera d'ailleurs les très nombreuses transactions sous le format hybride et AT1 (Accor, Unicredit, KBC...), preuve de l'appétit pour le risque de la part des investisseurs. En septembre, le segment High Yield a également été actif avec plusieurs émetteurs notés « B » qui ont pu accéder au marché primaire avec succès.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Ce troisième trimestre reste positif pour la classe d'actifs obligataires qui affiche de bonnes performances depuis le début d'année, et ce, notamment pour les actifs les plus risqués (Hybrides, Coco, High Yield...). En parallèle, les taux de rendement restent historiquement attractifs avec en moyenne 5,9% sur le High Yield et 3,5% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- une exposition aux **points de courbe plus longs** au vu du cycle d'assouplissement monétaire qui a débuté aux États-Unis et 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 **sélective mais aussi opportuniste sur le segment High Yield**. Les spreads de crédit se sont fortement resserrés mais le portage reste attractif, le risque de refinancement s'éloigne et le marché primaire offre des primes d'émission très intéressantes.

Notre gamme s'est, de nouveau, bien comportée. Le positionnement sur des points de courbe plus longs dans de nombreux fonds a permis de pleinement profiter de la baisse des taux. En parallèle, notre sélection prudente sur les actifs risqués nous a permis de capter le portage attractif tout en évitant certains dossiers compliqués. Enfin, notre gestion dynamique des futures de taux nous a permis d'ajuster au mieux la duration, que nous avons d'ailleurs réduite en fin de trimestre jugeant le potentiel de baisse plus limité.

Focus sur



ITM – Les Mousquetaires

ITM est le 3^{ème} distributeur alimentaire français. Si le groupe génère la majorité de ses revenus en France (87% en 2023), il est aussi présent au Portugal (6%), en Pologne (4%) et en Belgique (3%). Outre l'alimentaire (66% des revenus), ITM opère également sur le segment de l'essence, de l'équipement ménager et du transport. Le groupe exerce son activité sous le format de groupement de 3 000 entrepreneurs indépendants financièrement et juridiquement. Ce format confère une grande agilité à ITM car ces propriétaires exploitants sont autonomes sur la fixation des prix et promotions ainsi que l'assortiment de produits, ce qui permet un meilleur ancrage local et des ajustements rapides selon le contexte économique.

Actualités

Grâce à son format dynamique de distributeurs indépendants, ITM a été une des seules enseignes au cours des dernières années à renforcer sa présence sur le territoire français. Le groupe a même profité de la restructuration de Casino pour acquérir 294 hypermarchés et supermarchés, passant ainsi de 17 à 19% de parts de marché. Le risque d'acquisition est d'ailleurs dorénavant réduit : le transfert des magasins Casino aux adhérents se déroule bien puisqu'une grande partie ont déjà trouvé preneurs auprès des adhérents. La pression sur l'endettement à la suite de cette acquisition ne devrait être que temporaire ; le groupe affiche une bonne génération de cash et s'est engagé à ramener son ratio à 1,8x fin 2026 via une accélération des cessions immobilières en 2024 et 2025. Il convient par ailleurs de noter qu'ITM affiche des fondamentaux solides, comme en attestent les résultats 2023/2024. Au S1 2024, le CA ressort à 20,8 Mds€ pour un EBIT de 235 Mi€, soit une marge de 1,1% identique à celle de 2023. La liquidité solide, de plus d'un milliard de cash, offre à ITM une marge de manœuvre significative. Enfin, il faut mentionner la concrétisation de l'Alliance aux achats Aura Retail avec Auchan et Casino sur une durée particulièrement longue de 10 ans. Celle-ci pèse pour 30% de parts de marché en France en alimentaire et permettra d'accroître considérablement le pouvoir de négociation auprès des grands groupes industriels.

Point sur les obligations

ITM a placé son emprunt obligataire inaugural de 300 Mi€ destiné à refinancer une partie du crédit relais obtenu pour financer le rachat des magasins Casino. L'obligation a été bien accueillie par le marché ; l'absence de notation a été largement compensée par la prime de rendements offerte lors de l'émission.

Obligation détenue dans nos fonds

Points forts

- Format dynamique du groupement d'indépendants
- Résultats financiers satisfaisants malgré l'inflation alimentaire
- Nette augmentation de la taille critique et de la puissance aux achats
- Marge d'EBITDA dans le haut de la fourchette du secteur et liquidité solide

Points faibles

- Volatilité au niveau de la génération de cash (impact du BFR)
- Endettement en hausse mais le groupe s'est engagé à le diminuer
- Forte exposition au marché français
- Risque d'exécution avec le rachat des magasins Casino même si une grande partie ont déjà été pré-alloués aux adhérents

	Prix (%)	Notation Interne estimée	Rendement
ITM Entreprise 5,75% 07/2029	101,49 (émission à 100)	BBB-	5,37% à maturité