

Environnement de marché

L'attaque de l'Ukraine par la Russie le 24 février n'avait, le 28 février, soit quatre jours plus tard, que **partiellement corrigé un fort mouvement haussier des taux souverains** amorcé en janvier. Le facteur dominant résidait encore dans **les perspectives de hausse des taux directeurs par les banques centrales**, perspectives renforcées **par le discours de Mme Lagarde le 4 février, qui avait surpris le marché par sa tonalité moins accommodante qu'attendu**. Sur le mois, **les taux ont nettement augmenté, surtout en zone euro**. Le mouvement a été plus marqué pour les pays périphériques que pour les pays « Core », **avec +33 pb (Espagne) à +41 pb de hausse (Italie) pour les taux à 10 ans, et même +63 pb en Grèce, contre « seulement » +12 pb pour le Bund, dont le rendement redevient clairement positif, à +0,13%, et +18 pb pour l'OAT**. Les États-Unis ont subi le même mouvement, quoique dans de moindres proportions. Il est vrai qu'au cours du mois précédent le rendement du **T-Note** avait bien plus progressé que celui de ses homologues européens. **Il limite sa hausse à +5 pb pour février, finissant à 1,83%**. Les États-Unis sont par ailleurs moins directement impactés par le conflit européen. **L'inflation persistante et maintenant la guerre et les sanctions jettent une ombre envahissante sur les perspectives de croissance**, ce qui a pesé sur **les indices de crédit qui s'écartent tous, de +40 pb pour le crédit IG, à +72 pb pour le crédit Corporate HY et jusqu'à +115 pb pour le crédit Émergent Corporate HY**.

Évolution des taux souverains / indices de crédit

	28/02/2022	VARIATION		SPREAD LEVEL ¹	OAS SPREAD VARIATION	TOTAL RETURN 1M
Souverain 10 ans						
Italie	1,71	41	Investment Grade (ER00)	148	40	-2,65%
Espagne	1,11	37	Corporate IG (EN00)	146	40	-2,86%
France	0,60	18	Financières IG (EB00)	150	40	-2,25%
Allemagne	0,13	12	Senior Financier (EBXS)	133	36	-2,05%
Portugal	0,99	33	Sub Financières (EBSU)	230	62	-3,14%
Grèce	2,51	63	Hybrid Corporate IG (ENSU)	277	61	-3,90%
États-Unis	1,83	5	Hybrid Corporate HY (HNEC)	326	65	-4,94%
Corporate			Corporate HY (HEAE)	450	72	-3,09%
ITRX MAIN	71	12	Contingent Convertible (JP AT1)*	439	57	-3,17%
ITRX XOVER	346	58	Emergent Corporate IG (EMIB)	207	60	-3,27%
ITRX SENIOR FIN	81	14	Emergent Corporate HY (EMHB)	751	115	-4,96%
ITRX SUB FIN	151	24				

Crédit Corporate Investment Grade | Les marges se sont fortement écartées tant sur la partie senior (+39 pb) que sur la partie hybride (+61 pb) dans un contexte de forte volatilité, d'aversion au risque et de tensions géopolitiques croissantes. L'offensive russe sur l'Ukraine, le 24 février, a accentué le mouvement d'écartement sur les marges de crédit accompagné d'un mouvement de « *flight to safety* » et d'une baisse de la liquidité sur les marchés. Naturellement, les émetteurs russes ont nettement sous-performé (*Russian Railways, Gazprom*) ainsi que les émetteurs les plus exposés à la Russie (*Fortum, Wintershall...*). Les maturités courtes se sont davantage écartées et le mouvement de décompression des spreads A-BBB se poursuit. Les publications de résultats ont été, dans l'ensemble, en ligne avec les attentes tels *ENI, EDP, Airbus, Publicis*. **SBB** a sous-performé suite au rapport de *Viceroy* et bien que **SBB** ait indiqué que de telles déclarations étaient fausses et trompeuses. **Atos** était à l'écartement après un « profit warning » suite à une révision à la baisse de son CA et de sa marge opérationnelle. **Hella** a vu sa notation dégradée de deux crans par Moody's (de « Baa1 » à « Baa3 ») assortie d'une perspective négative suite à l'acquisition de 79,5% de son capital par *Faurecia*. **Fitch** a également dégradé la notation d'**Enel** (de « A- » à « BBB+ ») en ligne avec les autres agences compte tenu de l'augmentation attendue de son levier. S&P et Moody's ont dégradé d'un cran **EDF** à « Baa1 » et « BBB » avec une perspective négative.

Source : Lazard Frères Gestion, au 28 Février 2022.

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. Ces titres sont cités à titre purement indicatif et pourraient ne pas être présents dans nos portefeuilles. A titre illustratif uniquement, ne constitue pas un conseil ou une recommandation. 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

Sur le marché primaire, les volumes ont fondu avec seulement 14,2Mds€ d'émission, soit une baisse de 28% par rapport à ceux de février 2021. Plus de 70% des émissions ont concerné des émetteurs avec une notation supérieure à « BBB+ ».

Malgré le contexte, le marché hybride a été légèrement actif avec deux opérations réalisées par *Deutsche Boerse* (26NC6 pour 500M€) et *Terna* (PerpNC6 green pour 1Md€). Les formats ESG ont représenté seulement 14% des flux, en net retrait par rapport à la dynamique des derniers mois. Le marché primaire pourrait continuer de tourner au ralenti en l'absence d'améliorations géopolitiques sur les prochaines semaines. Les flux sur le mois sont négatifs pour la classe d'actifs avec un « outflow » de plus de 4Mds€.

Dettes financières | À l'issue de la période de publication des résultats, les institutions de crédit affichent des profils de crédit très solides, avec d'excellentes perspectives, comme témoigné par les différents plans stratégiques présentés. Les assureurs ont également commencé à publier de bons résultats, conformes aux attentes.

Fitch a relevé la notation des quatre banques grecques d'un ou deux crans, tout en maintenant une perspective positive pour celles ayant les notations les plus faibles.

En Italie, *Monte dei Paschi* remplace son CEO par Luigi Lovaglio, l'ancien PDG de *Creval* et *Pekao*, et publie également des résultats supérieurs aux attentes avec un bénéfice net de +309M€ pour l'année 2021.

Le marché primaire fut très calme et virtuellement inexistant sur la partie subordonnée, du fait des conditions de marché et du volume élevé d'émissions placées en début d'année.

Les obligations financières ont souffert des nouvelles venant de l'est, ce qui fut davantage visible sur les institutions ayant une exposition directe à la Russie. Toutefois, nous notons que généralement l'impact est largement absorbable, et que même le management de *Raiffeisen* a gardé une posture confiante sur la gestion de sa filiale locale dans un scénario négatif – tout en supprimant le dividende sur l'année. Les obligations *Legacy* « Disco » et « CMS », perpétuelles à taux variable et remboursables chaque trimestre, ont été sous pression après que la banque norvégienne *DNB* a confirmé de façon ferme vouloir conserver ces instruments au bilan.

Sur le front de la consolidation, *Bper Banca* a annoncé l'acquisition de la participation de contrôle dans *Carige*, détenue par le FITD (qui injectera par la suite 530M€ dans *Carige*), pour un euro. Au Pays-Bas, *NN Life & Pensions* a racheté les parts minoritaires de la Joint-Venture assurantielle développée avec *ABN Amro*.

La BCE a publié les résultats de son processus de surveillance et d'évaluation (SREP) pour 2021 : les exigences globales de fonds propres augmentent marginalement pour s'établir à 15,1 % des actifs pondérés en fonction des risques en 2022, et les exigences CET1 passent à 10,6 %.

Crédit Corporate High Yield | Les spreads s'écartent de +72 pb sur le mois, affectés dans un premier temps par l'environnement des taux défavorable et dans un deuxième temps par le déclenchement de la guerre en Ukraine. Dans ce contexte, nous avons continué à observer une légère décompression des spreads de 14 pb entre les crédits « B » et « BB ». Néanmoins, la moindre sensibilité aux taux et un niveau de portage plus élevé ont abouti à une surperformance des notations « B » en absolu. De plus, nous notons une sous-performance des hybrides (notées « BB » pour la plupart) qui sont affectées par le risque (théorique) d'extension à la faveur de la montée des taux.

D'un point de vue sectoriel, tous les secteurs sont dans le rouge avec notamment l'énergie à cause de l'exposition à la Russie (*Wintershall*, *Saipem*), ainsi que les services collectifs et les valeurs immobilières, secteurs très concentrés sur les hybrides (*EDF*, *EDP*, *SBB*, *CPI Property*).

Sans surprise, dans cet environnement tendu, le marché primaire est resté atone : 3,3Mds€ de titres « B » seulement ont été émis, partagées entre 5 émissions dont 3 opérations de refinancements (*Loxam*, *WFS*, *Sazka*).

Les résultats du quatrième trimestre commencent à être publiés (jusqu'à fin avril pour le High Yield) et sont globalement de bonne facture (*Vallourec*, *CGG*, *Constellium*, *Cirsa*, entre autres) alors que *Ontex* et *Altice France* déçoivent. Le premier a été impacté par la hausse des coûts matières et le second par un ralentissement du chiffre d'affaires. Enfin, *Refresco* est racheté en partie par *KKR*, qui deviendra actionnaire majoritaire aux côtés de *PAI Partners* et *BCI*, qui avait tenté dans un premier temps une IPO.

Source : Lazard Frères Gestion, au 28 Février 2022.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Ces titres sont cités à titre purement indicatif et pourraient ne pas être présents dans nos portefeuilles. A titre illustratif uniquement, ne constitue pas un conseil ou une recommandation. 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

Perspectives

Environnement de marché

- **L'impact économique de la guerre** menée par la Russie contre l'Ukraine **porte essentiellement sur les prix des matières premières**. Cette crise intervient alors que les économies occidentales sortaient de la vague Omicron et que les fondamentaux de la croissance sont bons.
- Le **ralentissement devrait rester limité aux États-Unis**, il sera **plus fort dans la zone euro**. Toutefois, le marché du travail était en train de s'y tendre également. La **prolongation de la période d'inflation forte**, du fait de la hausse des prix de l'énergie, **pourrait également jouer sur les anticipations**. La crise actuelle ne va faire qu'amplifier les pressions inflationnistes.
- Les **spreads de crédit commencent à offrir des niveaux intéressants**. Sur le haut rendement, les spreads actuels reflètent un taux de défaut à 4,2% alors que les prévisions de Moody's à horizon un an sont à 2,3%.
- Les fonds Euro Crédit ont subi de forts rachats depuis le début de l'année, et les flux resteront donc à surveiller au cours des prochaines semaines.

Positionnement

- **Sous-exposition en duration (US & Euro)**.
- Surpondération **High Yield, dettes subordonnées (AT1)** de maturités courtes/intermédiaires.
- Surpondération de la **zone périphérique, les secteurs cycliques et financiers**.

Informations importantes

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle 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 cette présentation et est susceptible de 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.

Document achevé de rédiger le 09 mars 2022.