

Environnement de marché

Destins contraires des taux souverains qui progressent encore en Europe mais se tassent aux États-Unis. Jusqu'au 6 mai, lendemain d'une hausse de 50 pb des Fed Funds, la hausse était conjointe, signe que les marchés se convainquaient de la capacité des banques centrales à lutter contre l'inflation sans trop écorner la croissance. Mais par la suite, les taux européens ont repris leur tendance haussière jusqu'à la fin du mois, plus sensibles que les taux US au thème de la fragilité de la croissance, alors que la BCE a plutôt durci encore son discours en fin de mois. Résultat, **le Bund a progressé de 18 pb pour finir à 1,12%, suivi en ce sens par les autres pays dans un respect de la hiérarchie des risques qui accroît encore les spreads périphériques vs core (le spread Italie/Allemagne atteint 200 pb)**. Cela pourrait raviver les craintes de fragmentation dans la zone, à mesure que la BCE resserrera sa politique monétaire. **Aux États-Unis, le taux du T-Note 10 ans a finalement baissé de 9 pb, pour finir à 2,85%, après le pic du 6 mai où il avait largement passé la barre symbolique des 3% (3,12%)**. La croissance y est regardée comme plus résiliente et une très forte inflexion de la politique monétaire, qui a démarré, est déjà intégrée, alors que la problématique du coût de l'énergie est tout autre. Dans ce contexte général relativement adverse, **la relative résistance du crédit est à souligner. Les indices (en spreads) sont certes à nouveau orientés à la hausse mais en hausse modérée, de +5 à +12 pb selon les indices (et +23 pb pour le High Yield corporate)**.

Évolution des taux souverains / indices de crédit

	31/05/2022	VARIATION		SPREAD LEVEL ¹	OAS SPREAD VARIATION	TOTAL RETURN 1M
Souverain 10 ans						
Italie	3,12	34	Investment Grade (ER00)	160	9	-1,28%
Espagne	2,22	25	Corporate IG (EN00)	158	12	-1,56%
France	1,64	18	Financières IG (EB00)	164	5	-0,79%
Allemagne	1,12	18	Senior Financier (EBXS)	147	5	-0,76%
Portugal	2,25	24	Sub Financières (EBSU)	245	5	-0,94%
Grèce	3,56	24	Hybrid Corporate IG (ENSU)	285	-9	-0,48%
États-Unis	2,85	-9	Hybrid Corporate HY (HNEC)	338	9	-1,82%
Corporate			Corporate HY (HEAE)	496	23	-1,35%
ITRX MAIN	88	-3	Contingent Convertible (JP AT1)*	460	-9	-0,35%
ITRX XOVER	438	10	Emergent Corporate IG (EMIB)	177	11	-0,12%
ITRX SENIOR FIN	97	-4	Emergent Corporate HY (EMHB)	684	42	-1,31%
ITRX SUB FIN	185	-12				

Crédit Corporate Investment Grade | Les marges évoluent de manière contrastée : elles se sont écartées de +13 pb sur la partie senior et se sont resserrées de -9 pb sur les hybrides dans un contexte d'inflation en zone euro et de resserrement des politiques monétaires à venir. Les secteurs de l'automobile (porté par *Volkswagen*) et du transport (*Ryanair*, *Easyjet*) étaient bien orientés et ont surperformé notamment en fin de mois. A l'inverse, les foncières (*CPI Property*, *Unibail*, *Mercialys*, *Carmila*), la chimie et le secteur des services collectifs étaient à la peine. **EDF** (BBB) a été placé sous surveillance négative par S&P faisant suite aux prévisions de production d'électricité nucléaire revues à la baisse. Enfin, Fitch a amélioré la perspective de notation de **Sanofi** (« A+ ») de stable à positive, a rehaussé d'un cran la notation de **Saint-Gobain** (à « BBB+ ») et a placé la notation d'**APRR** sous surveillance positive.

Sur le marché primaire, l'activité a bien repris, avec plus de 33 Mds€ d'émissions (+7,5% par rapport à mai 2021), après un mois d'avril très peu actif. Les opérations multi-tranches ont représenté près de 70% des volumes avec notamment **National Grid**, **Suez**, **Visa** et **McDonalds**. Les formats ESG ont compté pour 40% des émissions avec notamment **Tennet**, **Suez**, **Hera**, **Rwe**, **Evonik**, **Prologis**, **Telefonica**. Aucune souche hybride n'a été placée sur le mois. Les investisseurs se montrent prudents, attentifs et sélectifs. Plusieurs émetteurs tels que **TDC**, ont renoncé à leurs projets d'émissions. La demande a naturellement diminué avec un taux de couverture moyen plus faible et des primes concédées plus importantes. **Les flux sur le mois sont négatifs pour la classe d'actifs (environ -2,7 Mds€).**

Source : Lazard Frères Gestion, JP Morgan, au 31 Mai 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.

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

Dettes financières | Les spreads des dettes financières se sont écartés sur la partie **Senior (+5 pb) et Tier 2 IG (+25 pb)** sur le mois, en revanche, les marges des **AT1 sont inchangées et celles en euro se sont même légèrement resserrées (-17 pb)**. Le marché primaire a rouvert après la période de blackout. *AXA, Athora, Svenska Handelsbanken* et *Erste* ont émis de la dette Tier 2 en €, *SEB* est venue émettre une AT1 en \$, avec globalement une **prime de nouvelle émission comprise entre +10 pb et +20 pb**. *Deutsche Pfandbriefbank* a préféré ne pas rappeler sa dette Tier 2 au vu des conditions de marché actuelles, ce qui devrait rester un événement exceptionnel. Avec le remboursement de son AT1, **CaixaBank continue la série parfaite de rappels sur l'année**.

La saison des résultats s'est conclue avec des **publications supérieures aux attentes**, caractérisées par de solides résultats bruts d'exploitation; par ailleurs les **risques liés au conflit ont été largement provisionnés** dès ce trimestre. Les ratios CET1 se sont légèrement détériorés du fait des évolutions réglementaires et des distributions.

De **nombreuses améliorations de notation** (*Generali, Banco BPM, Axa, Nova Ljubljanska, Athora, Banques irlandaises*) et de perspectives (*Commerzbank*) ont été effectuées par les agences de notation sur le mois. En revanche, **la note de Crédit Suisse a été dégradée par S&P et Fitch**, tandis que Moody's a changé la perspective à négative. **S&P a confirmé le rating de Allianz à « AA », malgré le dédommagement de 6 Mds\$ versé suite à l'affaire « Structured Alpha Funds ».**

Le **CEO de la Société Générale a déclaré qu'il ne renouvellerait pas son mandat**, et par ailleurs la banque a annoncé avoir **finalisé la cession de sa filiale russe**, avec un impact nettement plus faible qu'attendu sur son ratio CET1.

Le comité de Bâle a donné son feu vert pour traiter la zone euro comme un seul marché afin de déterminer les exigences de capital. Les banques dont le siège est situé dans l'union bancaire européenne vont ainsi voir les expositions transfrontalières au sein du bloc traitées comme des expositions nationales, qui sont considérées comme moins risquées. Cela devrait faciliter le M&A transfrontalier, car une telle opération ne déclencherait pas automatiquement une exigence de capital supplémentaire.

Crédit Corporate High Yield | Un nouveau **mois d'écartement sur le crédit High Yield (+23 pb)**, dû au renforcement des craintes sur le cycle de croissance mondiale dans le contexte géopolitique actuel. La situation en Chine, ainsi que l'inflation galopante requièrent en effet le durcissement des politiques monétaires. Dans cet environnement adverse au risque, **les notations les plus faibles ont le moins bien performé** avec notamment **une meilleure résistance des crédits « BB » vis-à-vis des crédits « B »** malgré la hausse des taux, tendance qui a débuté à partir de mi-avril.

Le **marché primaire a redémarré** lentement son activité avec **4 émetteurs** qui ont placé près de **2 Mds€ d'émissions**, dont 2 nouveaux entrants amenés à faire des fortes concessions pour susciter l'intérêt des investisseurs. Les émetteurs réguliers bien notés se sont mieux placés (*Volvo* et *Elis*).

D'un point de vue sectoriel, **tous les secteurs sont dans le rouge à l'exception de la santé** qui profite de ses caractéristiques défensives et se redresse après la baisse du mois dernier. **Le secteur immobilier** souffre le plus, pénalisé à la fois par le **risque d'extension sur les hybrides** (*Castellum, CPI*) et le **risque idiosyncratique de Adler** qui voit sa **note S&P abaissée à « CCC » avec une perspective négative**. Enfin, **le commerce de détail** (*Douglas, HSE*), **les biens de consommation** (*Oriflame, Energizer*) pâtissent de l'effet de l'inflation sur les marges et d'un ralentissement potentiel de la demande.

Côté news, **Atalian** bondit de 9% suite aux rumeurs de l'intérêt du fonds *CD&R* pour une éventuelle opération de rapprochement avec *OCS Group*. **House of HR** est en hausse suite à l'annonce du rachat des parts majoritaires par *Bain Capital* qui prévoit également un refinancement des obligations existantes. **Air France** a enfin lancé une recapitalisation à hauteur de 2,2 Mds€ dont 1,7 M€ affectés au remboursement des titres subordonnés. Parmi les souscripteurs de l'augmentation de capital on compte aussi **CMA CGM** qui a annoncé un **accord stratégique de long terme dans le fret aérien**.

Perspectives

Environnement de marché

- Face aux pressions inflationnistes persistantes, **les banques centrales continuent de durcir le ton**. Le pic d'inflation n'est toujours pas derrière nous (CPI américain sur 1 an glissant à 8,6% en mai après 8,3% en avril).
- En zone euro, **la BCE confirme l'arrêt de son programme d'achats de dettes fin juin** et annonce entamer son cycle de hausse de taux dès juillet. Le taux de refinancement déduit des anticipations de marché en fin d'année est désormais proche de +1,50% contre -0,50% aujourd'hui.
- **La tension sur les taux et l'écartement des spreads devraient donc se poursuivre.**
- Des **flux sortants ont de nouveau été observés en mai** sur le crédit euro, **point clé qui reste à surveiller.**
- **Le portage sur les classes d'actifs crédit devient plus attractif** mais reste, au moins pour la catégorie Investment Grade, toujours insuffisant pour contrebalancer l'effet négatif lié à la poursuite de la hausse des taux obligataires que nous anticipons.

Positionnement

- **Sous-exposition en duration (US & Euro).**
- **État : surpondération des obligations européennes indexées sur l'inflation**
- **Crédit : positionnement neutre sur le crédit Investment Grade, High Yield et dettes subordonnées sur des maturités courtes.**

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 10 juin 2022.