

## BILAN PREMIER SEMETRE 2022

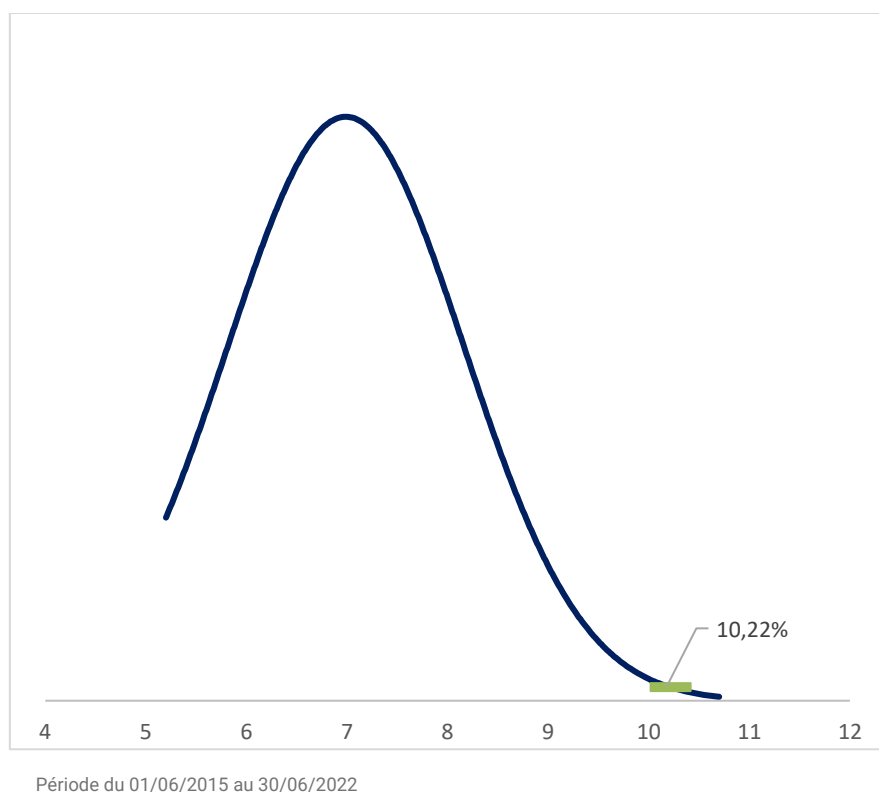
– Quelles perspectives pour la dette émergente ? –

Indices & Fonds	Performances Juin 2022	Performances YTD
<i>IVO Short Duration SRI</i>	-4,0%	-10,8%
<i>IVO Global Opportunities</i>	-4,5%	-11,6%
<i>IVO Fixed Income</i>	-4,4%	-12,3%
<i>High Yield européen</i>	-6,6%	-14,0%
<i>High Yield US</i>	-6,8%	-14,4%
<i>Convertible Monde</i>	-1,5%	-14,8%
<i>CEMBI Broad</i>	-3,0%	-15,8%
<i>CEMBI High Yield</i>	-4,7%	-16,4%
<i>EUROSTOXX 50</i>	-9,4%	-18,6%
<i>MSCI EM</i>	-7,4%	-19,8%
<i>S&amp;P 500</i>	-8,4%	-21,0%
<i>NASDAQ</i>	-8,9%	-30,3%

\*Performances en EUR

En juin, comme depuis le début de l'année, les marchés, toutes classes d'actifs confondus continuent leur processus de recherche de prix (price discovery). Le marché doit s'ajuster, parce que les taux évoluent, et parce que les bénéfices des entreprises peuvent être sous pression du fait du ralentissement de croissance mondiale mais aussi des pressions inflationnistes sur leurs marges. Ce mois-ci, et principalement par contagion de ce qu'il s'est passé sur les marchés High Yield des pays développés (-6.6% sur le mois pour le High Yield européen et -6.8% sur le High Yield US, qui eux, sont constitués de sociétés potentiellement vulnérables du fait d'un niveau d'endettement largement plus élevés que les émetteurs émergents), les obligations corporate émergentes High Yield ont, quant à elles, reculé de -4.7% ce qui a propulsé les nouveaux niveaux de rendement au-dessus de 10% (en USD) par an pour une durée de 3.5 ans (un évènement très rare qui ne s'est produit que 3 fois sur les 15 dernières années, que l'on observe sur la courbe de Gauss ci-après).

## DISTRIBUTION DES YIELD-TO-WORST DU CEMBI HIGH YIELD (EN USD)



### I. Le bébé et l'eau du bain

Être emporté par ricochet de manière déconnectée du sous-jacent est la définition d'un sell-off. Jusqu'ici notre marché était risk-off mais il n'y avait pas eu de réel sell-off. La déconnexion avec les fondamentaux était déjà claire mais, comme nous l'avions évoqué lors de la présentation de nos perspectives en ce début d'année 2022, risk-off n'est pas sell-off et les vagues de sell-off peuvent encore arriver.

Ces vagues ne changent ni la thèse d'investissement ni l'opportunité, déjà claire, elles ne font qu'accentuer cette déconnexion macro/micro qui permet d'acheter encore moins cher des actifs de qualité et d'emporter encore plus de cette valeur embarquée propre aux obligations.

Ces vagues de sell-off sont évidemment encore possibles mais elles ne sont ni certaines ni faciles à prédire, d'autant plus que pour notre univers, elles dépendent fortement des mouvements sur le High Yield US. Dans les phases de sell-off internationaux, les marchés corporates émergents ne réagissent pas encore sur la base de leurs propres fondamentaux.

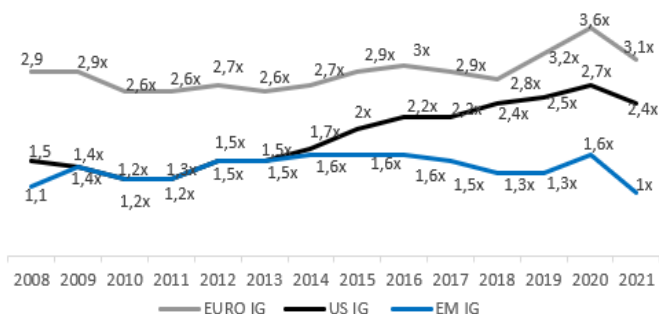
Avec des niveaux de spreads, et pas seulement de taux, sur le High Yield US qui ont atteint au cours du mois de juin leurs plus hauts niveaux depuis mars 2020, le segment High Yield US a décroché, enregistrant une baisse historique de -6.8% sur le mois (-14% depuis le début de l'année) le High Yield US a fait désormais un « bout significatif » du chemin en termes de potentiel de capitulation donc cela réduit les risques de ricochets sur notre classe d'actifs comme ce mois-ci..

## II. Déconnexion entre la macro et la micro

A l'exception de certains secteurs comme l'immobilier chinois, l'univers corporate HY émergent est représenté par des entreprises dont les fondamentaux sont excellents (comme jamais historiquement), présentant des niveaux d'endettement inférieurs à l'Investment Grade US et européen.

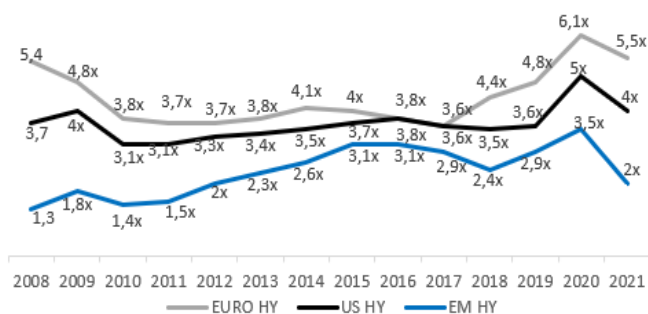
### Leviers d'endettement nets sur l'Investment Grade

#### Evolution des leviers d'endettement



### Leviers d'endettement nets sur le High Yield

#### Evolution des leviers d'endettement



Le segment High Yield européen culmine à 5.5x de ratio d'endettement net moyen des entreprises (Dette Nette/EBITDA), le High Yield US à 4x et le High Yield émergent à 2x seulement.

Si l'on peut comprendre la nécessité d'un ajustement des prix sur le High Yield US et du high yield européen du fait du niveau moyen d'endettement élevé alors que le cycle économique se retourne, le même ajustement sur le corporate émergent, qui est respectivement 2x et 3x moins endetté, montre que le repricing émergent n'est pas lié au fondamentaux micro des entreprises mais au ricochet mécanique du sell off.

Par conséquent, le corporate High Yield émergent se trouve à des niveaux de rendements historiquement élevés alors que les sociétés sont historiquement peu endettées. Et que dire si l'on ajoute à cela la différence de mix sectoriel entre les géographies, qui fait que la représentation des matières premières (rare secteur gagnant de l'année) dans l'univers émergent est très importante.

Pour terminer, grâce notamment à un marché primaire particulièrement actif l'an dernier, les sociétés émergentes n'ont pas spécialement de mur de liquidité à affronter et, compte tenu du contexte global, les entreprises ne sont pas agressives, les investissements (CAPEX) sont très mesurés.

## III. La valeur embarquée et « l'élastique » des obligations vs actions dans l'incertitude

Avec de fortes décotes désormais par rapport à leur valeur de remboursement au Par (le prix moyen du fonds IVO Fixed Income est de 78.5), les obligations d'entreprises émergentes offrent probablement un des meilleurs couple rendement/risque de l'ensemble des classes d'actifs.

Avec des rendements sur le fonds de 12.4% par an (ajustés des rendements ukrainiens et chinois qui survaloriseraient le niveau de rendement quand on ne les retraite pas), une duration de 3.4, la valeur embarquée est spectaculaire alors que la baisse potentielle des profits liée au ralentissement économique, qui inquiète les marchés en général, est, pour des entreprises faiblement endettées, surtout un problème d'actionnaires plutôt que de créanciers (surtout si on ajoute à cela le fait que le CAPEX est ralenti ce qui est généralement favorable aux créanciers et moins aux actionnaires pour la croissance de la valeur long terme de l'entreprise).

Si l'on anticipe encore des baisses sur le marché, notamment sur le High Yield US, il y aura mécaniquement des moments encore plus opportuns pour profiter de l'opportunité déjà existante sur les corporates émergentes. Cependant, si l'on ne cherche pas à « timer » précisément le marché (*bottom fishing*) ou que l'on pense que le High Yield US est très attractif à ces niveaux, alors l'opportunité de ce point d'entrée vis-à-vis du rendement/risque sur les corporates émergentes est excellent. Il l'est d'autant plus que cette valeur embarquée se matérialisera indépendamment du sentiment de marché, grâce à des niveaux de duration faible (3.4 ans) et des niveaux de coupon élevés (supérieurs à 9%).

Contrairement aux actions, « l'élastique » du rebond ne dépend pas du retour des taux aux niveaux pré-crise, comme on l'entend de plus en plus du côté des actions. Théoriquement, pour revenir au niveau de valorisations pré-crise sur les actions, il faudrait que les taux baissent jusqu'aux niveaux pré-crise et/ou que les résultats des entreprises soient meilleurs qu'ils n'étaient attendus pré-crise.

C'est pourquoi nous suggérons évidemment des points d'entrée au niveau actuel de rendement, mais en plusieurs fois, afin de ne pas laisser passer l'opportunité, tout en évitant de gros mouvements éventuels de « mark-to-market ».