



Carmignac P. Credit : La Lettre des Gérants

Auteur(s)
Pierre Verlé, Alexandre Deneuveille

Publié
13 Avril 2023

Longuet
7 mi

+1.30%

Performance de Carmignac
P. Credit
au 1^{er} trimestre 2023 pour
la part A EUR Acc

+1.85%

Performance de
l'indicateur de référence
au 1^{er} trimestre 2023
(indice 75% ICE BofA Euro
Corporate Index et 25% ICE
BofA Euro High Yield)

+4.87%

Performance annualisée
sur 3 ans pour le fonds,
contre -0,36% pour son
indicateur de référence¹.

Carmignac Portfolio Credit affiche une hausse de 1,30% depuis le début de l'année, contre une progression de 1,85% pour son indicateur de référence¹.

Retour sur le premier trimestre de 2023

De nombreux faits marquants ont jalonné le premier trimestre, au premier rang desquels la faillite de plusieurs banques aux États-Unis et la chute de Credit Suisse en Europe. **Bien que le secteur bancaire puisse rester en proie à des tensions et que d'autres dominos risquent de tomber à leur tour, il nous paraît peu probable que ces incidents entraînent un « arrêt cardiaque » du système financier similaire à celui que nous avons connu en 2008.** Paradoxalement, les événements de ces dernières semaines semblent démontrer l'efficacité des réformes et réglementations mises en place au cours des 15 dernières années (à cet égard, notons que c'est l'assouplissement de la réglementation décidé sous l'administration Trump qui a rendu possible la faillite de SVB). Si SVB et Credit Suisse n'étaient sans doute pas les établissements les mieux gérés de la place, ils ont en effet bénéficié de l'existence d'amortisseurs qui auraient suffi à absorber les conséquences de leurs erreurs en l'absence d'une crise de confiance. En outre, loin d'être passives, les instances de réglementation n'ont pas hésité à agir avec détermination et pragmatisme pour éviter toute contagion.

Plus précisément, nous ne prévoyons absolument pas la disparition du marché des obligations convertibles contingentes (« AT1 ») suite à la reprise de Credit Suisse (CS) par UBS. Le marché a réagi le lundi suivant l'annonce de la fusion, sans doute davantage en raison de la subordination effective des obligations AT1 de Credit Suisse aux actions qu'au fait que leur valeur soit ramenée à zéro. L'annulation totale de ces obligations junior subordonnées, des instruments conçus précisément pour faciliter les fusions rendues nécessaires par les circonstances, n'a en effet aucunement pris le marché au dépourvu. Les trois milliards et quelques de dollars payés aux actionnaires de Credit Suisse ont toutefois créé un certain malaise, voire la crainte que l'opération n'anéantisse le marché des AT1. Les instances de réglementation européennes (ABE, CRU, BCE, Banque d'Angleterre) ont aussitôt rappelé que les actions étaient plus exposées aux pertes que les obligations les plus risquées, tandis que les participants au marché se rendaient compte qu'il s'agissait non seulement d'une spécificité suisse, mais aussi, et même plus vraisemblablement, d'une négociation tactique ad hoc avec le principal actionnaire de Credit Suisse. Après avoir atteint le 20 mars des sommets jamais vus depuis mars 2020, les marges de crédit des obligations des banques protégées par la possibilité d'un renflouement interne (bail-in) sont rapidement repassées en dessous des niveaux atteints à la clôture de la semaine précédente, ce qui n'a rien d'étonnant pour les obligations de la holding, pour la dette senior non privilégiée ou pour les titres de créance subordonnés de catégorie Tier 2 (même les obligations convertibles contingentes Tier 2 de Credit Suisse ont été épargnées par la FINMA et les participants au marché se sont rendu compte à quel point il aurait été difficile de déprécier d'autres catégories d'obligations que les AT1). Si la majeure partie des spreads des AT1 sont à présent plus larges qu'au moment de la remise à zéro de ces titres, ce qui laisse supposer que la plupart des émetteurs n'auraient pas intérêt à les refinancer s'ils étaient remboursables par anticipation aujourd'hui, ils se maintiennent dans la même marge de fluctuation sachant que les *spreads* des émetteurs les mieux notés se sont stabilisés à 100-150 points de base au-dessus de leur niveau de début mars. **La stabilité de ce marché est vraiment remarquable sachant qu'environ 7% de ses encours ont été purement et simplement anéantis en un week-end.**

Si les faits marquants du trimestre n'étaient finalement pas les symptômes d'une gangrène généralisée du système financier, ils n'en ont pas moins montré les conséquences inévitables d'une hausse du coût du capital au cours d'un cycle de crédit. **Ce constat rejoint notre vision d'une multiplication des incidents de crédit au cours des prochaines années, un phénomène plutôt sain et générateur de performance.** Certains poids deviennent en effet trop lourds pour s'en encombrer éternellement, surtout s'ils se révèlent en plus susceptibles d'engendrer de graves problèmes. Par ailleurs, cette évolution du cycle est d'autant plus accentuée que nous sortons d'une longue période de répression financière pendant laquelle l'argent ne coûtait quasiment rien. Ces dix dernières années, les émetteurs les mieux notés ont ainsi pu régulièrement et durablement emprunter à des taux proches de 0%. **A ce coût, les conditions d'octroi peuvent vite se relâcher, et le jour où 0% devient 5%, des ajustements deviennent inéluctables.** De même, ces dix dernières années, les sociétés notées B ont pu facilement emprunter à moins de 5%. Même les émetteurs en difficulté pouvaient supporter un endettement très élevé, ce qui devient impossible lorsque 5% deviennent 10% ou plus (nous avons vu de solides émetteurs à haut rendement emprunter à plus de 13% au cours du trimestre !). **Il s'ensuit que les défaillances sont vouées à monter en flèche par rapport au niveau exceptionnellement bas qui prévalait ces derniers temps.**

Perspectives

Le contexte actuel est idéal pour les gérants qui sélectionnent les obligations avec une approche fondamentale. De manière générale, désormais, **le risque fondamental est rémunéré généreusement, voire très généreusement pour ceux qui sont prêts à fournir les efforts d'analyse requis pour bien saisir les argumentaires d'investissement plus complexes.** Le portefeuille de Carmignac Portfolio Credit est bien diversifié et équilibré, avec encore quelque 10% de couvertures par le biais de CDS sur les indices à haut rendement, une note de crédit moyenne de BB+ et un rendement supérieur à 10% (source Carmignac, 31/03/2023). Tout cela s'entend avant l'examen des possibilités de remboursement anticipé qu'offrent un grand nombre de nos émetteurs : dans bien des cas, ils auront tout intérêt à rembourser les détenteurs avant l'échéance, ce qui pourrait potentiellement ajouter 1% ou 2% au rendement susmentionné. Un tel niveau de rendement suppose des perspectives de performance particulièrement séduisantes, pour un risque de baisse limité en cas de volatilité des marchés (le portage permettant de compenser rapidement les décrochements). **Le Fonds affiche une exposition significative aux secteurs de la finance et des ressources naturelles, dont la qualité de crédit s'améliore structurellement en période d'inflation. Il est également largement exposé à des tranches attrayantes (à taux variables) d'obligations adossées à des prêts (CLO).** Cette approche devrait porter ses fruits même si la pression inflationniste dure plus longtemps que prévu.

Outre la configuration favorable actuelle, nous voyons d'un très bon œil le changement de contexte en cours. Pour rappel, les années qui ont suivi la crise financière de 2008 ont été marquées par une répression financière inédite en 5 000 ans d'histoire connue des taux d'intérêt. Avec le recul, jamais (en temps de paix) la période n'avait été moins propice à l'investissement dans le crédit. Nous considérons que le retour dans un monde où le capital n'est plus gratuit et où les entreprises dotées d'un bon modèle économique mais présentant un mauvais bilan doivent faire faillite – offrant par là même des opportunités asymétriques – est donc une excellente nouvelle.

Source : Carmignac, 31/03/2023. Performance de la part A EUR acc. Code ISIN : LU1623762843. ¹Indicateur de référence : Indice 75% BofA Merrill Lynch Euro Corporate, 25% BofA Merrill Lynch Euro High Yield. ²31/07/2017. **Les performances passées ne sont pas nécessairement indicatives des performances futures. Le rendement peut augmenter ou diminuer en raison des fluctuations monétaires. Les performances sont nettes de frais (hors éventuels droits d'entrée prélevés par le distributeur).** Communication publicitaire. Veuillez-vous référer au KID/prospectus du Fonds avant de prendre toute décision finale d'investissement.

Carmignac P. Credit

Accéder à tout l'univers du crédit pour atteindre un maximum de flexibilité

Découvrez la page du Fonds

Carmignac Portfolio Credit A EUR Acc

ISIN: LU1623762843

Durée minimum de placement recommandée



Principaux risques du Fonds

CRÉDIT: Le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

TAUX D'INTÉRÊT: Le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur liquidative en cas de mouvement des taux d'intérêt.

LIQUIDITÉ: Les dérèglements de marché ponctuels peuvent impacter les conditions de prix auxquelles le Fonds sera amené à liquider, initier ou modifier ses positions.

GESTION DISCRÉTIONNAIRE: L'anticipation de l'évolution des marchés financiers faite par la société de gestion a un impact direct sur la performance du Fonds qui dépend des titres sélectionnés.

Le Fonds présente un risque de perte en capital.

Communication publicitaire. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels.

Le présent document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la Société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à fournir, et ne devrait pas être utilisé pour des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Il vous est fourni uniquement à titre d'information et ne peut être utilisé par vous comme base pour évaluer les avantages d'un investissement dans des titres ou participations décrits dans ce document ni à aucune autre fin. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles se rapportent à la situation à la date de rédaction et proviennent de sources internes et externes considérées comme fiables par Carmignac, ne sont pas nécessairement exhaustives et ne sont pas garanties quant à leur exactitude. À ce titre, aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité n'est donnée et aucune responsabilité découlant de quelque autre façon pour des erreurs et omissions (y compris la responsabilité envers toute personne pour cause de négligence) n'est acceptée par Carmignac, ses dirigeants, employés ou agents.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change.

La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.

La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion. La durée minimum de placement recommandée équivaut à une durée minimale et ne constitue pas une recommandation de vente à la fin de ladite période.

Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations.

L'accès au Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes relevant d'une quelconque juridiction où (en raison de la nationalité ou du domicile de la personne ou pour toute autre raison) ce document ou sa mise à disposition est interdit(e). Les personnes auxquelles s'appliquent de telles restrictions ne doivent pas accéder à ce document. La fiscalité dépend de la situation de chaque personne. Les fonds ne sont pas enregistrés à des fins de distribution en Asie, au Japon, en Amérique du Nord et ne sont pas non plus enregistrés en Amérique du Sud. Les Fonds Carmignac sont immatriculés à Singapour sous la forme d'un fonds de placement de droit étranger réservé aux seuls clients professionnels. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Le fonds ne peut être proposé ou vendu, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « US person » au sens de la réglementation S américaine et du FATCA.

La décision d'investir dans le(s) fonds promu(s) devrait tenir compte de toutes ses caractéristiques et de tous ses objectifs, tels que décrits dans son prospectus. Les risques et frais relatifs aux Fonds sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le KID doit être tenu à disposition du souscripteur préalablement à la souscription. Le souscripteur doit prendre connaissance du KID. Les investisseurs peuvent perdre tout ou partie de leur capital, attendu que les Fonds n'offrent pas de garantie de capital. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital.

Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. Les Fonds sont des fonds communs de placement de droit français conformes à la directive OPCVM ou AIFM. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays.

En Suisse : Le prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.ch et auprès de notre représentant en Suisse (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)

En France : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur www.carmignac.fr, ou sur demande auprès de la Société de gestion [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)

Au Luxembourg : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur www.carmignac.lu, ou sur demande auprès de la Société de gestion [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)