

ACTIFS PAR CONVICTION

LA GESTION ACTIVE AU BANC D'ESSAI

LE GÉRANT ACTIF OBLIGATAIRE COMBINE PLUSIEURS SOURCES DE RENDEMENT

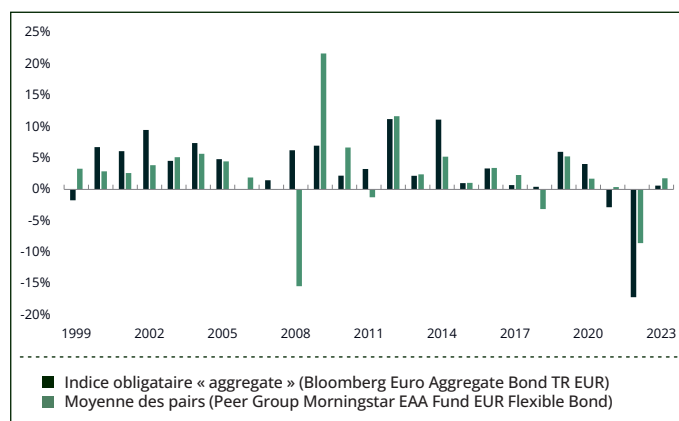
Les différents épisodes de stress sur les marchés obligataires au cours des vingt dernières années ont permis à la gestion active de s'illustrer. Le changement de régime sur les taux invite à en tirer des enseignements, pour un pilotage actif des différents types d'expositions.

Les phénomènes de baisse continue des taux, synonymes de hausse des valorisations des actifs, et de neutralisation du risque de crédit entretenus par les banques centrales se sont achevés. La gestion active des portefeuilles obligataires, le pilotage de l'exposition aux différents segments de la courbe des taux, aux différents univers obligataires, celui aussi de la sensibilité aux taux, ainsi que l'analyse rigoureuse des fondamentaux des émetteurs redeviennent déterminants.

Les vingt dernières années ont été très favorables pour les marchés obligataires, dopés par le recul généralisé des taux et par de massifs rachats d'actifs initiés par les banques centrales. Ils ont ainsi délivré une performance de l'ordre de 70% entre mi-2003 et mi-2023, selon l'indice Bloomberg Euro Aggregate Bond, qui combine obligations souveraines et obligations d'entreprises. Une performance qui n'a rien à envier à celle des marchés actions, d'autant plus que la volatilité des marchés obligataires a été sur l'ensemble de la période bien moindre.

Dans ce contexte, la valeur ajoutée de la gestion active a pu être questionnée. Mais elle ne s'est pas cantonnée à accompagner les phases haussières, car les secousses n'ont pas manqué et sa résilience s'est régulièrement illustrée. Sa surperformance sur l'ensemble de cette période s'est construite au fur et à mesure des épisodes de stress qui ont marqué les deux dernières décennies : en particulier, dans le sillage de la crise financière de la fin des années 2000, pendant la crise des dettes souveraines européennes, entre mi-2010 et mi-2011⁽¹⁾, puis avec le « Taper Tentrism » de 2013⁽²⁾, ou plus récemment le retour de l'inflation et le revirement des politiques monétaires des banques centrales en 2022⁽³⁾.

Évolution des performances calendaires d'un indice Euro Aggregate et de l'univers Morningstar Obligations Flexibles libellées en EUR.



Source : Carmignac, Morningstar, octobre 2023.

Des marchés obligataires bien moins directionnels

La stimulation systématique de l'économie par les banques centrales a pris fin. Elles ne joueront plus ce rôle de réaction, ce qui laissera la place à un environnement plus cyclique. Les autorités monétaires sont résolues à contenir l'inflation, qui marque son grand retour, et à privilégier cet objectif sur le soutien à la croissance, dans le respect de leur mandat. Elles n'offriront ainsi plus le même appui aux marchés obligataires, qui seront à l'avenir plus sujets à des revirements au gré du cycle économique. Une exposition statique, issue de la simple réplique d'un indice, sur chacun des segments de ces marchés (dette souveraine, obligations d'entreprise, « investment grade »

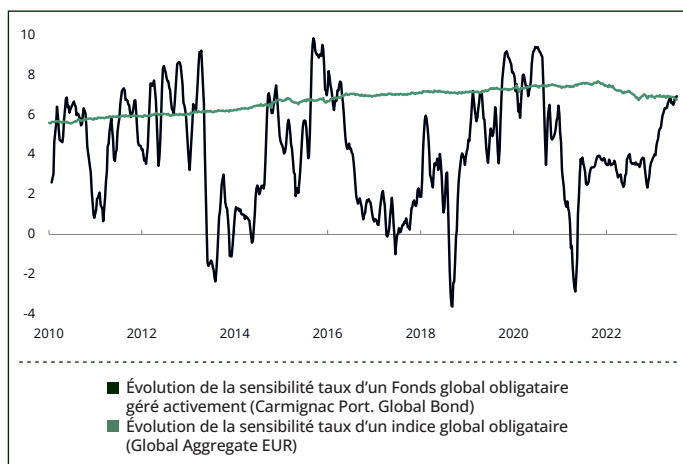
(1) +4,38% en moyenne pour les fonds obligataires flexibles - Catégorie Morningstar : EAA Fund EUR Flexible Bond contre -0,13% pour l'indice Bloomberg Euro Aggregate Bond.

(2) +2,39% pour la catégorie Morningstar EAA Fund EUR Flexible Bond contre -0,33% pour l'indice Aggregate Global couvert en euro.

(3) -8,56% pour la catégorie Morningstar EAA Fund EUR Flexible Bond contre -17,17% pour l'indice Euro Aggregate.

ou « high yield », dette émergente) et sur les différents points de la courbe des taux ne suffira plus à assurer un rendement régulier, avec une bonne prise en compte des risques. Dans ces conditions, le gérant obligataire devra faire preuve d'anticipation pour ajuster la maturité de son portefeuille et sa durée (représentant, en années, sa sensibilité à l'évolution des taux, à la hausse ou à la baisse), car elles redeviennent le principal moteur de performance. Miser sur une allocation dynamique, en privilégiant certains segments des marchés obligataires, la partie longue ou courte de la courbe des taux, voire adopter une position vendeuse sur certaines parties de cette courbe, est clé. Cette opportunité constitue une différence majeure avec la gestion passive, dont la sensibilité à l'évolution des taux ne peut être ajustée, que le contexte soit très volatil ou au contraire plutôt directionnel. Or, la sensibilité d'un portefeuille est particulièrement importante dans des périodes de bascule. Aujourd'hui, sur les marchés obligataires européens, elle est en moyenne (sur l'indice Bloomberg Euro Aggregate Bond) de l'ordre de 600 points de base (pbs), tandis qu'au sein de l'équipe de gestion de Carmignac, un gérant actif pourra faire varier celle de son portefeuille entre par exemple -350 pbs (en octobre 2018) et +900 pbs (en août 2020), selon son souhait d'être plus ou moins exposé aux mouvements des taux (Référence : Carmignac Portfolio Global Bond).

Évolution de la sensibilité aux taux d'intérêt du fonds Carmignac Portfolio Global Bond et d'un indice de référence



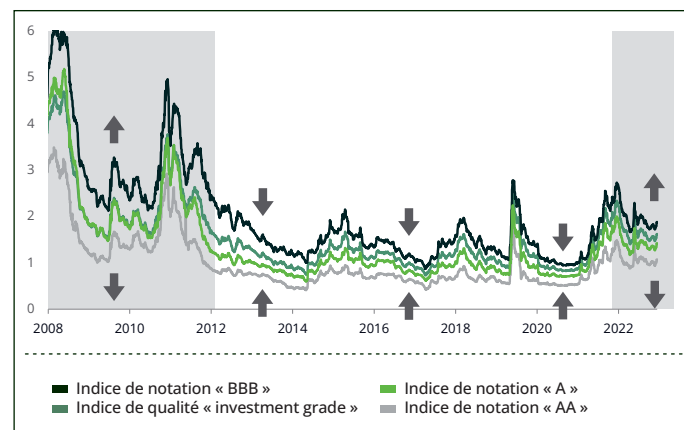
Source : Carmignac, Bloomberg, octobre 2023.

Des taux de défaut repartis à la hausse

Le risque de crédit, soit la bonne appréciation de la situation financière des émetteurs, est le second moteur de performance de la gestion obligataire. Nous venons de connaître une période d'« argent gratuit », de taux si bas que les entreprises se finançaient facilement en dépit de fondamentaux parfois bancals. La faiblesse des taux de défaut rendait l'analyse du risque de crédit moins opérante. La distinction entre les émetteurs en bonne santé et ceux à la santé chancelante avait moins lieu d'être, aussi conserver une exposition passive à ces derniers présentait peu de risque. Qualifiées de

« répression financière », les conditions offertes par les émetteurs souverains et entreprises aux investisseurs obligataires, aux prêteurs, revenaient à mal rémunérer le risque pris.

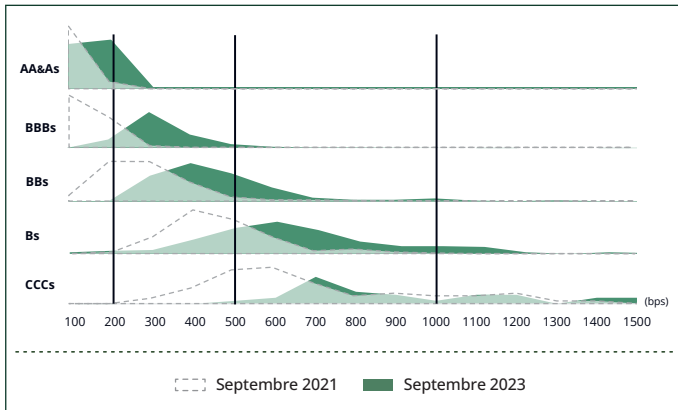
Convergence des primes de risque sur les marchés du crédit : Évolution des rendements des marchés du crédit par notation, en %



Source : Carmignac, Bloomberg, octobre 2023.

En mars 2021, au niveau mondial, environ 20% du stock des obligations souveraines et d'entreprises (indice Bloomberg Barclays Global Aggregate), soit plus de 11.000 milliards d'euros, se négociaient même à des taux négatifs. Mais désormais, pour les moins bons élèves, le paysage s'est assombri. La hausse des taux d'emprunt met sous pression les émetteurs les plus endettés, fragilisés aussi par le ralentissement économique. Les taux de défaut sont repartis à la hausse et les émetteurs « high yield » doivent désormais accepter de payer des coupons de 7-8%, voire parfois plus de 10%, contre 3-4% précédemment. Leur taux de défaut moyen en Europe est attendu par l'agence Moody's à 4,1% en mai 2024, contre 2,8% actuellement, en ligne avec les moyennes historiques, mais après avoir atteint un plancher à 1,2% fin 2021. Dans cette perspective, ne pas chercher à séparer le bon grain de l'ivraie est périlleux. À l'inverse, une démarche saine consistera à identifier les émetteurs offrant des rendements attractifs pour un risque contrôlé et à écarter les émetteurs plus fragiles. Une analyse rigoureuse et une grande sélectivité sont d'autant plus indispensables que le marché se montre parfois très optimiste et les titres de certains émetteurs se traitent sur des valorisations trop élevées, des marges de crédit serrées au regard de leurs perspectives. La dispersion des rendements est d'ailleurs très grande : si la prime de risque moyenne parmi les émetteurs en euros notés BB atteint 400 pbs (au 31 août 2023), certains affichent une prime inférieure à 200 pbs, quand elle est proche de 1.000 pbs pour d'autres.

Distribution des primes de risque de crédit au sein des indices crédit EUR par qualité de notation, en points de base



Sources : Carmignac, Bloomberg, ICE Bank of America, octobre 2023.

Le graphique ci-contre illustre l'évolution de la dispersion au sein des marchés du crédit. À cet effet, au sein de chaque catégorie de notation de crédit, nous ventilons les indices de crédit européen par niveau de prime de risque de crédit à ce jour (les aires foncées sont à septembre 2023) et en date de fin septembre 2021 (les aires transparentes et en pointillés). On remarque d'une part que la distribution des primes s'est déplacée vers la droite : les marges de crédit sont globalement remontées. Et d'autre part que les courbes de distribution se sont aplaties et élargies : la dispersion a augmenté, il y a des écarts de primes plus importants entre émetteurs de même notation.

Ce que nous dit cette augmentation de la dispersion, c'est que le lien entre le risque de crédit perçu et sa rémunération est plus « confus » qu'il y a 2 ans. Cette configuration est une source d'opportunités pour les gérants capables de faire leur propre appréciation du risque fondamental.

DE L'INTÉRÊT DE METTRE EN OEUVRE UNE APPROCHE DIVERSIFIÉE DE L'ALLOCATION AU SEIN D'UNIVERS LARGES

Le recours à la gestion passive induit de facto la nécessité de prendre une position sur les segments de marché obligataire auxquels un investisseur souhaite s'exposer (crédit « investment grade », crédit « high yield », dette financière, marchés développés, marchés émergents, etc.). Or il peut être délicat de formuler une telle vue d'autant plus dans un environnement de marché qui se complexifie. Aussi, il nous apparaît que la meilleure stratégie à mettre en œuvre consiste à adopter une approche agnostique en se donnant la liberté d'investir sur plusieurs sous-segments obligataires. Cette approche présente un double avantage.

Le premier est que l'allocation diversifiée permet de bénéficier de la complémentarité des différents segments obligataires – à titre d'illustration, dans une phase de marché comme en 2022 et 2023, les segments à taux variable, comme le crédit structuré, ont bénéficié de la remontée des taux alors que les autres segments ont souffert de la contre-performance de la composante prix des obligations (cf. tableau ci-dessous qui illustre que si les années se suivent et ne se ressemblent pas, il en est de même pour les contributeurs à la performance ; mais cela sert l'investisseur qui a vu son investissement dans le Fonds faire mieux que son indice tous les ans depuis sa création).

Le second est qu'une telle approche permet la construction d'un portefeuille de convictions fortes et pour autant diversifié. Un indice crédit comprend un grand nombre d'émissions (à titre d'illustration un indice crédit « high yield » comprend environ 300 émetteurs). Si les marchés du crédit sont moins efficaces que les marchés d'actions, ils le sont néanmoins dans une certaine mesure. Aussi, il est raisonnable d'estimer pouvoir identifier 15 à 20 émetteurs dont le risque fondamental est mal apprécié, et constitue à ce titre une opportunité d'investissement. Cette logique peut s'appliquer au sein de chaque segment de crédit retenu. Et ainsi, en termes de construction de portefeuille, le recours à un univers large (6 à 7 sous-segments comme illustré dans le tableau ci-dessous) permet la construction d'un portefeuille de 100 à 150 émetteurs sur lesquels nous avons pu nous forger une conviction forte et dont le risque fondamental semble particulièrement mal apprécié par le marché.

Contributions à la performance au sein de notre fonds crédit (Carmignac Portfolio Credit)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	YTD 2023
Contributeur à la performance	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Crédit « investment grade » - Marchés développés	21%	9%	10%	47%	10%	-24%	13%
Crédit « high yield » - Marchés développés	16%	40%	29%	31%	51%	-25%	13%
Financières	0%	-2%	11%	7%	7%	-11%	13%
Crédit « investment grade » - Marchés émergents	5%	10%	4%	4%	3%	-10%	4%
Crédit « high yield » - Marchés émergents	39%	9%	13%	-4%	17%	-21%	18%
Crédit structuré	16%	11%	4%	9%	13%	-12%	39%
Positions vendeuses	2%	13%	28%	2%	-3%	3%	0%
Autres	1%	9%	2%	3%	1%	0%	0%

Source : Carmignac, octobre 2023. Le Fonds a surperformé chaque année calendaire depuis son lancement. L'année 2022 a été la seule en performance relative positive mais en performance absolue négative et de fait certains contributeurs à la performance sont en négatif. Une contribution négative à la performance signifie que la classe d'actif a sur la période impacté négativement la performance du portefeuille sur la période.



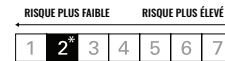
Les soubresauts quotidiens des taux d'intérêt, donc des prix des actifs obligataires, sont une donnée que les investisseurs obligataires devront aussi mieux prendre en compte à l'avenir ”

Les soubresauts quotidiens des taux d'intérêt sont une donnée que les investisseurs obligataires devront aussi mieux prendre en compte à l'avenir. Le MOVE, l'indicateur de la volatilité attendue sur les obligations émises par le Trésor américain, anticipe des mouvements journaliers de 8 pbs, à la hausse ou la baisse, contre + ou - 3 pbs en moyenne au cours des vingt dernières années. Ces variations des taux se traduiront naturellement par une plus grande amplitude des variations du prix des obligations, qui pèsera sur le potentiel du couple rendement-risque en gestion passive, et exprimer une vue sur le prix de ces actifs permettra de déceler les opportunités à l'achat ou à la vente.

PRINCIPAUX RISQUES DES FONDS

CARMIGNAC PORTFOLIO GLOBAL BOND

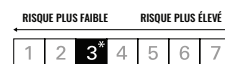
Crédit, taux d'intérêt, risque de change, gestion discrétionnaire.



Durée minimum de placement recommandée : **3 ANS**

CARMIGNAC PORTFOLIO CREDIT

Crédit, taux d'intérêt, liquidité, gestion discrétionnaire.



Durée minimum de placement recommandée : **3 ANS**

CRÉDIT : Le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements. **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. **LIQUIDITÉ** : Les déréglés de marché ponctuels peuvent impacter les conditions de prix auxquelles le Fonds sera amené à liquider, initier ou modifier ses positions. **RISQUE DE CHANGE** : Le risque de change est lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation du Fonds. **TAUX D'INTÉRÊT** : Le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur liquidative en cas de mouvement des taux d'intérêt. **Les Fonds présentent un risque de perte en capital.**

AVERTISSEMENT

*Source : Carmignac, 30/10/2023. Pour la part A EUR Acc. Échelle de risque du KID (Document d'Informations Clés). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

COMMUNICATION PUBLICITAIRE. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels. Ce 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. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). 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 décision d'investir dans les fonds promus devrait tenir compte de toutes leurs caractéristiques et de tous leurs objectifs, tels que décrits dans leur prospectus respectif. 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. Morningstar Rating™ : © 2023 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. Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Ils ne peuvent notamment être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « U.S. person » selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et/ou FATCA. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Les risques, les frais courants et les autres frais sont décrits dans le KID (Document d'Informations Clés). Le prospectus, KID, et rapports annuels du Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.com et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Le KID doit être remis au souscripteur préalablement à la souscription. • **En Suisse** : les prospectus, KID, et 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. • **En Belgique, Informations légales importantes** : ce document n'a pas été soumis à la validation de la FSMA. Il est destiné aux professionnels uniquement. Ce document constitue une communication marketing publiée par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). « Carmignac » est une marque déposée. « Investing in your interest » est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Le traitement fiscal dépend des circonstances individuelles de chaque investisseur et peut faire l'objet de changements dans le futur. Veuillez-vous référer à votre conseiller financier et fiscal pour vous assurer de l'adéquation des produits présentés par rapport à votre situation personnelle, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Les rendements nets sont obtenus après déduction des frais et taxes applicables à un client de détail moyen ayant la qualité de personne physique résident belge. Toute décision d'investissement doit se faire après avoir pris connaissance des documents réglementaires en vigueur (et en particulier le prospectus et le KID du produit concerné). Afin de connaître les frais réels prélevés par chaque distributeur, veuillez-vous référer à sa propre grille tarifaire. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Tout renseignement contractuel relatif aux Fonds renseignés dans cette publication figure dans les prospectus de ces derniers. Les prospectus, les KID, les valeurs liquidatives, les derniers rapports (semi) annuels de gestion sont disponibles en français et en néerlandais gratuitement auprès de la société de gestion, tél +352 46 70 60 1 ou par consultation du site internet www.carmignac.lu ou auprès de Caceis Belgium S.A. qui assure le service financier en Belgique à l'adresse suivante : avenue du port, 86c b320, B-1000 Bruxelles. Les KID doivent être fournis au souscripteur avant chaque souscription, il lui est recommandé de le lire avant chaque souscription. En cas de souscription dans un Fonds soumis à la Directive de la Fiscalité de l'Épargne, conformément à l'article 19bis du CIR92, au moment du rachat de ses actions, l'investisseur sera amené à supporter un précompte mobilier de 30% sur les revenus qui proviendront, sous forme d'intérêts, plus-values ou moins-values, du rendement d'actifs investis dans des créances. Les distributions sont, quant à elles, soumises au précompte de 30% sans distinction des revenus. Toute réclamation peut être transmise à l'attention du service de Conformité CARMIGNAC GESTION, 24 place Vendôme - 75001 Paris - France, ou à l'adresse complaints@carmignac.com ou auprès du service de plainte officiel en Belgique, sur le site www.ombudsfin.be. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur les liens suivants (paragraphe 6 : « Résumé des droits des investisseurs ») :

- France : https://www.carmignac.fr/fr_FR/article-page/informations-reglementaires-3862;
- Luxembourg : https://www.carmignac.lu/fr_LU/article-page/informations-reglementaires-1758;
- Suisse : https://www.carmignac.ch/fr_CH/article-page/informations-reglementaires-1789;
- Belgique : https://www.carmignac.be/fr_BE/article-page/informations-reglementaires-2244.