RAPPORT TRIMESTRIEL

13.04.2023



Carmignac P. Credit: La Lettre des Gérants

Auteur(s)

Pierre Verlé, Alexandre Deneuville

Publié

Longue

13 Avril 2023

Ø 8 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 société 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. 'Indicateur de référence : Indice 75% BofA Merrill Lynch Euro Corporate, 25% 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 Indicateur de risque

L'indicateur peut varier de 1 à 7, une catégorie 1 correspondant à un risque plus faible et un rendement potentiellement plus faible et un rendement potentiellement plus élevé. Une catégorie 4-5-6-7 implique une forte à très forte volatilité, impliquant des fortes à très fortes variations de prix pouvant entraîner des pertes latentes à court terme.

Durée minimum de placement recommandée



Risques Principaux

Risques non suffisamment pris en compte par l'indicateur :

RISQUE DE CRÉDIT : Risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

RISQUE DE CONTREPARTIE : Risque de subir des pertes en cas de défaillance d'une contrepartie incapable de faire face à ses obligations contractuelles.

RISQUES LIÉS À LA CHINE: Risques spécifiques liés à l'utilisation de la Plateforme Hong-Kong Shanghai Connect et autres risques liés aux investissements en Chine.

RISQUE DE LIQUIDITÉ : Risque d'impact des dérèglements de marché ponctuels sur les conditions de prix auxquelles un OPCVM sera amené à liquider, initier ou modifier ses positions.

Risques inhérents :

RISQUE DE CRÉDIT : Risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements.

RISQUE DE TAUX D'INTÉRÊT: Risque d'une baisse de la valeur liquidative en cas de mouvement des taux d'intérêt.

RISQUE DE CHANGE: Risque lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation de l'OPCVM

RISQUE LIÉ A L'IMPACT DES TECHNIQUES TELLES QUE LES PRODUITS DÉRIVÉS : Risques de fortes pertes liées à ces instruments.

RISQUE DE PERTE EN CAPITAL: Cette part/classe ne bénéficie d'aucune garantie ou protection du capital investi. Vous risquez de ne pas récupérer l'entièreté de votre capital investi.

Pour plus d'informations sur les risques de la part/classe, vous devez vous référer au prospectus et plus particulièrement à la section « Profil de risque » ainsi qu'au document d'information clé pour l'investisseur.

Informations légales importantes

Communication publicitaire. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. A destination des investisseurs professionnels uniquement. Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.

Ce document est publié 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), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "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. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.

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.

Echelle 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. 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.

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, commissions et frais courants sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le prospectus, le KID, les valeurs nettes d'inventaire et les derniers rapports de gestion annuels et semestriels sont disponibles gratuitement en français ou en néerlandais auprès de la société de gestion (tél. +352 46 70 60 1). Ces documents sont également disponibles auprès de Caceis Belgium S.A., le prestataire de services financiers en Belgique, à l'adresse suivante : avenue du port, 86c b320, B-1000 Bruxelles. Le KID doit être mis à la disposition du souscripteur avant la souscription. Le souscripteur doit lire le KID avant chaque souscription. Il se peut que le Fonds ne soit pass disponible pour certaines personnes ou dans certains pays. Les Fonds n'ont pas été enregistrés en vertu de la US Securities Act de 1933. Les Fonds ne peuvent être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au profit ou pour le compte d'une « U.S. person », selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et de la FATCA. Les valeurs nettes d'inventaire sont disponibles sur le site web www.fundinfo.com. Toute plainte peut être adressée à l'adresse complaints@carmignac.com ou à CARMIGNAC GESTION - Compliance and Internal Controls - 24 place Vendôme Paris France ou sur le site web www.ombudsfin.be.

En cas de souscription dans un fonds d'investissement français (fonds commun de placement ou FCP), vous devez indiquer chaque année dans une déclaration fiscale la part des dividendes (et intérêts, le cas échéant) reçus de la part du Fonds. Un calcul détaillé peut être réalisé sur www.carmignac.be. Cet outil ne constitue pas un conseil fiscal et est destiné exclusivement à servir d'aide au calcul. Il ne vous exempte pas de suivre les procédures et de procéder aux vérifications qui incombent à un contribuable. Les résultats indiqués sont obtenus à l'aide des données fournies par le contribuable et Carmignac ne pourra en aucun cas être tenu responsable en cas d'erreur ou d'omission de votre part.

Conformément à l'article 19bis du Code belge des impôts sur les revenus (CIR92), en cas de souscription dans un Fonds soumis à la Directive sur la fiscalité des revenus de l'épargne, l'investisseur devra payer, lors du rachat de ses actions, une retenue à la source de 30% sur le revenu (sous forme d'intérêts ou de plus-value ou moins-value) tiré du rendement des actifs investis dans des titres de créance. Les distributions sont soumises à une retenue à la source de 30% sans distinction des revenus.

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 <u>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".</u>