

Vers une japonisation des rendements ?

La Banque Centrale Européenne est sortie du bois

Le grand rendez-vous du 5 juin 2014 de la BCE est à présent derrière nous. Les attentes étaient fortes et Mario Draghi n'a pas déçu les investisseurs en annonçant de multiples opérations parfois non conventionnelles (cf. récapitulatif en annexe 1). Ces mesures sont destinées à :

- aider la propagation de taux bas à l'ensemble des acteurs économiques, en favorisant notamment les petites et moyennes entreprises
- combattre la baisse tendancielle d'inflation constatée en zone Euro (0,5% en mai 2014 sur les 12 derniers mois glissants) pour revenir à l'objectif d'inflation proche des 2% annuels.

Nous avons le sentiment que ces mesures sont bonnes pour les marchés financiers mais que leur impact sur l'économie réelle est moins visible et difficilement mesurable dans l'immédiat.

Le *Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO)* est à l'évidence très favorable à l'industrie bancaire. Par le biais d'une baisse de leur coût de financement, les banques pourront augmenter leurs résultats opérationnels, et ainsi améliorer leurs fonds propres et leurs ratios de capitalisation.

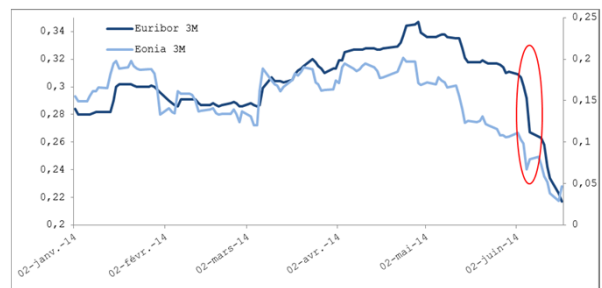
Dans la session de Questions/Réponses, Mario Draghi a affirmé «*we are not finished yet*», ce qui alimentera les attentes pour des mesures supplémentaires et créera un climat dans lequel chaque faiblesse de marché devient une opportunité d'achat, notamment sur les marchés de crédit.

En conclusion, la BCE envoie un message fort aux marchés financiers laissant augurer une période encore relativement longue de taux bas (au moins jusqu'en 2016) et augmente la liquidité disponible dans le système. Les mesures annoncées par la BCE et sa promesse de faire davantage si nécessaire devraient continuer à nourrir la recherche de rendements et bénéficier aux actifs risqués, notamment au crédit.

Sur le marché du crédit justement, les implications de ces mesures sont une baisse généralisée des rendements (taux courts et longs), une liquidité abondante et donc des taux de défaut durablement faibles, et une forte compression des primes de risque.

Nous mettons en évidence ces implications dans les graphiques ci-dessous :

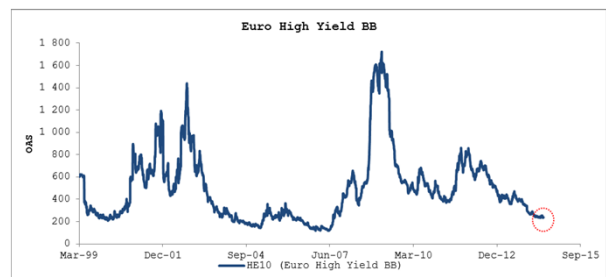
Évolution des taux courts en 2014



Convergence des Taux 10 ans allemands et japonais



Évolution des primes de risque sur l'univers High Yield européen



Sources des graphiques : Bloomberg, Indice Bo.A Merrill Lynch

Vers une japonisation des rendements en zone Euro ?

La situation que connaît aujourd'hui l'Europe n'est pas sans rappeler la situation du Japon au début des années 2000 (cf. annexe 2). Si le parallèle a ses limites, on peut cependant en déduire certains enseignements.

Une période prolongée de taux bas associée à des initiatives de type LTRO ou assouplissement quantitatif est de nature à accélérer l'érosion des primes de risque du marché du crédit, phénomène qui s'autoalimente et qui conduira d'autres investisseurs tels que les banques et les assureurs à déplacer leurs investissements vers des placements offrant un niveau de rendement permettant de satisfaire leurs besoins opérationnels.

C'est en ce sens que nous anticipons une période de « japonisation des rendements » dans la zone Euro et cela au moins jusqu'à fin 2016.

La baisse des rendements est particulièrement sensible sur la partie courte de la courbe des taux et force certains acteurs à prendre davantage de risques en se positionnant sur des durées plus longues, en acceptant de descendre dans l'échelle de notations (*high yield*) ou en investissant en actions.

Ce qui se passe actuellement sur les fonds monétaires est symptomatique des risques associés à un environnement de taux bas. Suite aux annonces de la BCE, les fonds monétaires génèrent des rendements qui ne permettent plus de rémunérer les porteurs, ni aux sociétés de gestion de prélever des commissions.

Sur les 3 dernières années jusqu'en mars 2014, les fonds ont subi des décollectes représentant environ 20% de leurs encours, lesquels s'élèvent à un peu moins de 1 000 milliards d'euros selon Moody's. Il y a fort à parier que cette tendance s'accroisse au second semestre 2014 au fur et à mesure que les investisseurs iront chercher des actifs plus rémunérateurs.

Comment capter du rendement dans un tel environnement ?

Devant la disparition de la rémunération des placements à court terme (Eonia à 0,02%), Tikehau IM propose aux investisseurs un fonds crédit *crossover*, principalement positionné sur la partie courte de la courbe des taux.

Ce fonds, c'est Tikehau Taux Variables (TTV) qui a déjà séduit un grand nombre d'investisseurs de toute nature. Tout en restant sur un risque de crédit moyen de niveau *Investment Grade* (rating moyen égal BBB-), TTV parvient à capter du rendement en tirant parti des émetteurs *high yield* recelant une prime de complexité et de la rémunération toujours attractive de certaines émissions financières subordonnées.

De par la composition de son portefeuille (titres à taux variables ou révisables et titres à taux fixe de maturités courtes), le fonds est par ailleurs très peu sensible au risque éventuel de remontée des taux, même si ce n'est pas notre scénario à court terme. Il est conseillé pour des horizons d'investissement de 12 à 18 mois.

La performance du fonds depuis le début de l'année est de + 2,12% (part A au 20/06/2014) et + 20,61% depuis la création en novembre 2009, ce qui le classe dans le 1^{er} décile de sa catégorie « Obligations EUR Emprunts Privé Court Terme ».

(Source : Morningstar au 23/06/2014)

Tikehau Taux Variables (TTV) est un fonds obligataire flexible cherchant à maximiser le rendement sur la partie courte de la courbe des taux européenne tout en limitant la part High Yield à 35% maximum et en minimisant le risque de taux par l'utilisation d'obligations à taux variables et révisables et d'obligations à taux fixe à maturité courte. Le fonds vise une performance annualisée nette supérieure à l'Euribor 3 mois + 100 à 150 bps.

Date de création du fonds: 18/11/2009
Gérants : Jean-Marc Delfieux et Etienne Gorgeon
Forme juridique : FCP de droit français (UCITS IV)
Classification AMF : Obligations et autres titres de créance
Classification Morningstar : Obligations EUR Emprunts Privés Court Terme
Devise de référence : Euro
Affectations des résultats : Capitalisation
Société de gestion : Tikehau IM
Dépositaire : CACEIS Bank France
Indice de référence : Néant
Parts disponibles : P - ISIN : FR0010819821 – 1 000€ min
A - ISIN : FR0010814806 – 10 000€ min

Les principaux risques sont : risque de perte en capital, risque de crédit, risque lié à la gestion discrétionnaire. Pour une description détaillée des risques, les investisseurs sont invités à prendre connaissance du prospectus du fonds Tikehau Taux Variables

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou l'arbitrage. Les données contenues dans cette présentation ne sont ni contractuelles ni certifiées par le commissaire aux comptes. La responsabilité de Tikehau Investment Management ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Le prospectus de référence doit obligatoirement être proposé aux souscripteurs préalablement à la souscription, remis à la souscription et mis à la disposition du public sur simple demande.

TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT
32 rue de Monceau – 75008 Paris
Tél. : +33 1 53 59 05 00 – Fax : +33 1 53 59 05 20
491 909 446 RCS Paris – Numéro d'agrément AMF GP 07000006
Courtier en assurance inscrit au registre ORIAS 09 051 177

ANNEXE 1

Actions mises en œuvre par la Banque Centrale Européenne début juin 2014

- Baisse de taux :
 - Le taux de refinancement est ramené de 0,25% à 0,15%
 - Le taux de dépôt passe en territoire négatif à - 0,10%

- Arrêt de la stérilisation du programme SMP (ce qui correspond effectivement à augmenter la masse d'euros en circulation)

- Augmentation de la liquidité accordée aux banques, par le biais de :
 - Opérations à 1 semaine ('MRO', contre collatéral) en quantité illimitée, à taux fixe
 - Opérations plus long terme : introduction de prêts aux banques jusqu'à 4 ans ('TLTRO' : *Targeted Long Term Refinancing Operations*), et jusqu'à 400 milliards d'euros, à coût très faible. Les banques pourront emprunter jusqu'à 7% de leurs encours de prêts à la sphère *Corporate* non financière (et hors prêts hypothécaires aux particuliers). La première opération de ce type sera lancée en septembre 2014. Les banques dont l'encours de prêts *Corporate* non financière aura baissé devront rembourser ces emprunts en 2016.

- Préparation d'un rachat d'*ABS Corporate*

ANNEXE 2

Enseignement de la crise japonaise de la fin du 20ème siècle

Au cours des années 1990, le Japon a connu une triple crise, boursière, immobilière et bancaire, sans précédent. Celle-ci a débouché sur la « décennie perdue », période pendant laquelle se sont multipliées les faillites d'entreprises et les difficultés bancaires.

La dégradation du marché du travail et la déflation (inflation sous-jacente négative à partir de 1999) ont entretenu la faiblesse de la demande interne et accru le poids réel de l'endettement. Face à l'ampleur de la crise, les autorités ont réagi en introduisant des mesures de plus en plus adaptées à l'ampleur des déséquilibres à résorber.

Face au risque croissant de défauts bancaires, la Banque Centrale du Japon (BoJ) a, en 1995, abaissé son taux directeur à 0,5 %.

Pour combattre la déflation et relancer l'activité économique, la BoJ a ensuite mis en place une politique de taux d'intérêt zéro ou ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*), presque sans interruption de mars 1999 à 2006.

En mars 2001, un degré suivant, inédit, a été atteint par l'adoption d'une politique monétaire « quantitative » via l'injection de plus en plus massive de liquidités dans le système bancaire qui a favorisé la croissance rapide de la base monétaire.

Cinq années de « Quantitativisme »

