

Depuis quelques jours, le marché du *High Yield* outre-Atlantique connaît un regain de tension. Alors que la crise de liquidités aux Etats-Unis a poussé certains acteurs à bloquer les rachats de leurs fonds investis dans les obligations *High Yield*, l'impact est limité en Europe où les acteurs se veulent rassurants.



**Jean-Marc Delfieux**  
Gérant  
Tikehau IM



**Etienne Gorgeon**  
Co-gérant  
Tikehau IM

### Etienne Gorgeon et Jean-Marc Delfieux exposent leurs vues face au risque de contagion en Europe :

« Une sous-performance du marché *High Yield* par rapport au marché actions de cette ampleur arrive occasionnellement mais rarement sur une période aussi courte. Les fermetures de plusieurs fonds *distress* malencontreusement labellisés *High Yield* (Stone Lyon Capital, Third Avenue, Lucidus) et les sorties enregistrées la semaine dernière des fonds *High Yield* américains ont été les déclencheurs de la baisse. La contagion entre les marchés américains et européens a été particulièrement sensible entre les valeurs liquidatives du 11 et du 14 décembre. Par ailleurs, nous observons également que, de son côté, le marché européen a évolué tout au long de l'année sur des problématiques qui lui sont propres, notamment avec le défaut d'Abengoa, couplé à la forte volatilité sur un nombre important d'émetteurs tels que Isolux, ArcelorMittal, OI, etc. Il nous semble donc que le risque de contagion est possible, notamment si les sorties des fonds américains du secteur *High Yield* devaient s'accroître.

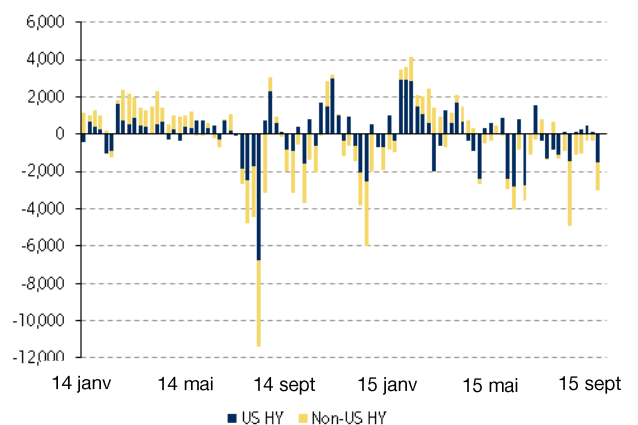
### Quelques précisions à apporter :

Certaines spécificités expliquent la situation aux Etats-Unis :

- Le pétrole a baissé de plus de 60% sur les 18 derniers mois. Sur cette même période, le secteur de l'énergie (qui représente 17% du marché *High Yield* US) a perdu plus de 30%, soit sur des niveaux qui se rapprochent de la baisse enregistrée par le marché du *High Yield* en 2008.

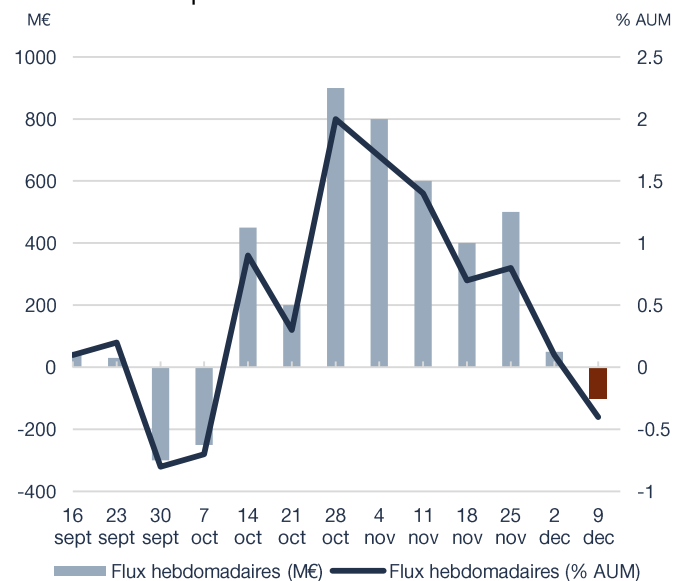
- L'environnement mondial désinflationniste et de taux durablement bas ne laisse finalement que peu d'alternatives aux actifs de rendement. L'Europe bénéficie de ce point de vue de supports techniques toujours favorables alors que le marché *High Yield* US est vendu depuis plusieurs mois.

### Flux hebdomadaires au sein des fonds *High Yield* US



Sources : Deutsche Bank

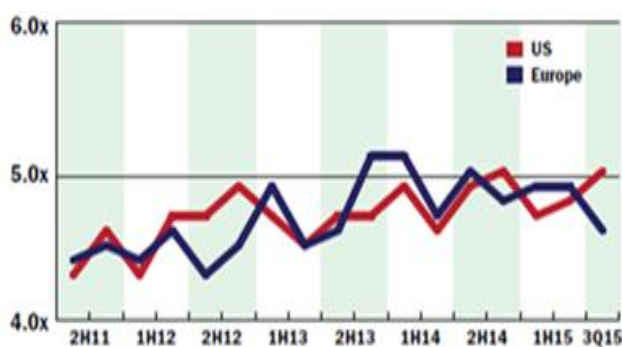
### Flux hebdomadaires au sein des fonds *High Yield* européens ces trois derniers mois



Sources : JP Morgan

- En ce qui concerne les émetteurs, nous pensons que la qualité est clairement du côté européen avec des dynamiques opposées sur les ratios de levier : *releveraging* aux Etats-Unis et *deleveraging* en Europe. De plus, la composition sectorielle est plus défensive en Europe comparée à celle du marché *High Yield* américain.

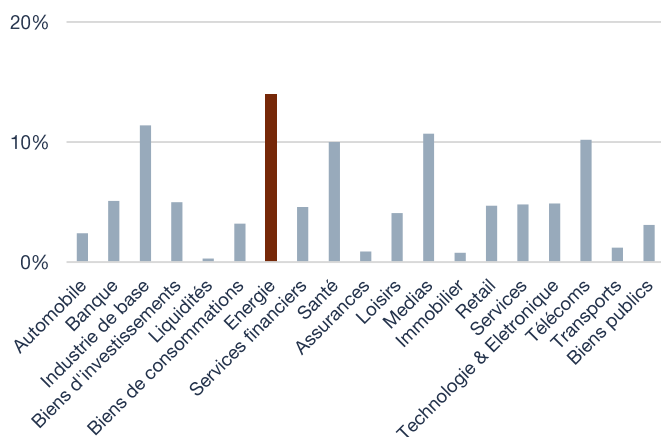
Leviers : Dette totale/EBITDA



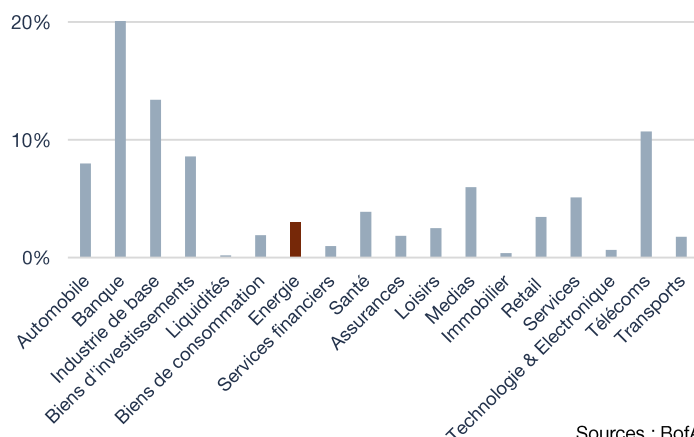
Sources : S&P

Répartition sectorielle des obligations *High Yield*

Aux Etats-Unis



En Europe



Sources : BofAML

	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans	Volatilité 12 mois
<b>Tikehau Credit Plus (A)</b>	<b>4,4 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>36,8 %</b>	<b>3,2 %</b>
Indicateur de référence	2,1 %	6,7 %	13,6 %	-

Données de performances au 30.11.2015. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Indicateur de référence : Euribor 3 mois + 200 bps

Dans le cas de Tikehau Credit Plus, nous observons enfin qu'en appliquant une construction de portefeuille rigoureuse et prudente dans la sélection de titres, il est possible de générer des performances positives en dépit des turbulences de marché. Pour cela, nous privilégions des secteurs éloignés des risques identifiés : contagion US/Europe, ralentissement des marchés émergents (émetteurs « eurocentriques ») et secteur bancaire européen (AT1).

D'ici la fin de l'année, nous ne pensons pas modifier de manière significative notre construction de portefeuille (allocation entre *corporate* simple B, AT1 et cash avec une très faible sensibilité taux).

Celle-ci pourrait cependant évoluer si la contagion devenait plus manifeste. Nous suivons donc l'évolution de la situation avec la plus grande vigilance et si les flux vendeurs aux Etats-Unis venaient à s'accélérer, notre positionnement deviendrait alors beaucoup plus défensif. Le fonds a actuellement un niveau de *cash* de 13% et un bêta de 1,02.

La performance de Tikehau Credit Plus (Part A) s'élève à 4,1% depuis le début de l'année (au 18 décembre 2015). »