

Depuis le milieu du mois d'avril, le rendement des obligations d'état de la zone euro a connu un net regain de tension. Que s'est-il réellement passé ? Quelle évolution peut-on envisager ? Quels impacts au sein des portefeuilles gérés par Tikehau IM ? Telles sont les questions sur lesquelles Etienne Gorgeon, Directeur Gestion Fixed Income, nous apporte son éclairage.



L'évolution récente sur le marché des taux est, selon nous, la conjonction de plusieurs événements concomitants. Il y a avant tout un environnement plus favorable du marché des matières premières comme en témoigne l'augmentation récente du prix du pétrole.

Ceci contribue à un rebond des anticipations d'inflation. Ce mouvement sur les taux est également la conséquence de facteurs techniques. On note ainsi le discours de Wolfgang Schäuble, le Ministre des Finances allemand, qui mentionne sa volonté d'assouplir les contraintes d'investissement des assureurs et des fonds de pension allemands en leur permettant d'acheter des actifs réels et de se délester d'emprunts d'état. En outre, on observe également que depuis octobre 2014, si les investisseurs ont largement anticipé le QE en achetant massivement des emprunts d'état, ce mouvement s'est poursuivi après l'annonce officielle du 22 janvier par Mario Draghi.

Evolution des taux 10 ans en parallèle de l'annonce de QE par les banques centrales



Dans un second temps, on a assisté à un « effet ciseaux » :

- d'une part, un marché primaire très actif, que ce soit sur le segment des émetteurs privé de qualité « Investment Grade » ou les emprunts d'état, de maturité longue et offrant des rendements peu attractifs ;
- d'autre part, la diminution du nombre d'acheteurs de plus en plus rétifs à investir à ce niveau de rendement.

Durant cette Période, la liquidité a ainsi substantiellement baissé. Les gestions en volatilité ou en VaR, sensibles aux pertes en capital ont coupé leur position, ce qui a eu pour conséquence d'accélérer le mouvement enclenché.

« Ce type de mouvement n'est en rien surprenant »

Historiquement, comme l'indique le graphique de gauche, on a pu observer au moment de l'annonce d'un QE, et parfois bien avant, un violent mouvement à la hausse des taux longs, ce qui a été le cas aux US, mais aussi au Japon. Ce qui s'est passé en Europe semble similaire à ces pays qui ont connu dans un second temps une diminution progressive des rendements due à la faiblesse structurelle des chiffres de l'inflation. Ce type de mouvement n'est donc en rien surprenant. Par ailleurs, le but d'un QE est de « réancrer » les anticipations d'inflation à long terme, ce que la BCE semble avoir réussi à en juger l'évolution de son indicateur favori : l'évolution de l'inflation moyenne anticipée par le marché pour les 5 ans qui débiteront dans 5 ans.

Swap forward inflation à 5 ans dans 5 ans



Chez Tikehau IM, nous avons un certain nombre de convictions :

- Nous doutons d'une rentrée en déflation de l'économie européenne et n'envisageons pas de scénario « à la japonaise » sans pour autant anticiper un rebond substantiel de l'inflation.

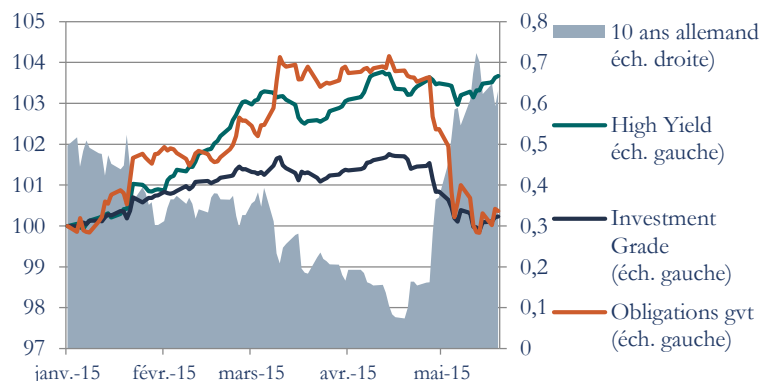
« selon nous, le juste prix du 10 ans allemand s'établit entre 0,50 % et 1,50 % »

- Les états européens sont toujours trop endettés, ce qui conduit à des politiques budgétaires peu accommodantes, voire austères, et surtout ne génère pas assez de croissance préalable indispensable à un rebond de l'inflation.
- Le taux 10 ans allemand, en dessous de 50 bp de rendement, s'explique, selon nous davantage par des facteurs techniques (QE BCE) que par ses fondamentaux. Ainsi, en utilisant la règle de Taylor, qui prend en compte plusieurs scénarios d'inflation, le juste prix du 10 ans allemand nous semble s'établir entre 0,50 % et 1,50 %.

Dans tous les cas de figure, les points morts n'offrent pas de protection et exposent les investisseurs en capital : la moindre hausse marquée de taux engendre une perte qui n'est pas compensée par le portage.

Quel impact de la remontée des taux peut-on envisager sur les autres classes d'actifs obligataires ?

Evolution du prix des classes d'actifs obligataires en fonction des taux en zone euro

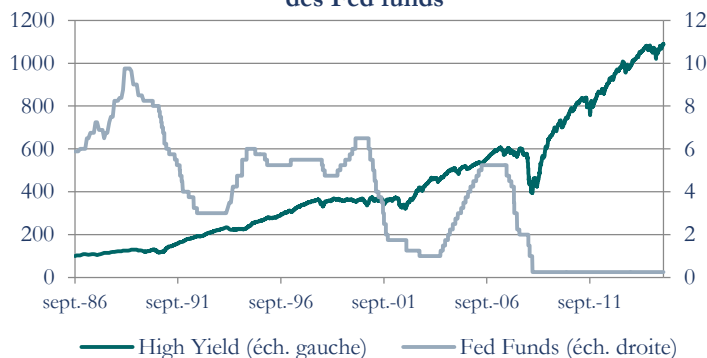


La remontée des taux a bien évidemment eu un effet sur les emprunts d'état puisqu'ils sont directement liés, mais elle a également impacté les emprunts privés « Investment Grade » comme le démontre le graphique ci-dessus. On sait depuis longtemps que le « High Yield » réagit peu à l'évolution des taux mais est davantage sensible à la force de l'économie et donc au risque de défaut.

Une hausse des taux est souvent la conséquence d'un cercle vertueux : une économie plus dynamique qui permet aux

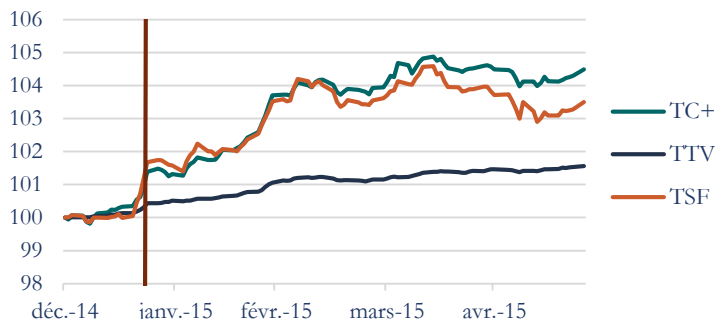
entreprises de générer plus de « cash-flows » et donc de supporter un endettement plus élevé.

Evolution du prix du High Yield US en fonction des Fed funds



Cependant une hausse trop violente des taux d'intérêt peut avoir un impact sur le niveau de volatilité du marché actions et par contagion affecter le marché « High Yield » mais dans des proportions moindres. C'est ainsi que les fonds gérés par Tikehau IM ont davantage été impactés par la hausse de la volatilité actions que par celle des taux.

Evolution des VL des fonds obligataires Tikehau en 2015



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

En conclusion, nous demeurons confiants sur la classe d'actifs « High Yield » qui offre des rendements élevés dans un environnement où les fondamentaux s'améliorent.

Nous maintenons le positionnement de nos portefeuilles fortement investis en notations B (High Yield) et en nouvelles générations de subordonnées financières.

Il demeure cependant indispensable de rester très sélectif et flexible ; c'est ce que nous nous efforcerons de faire dans les prochaines semaines.

Achévé de rédiger le 2 juin 2015