



TAILOR CAPITAL

FIXED INCOME SERIES n°6

MAI 2015

Zone de cherté extrême : quelle stratégie adopter ?



Tensions sur les taux souverains core de la zone euro : changement de régime ?

Les taux souverains longs de la zone euro se tendent brutalement depuis fin avril. Pour une fois, cette tension ne provient pas des pays périphériques mais du cœur où on assiste à une envolée du 30 ans et du 10 ans allemand. Cette tension prend la plupart des investisseurs de revers car le consensus prévoyait une baisse des rendements suite à l'introduction du « Quantitative Easing » européen en mars 2015. Il n'est pas aisé d'expliquer précisément cette hausse des rendements allemands. La stabilisation de l'inflation en zone euro, sur des niveaux proche de 0, constitue probablement une des variables explicatives. Par ailleurs, les déclarations très rapprochées de Bill Gross qui déclarait que le 10 ans allemand était le short du siècle, suivies de celles de Jeffrey Gundlach qui affirmait considérer prendre une position short sur les taux allemands avec un levier de 100x, ont sans doute semé le doute dans les esprits des investisseurs les moins convaincus quant au maintien de taux réels nuls ou négatifs.

Cette remontée des taux souverains commence à se diffuser sur le marché du crédit BBB européen qui vient de perdre en l'espace de trois séances environ la moitié de sa performance annuelle. L'onde de choc risque ensuite de se propager au marché actions, ce qui pourrait in fine permettre de stabiliser, pour un temps au moins, les taux souverains allemands. Mais le mal est sans doute déjà fait. Qui osera parier sur un retour du 10 ans allemand vers 0 comme c'était le cas mi-avril ? Sans doute plus grand monde. **Les taux souverains comme les spreads de crédit ont sans doute touché un point bas dans le cycle et les investisseurs risquent de devoir ajuster, dans la précipitation ou la douleur, leurs portefeuilles, souvent longs en durée et maigres en spreads.**

Si les valorisations obligataires nous semblent atteindre une zone de cherté comparable à celle de 2007, nous identifions, en outre, des comportements caractéristiques d'une fuite en avant dénuée de bon sens. En effet, DONG Energy vient d'émettre une obligation à échéance 6 novembre **3015**. Les émetteurs tirent donc profit de l'appétit grandissant des investisseurs pour le risque de crédit et, en particulier, de durée. **Dans le prochain cycle d'investissement, le risque de durée sera sans nul doute un moteur de destruction d'alpha dans la mesure où les spreads sont trop fins pour constituer un amortisseur.**

Quelle stratégie adopter ?

En tant qu'investisseurs, **nous préférons acheter un actif dans lequel les défauts sont intégrés dans les cours**, plutôt qu'un actif dont la valorisation ne laisse aucune place à une éventuelle déception. Nous continuons donc de trouver, sur des maturités rapprochées, de la valeur en sélectionnant des papiers haut rendement corporate émergents en devise dure (couvert du risque de change) et des obligations High Yield nordiques d'émetteurs liés au pétrole.

En effet, nous jugeons qu'il est moins risqué de parier sur un retour du pétrole à un niveau de 80-100 dollars sur un horizon de 3 années, et donc, d'investir sur des souches senior first lien assorties d'une couverture sur des actifs récents qui trouveront des contrats une fois que les majors auront réajusté à la hausse leurs politiques d'investissement, plutôt que sur un maintien des taux allemands à zéro sur un tel horizon, ce qui sous-tend la cherté globale du marché obligataire européen. Dès la fin de l'année dernière, nous vous avons alerté sur le fait que nous escomptions un premier trimestre 2015 difficile sur les obligations liées au secteur de l'énergie avant que ces dernières n'entament un rebond. Après avoir touché un plus bas à 45\$ mi-janvier, le baril de Brent traite désormais dans une fourchette 55-67\$. Ces niveaux demeurent faibles par rapport à ceux qui prévalaient depuis 2011, lorsqu'ils

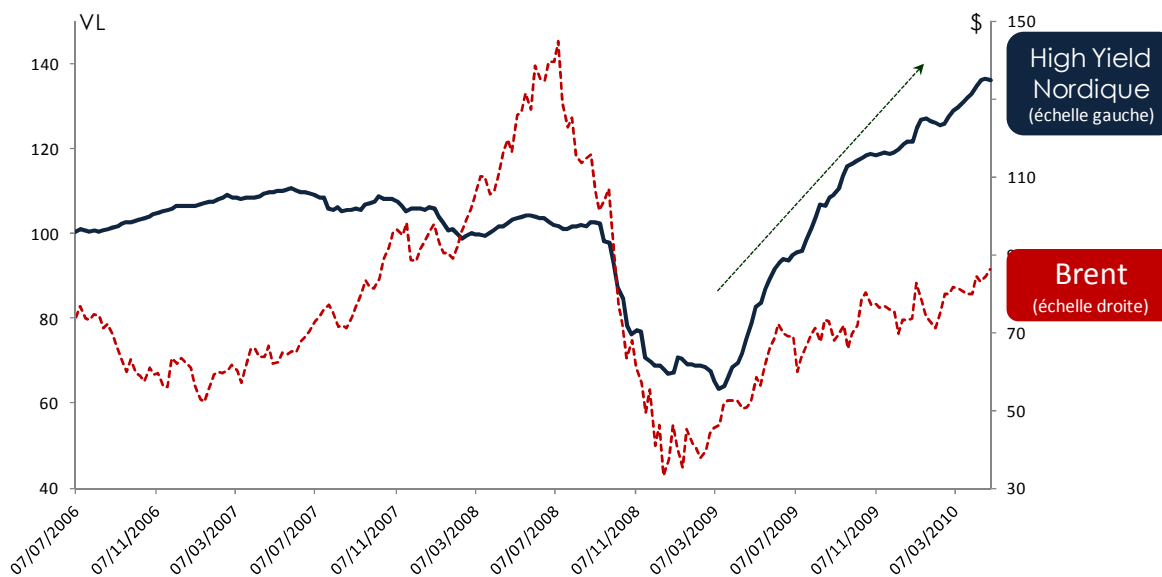
se situaient dans une fourchette 100-120\$, mais ils témoignent que le pire est désormais derrière nous. Nous pensons que les prix continueront à se redresser au fil des mois sous l'impulsion des deux catalyseurs suivants :

1. La croissance économique semble se diffuser sur le Vieux Continent, ce qui devrait favoriser un rééquilibrage, puis une accélération de la croissance mondiale. Nous pensons donc que la demande de pétrole devrait continuer à croître ;
2. L'augmentation de la production mondiale de pétrole provient ces dernières années surtout de l'essor de la production sur le sol américain. Or, le nombre de puits forés sur le territoire américain a connu une décreue spectaculaire de -58% au cours des 7 derniers mois pour revenir sur le niveau de septembre 2010. La production américaine est donc inévitablement amenée à reculer, ce qu'elle a d'ailleurs déjà commencé à faire depuis le début de l'année dans certaines zones de son territoire riches en hydrocarbures non conventionnels.

Tailor Oblig Opportunité détient des papiers qui font l'objet d'une demande croissante, alors que le marché du High Yield européen n'offre plus, en moyenne, qu'un rendement de 3,4%. Sachant que le taux de défaut était de 1,5% en 2014 et de 3,6% en 2013, il faut donc sans doute retrancher 1 à 2 points de rendement pour obtenir le rendement net moyen après défaut.

Un tel point d'entrée ne se présente que très rarement

2008-2009 : dislocation suivi d'une recovery fulgurante
Sur fonds de baisse du pétrole mais également d'un crédit crunch



Source : Tailor Capital, Bloomberg, fin mars 2015

Le prix moyen des obligations dans le fonds est de 90 et de 75 pour les obligations nordiques. Compte tenu du rendement net de 10% embarqué et de la proximité des maturités (50% du portefeuille arrive à maturité avant fin 2017), Tailor Oblig Opportunités devrait largement surperformer le marché crédit dans les 12-24 prochains mois. **Depuis le 21 janvier, le fonds rebondi de 5% alors que les indices crédit BBB européen ont perdu plus de la moitié de la performance accumulée depuis le début de l'année sur les seules deux dernières semaines.**

AVERTISSEMENT

Ce document n'est pas destiné aux investisseurs de l'Union européenne dits « non professionnels » au regard de la Directive MIF.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ce document est établi par TAILOR CAPITAL, société de gestion de portefeuilles de droit français. Ce document, à caractère commercial, a pour but de vous informer de manière simplifiée sur les caractéristiques du fonds. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel.

En cas de différences entre cette fiche marketing, le DICI et le prospectus en vigueur, seul le DICI et le prospectus font foi.

Avant toute décision d'investissement, il est rappelé à l'investisseur qu'il convient de lire attentivement le prospectus de l'OPCVM visé par l'Autorité des Marchés Financiers, disponible sur simple demande auprès de TAILOR CAPITAL ou sur le site www.tailor-capital.com.

Il appartient également à l'investisseur de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à ce placement, en consultant au besoin ses propres conseillers juridiques, fiscaux, ou financiers, indépendamment de la société TAILOR CAPITAL, de manière à s'assurer de l'adéquation entre ce produit et sa situation patrimoniale et personnelle.

Nous attirons l'attention des souscripteurs que cet OPCVM présente un risque de perte en capital. Il est investi en titres de créance dont les garants sont des Etats ou des sociétés privées mais dont le défaut de remboursement ne peut en aucun cas être exclu.

La souscription de parts de ce fonds est permise uniquement aux investisseurs n'ayant pas la qualité de « US Person » (telle que cette expression est définie dans la réglementation financière fédérale américaine et reprise sur le site internet www.tailor-capital.com) et dans les conditions prévues par le prospectus du fonds.

Conformément à l'article 314-76 du règlement général de l'AMF, le client peut recevoir sur demande de sa part, des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation du présent produit.