

Première Conférence annuelle High Yield organisée par Tailor Capital en partenariat avec Morningstar le 12 décembre 2014

Comment aborder la Gestion Crédit dans un cycle moins favorable ?

Assiste-t-on à un phénomène de bulle sur les obligations ? Le succès des fonds Crédit est-il durable ?

Jean-François BAY, Directeur Général, Morningstar France

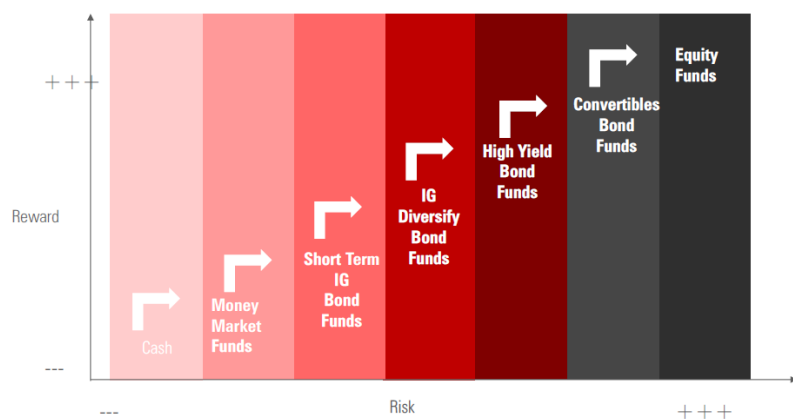
L'environnement de taux bas en Europe est appelé à durer. Il prend racine dans une démographie défavorable, un potentiel de croissance économique faible et un canal du crédit qui demeure convalescent. Jean-François Bay rappelle à juste titre que le niveau d'endettement des Etats s'accroît alors que les rendements réels moyens offerts par les obligations souveraines sont désormais proches de zéro. Cet environnement de taux bas en Europe est particulièrement néfaste aux investisseurs. Plus de 90% des performances obligataires est lié au rendement actuariel offert lors de l'investissement.

Le désert de rendement en Europe aujourd'hui conduira inéluctablement au désert de performance de demain.

Les investisseurs en quête de rendement se sont par conséquent engagés dans une grande translation passant des fonds monétaires aux stratégies obligataires Investment Grade puis High Yield avant de basculer vers les obligations convertibles et les fonds actions. Le suivi des flux effectué par Morningstar à partir de sa large base de données fait ressortir que ce mouvement de translation ne se fait toutefois pas de façon linéaire. En témoigne, les flux sortants qui se sont brusquement déclenchés sur les obligations convertibles et les petites et moyennes capitalisations européennes depuis l'été.

La demande des investisseurs en Europe

► The Great Translation, not the Great Rotation

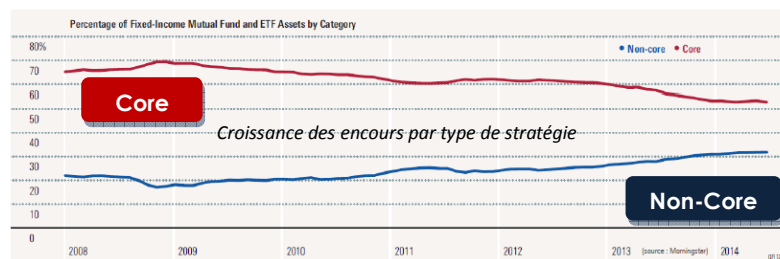


DOCUMENT RÉSERVÉ AUX PROFESSIONNELS

16

MORNINGSTAR

Pour les fonds obligataires, la tendance lourde est celle d'un **appétit croissant pour les stratégies dites non-cœur** (High Yield, Dette Emergente, Prêts à l'économie, etc.). Ces gestions offrent des perspectives de performance plus attrayantes en comparaison à l'univers obligataire traditionnel et un pouvoir de diversification significatif.



Après 5 ans de marché haussier, le succès des fonds crédit peut-il se poursuivre ? Certainement, mais seulement pour les gestions qui seront en mesure d'extraire les opportunités dans un marché plus difficile. La génération de performance par la simple exposition au Bêta de marché est révolue. En dehors des grands gérants institutionnels, apparaissent de nouveaux gérants spécialisés qui ressortent dans le top 20 de la collecte en France toutes catégories obligataires confondues. Tailor Capital, spécialiste de la Gestion Value du crédit international se positionne 18^{ème} de ce classement en 2014.

Pourquoi le cycle est-il désormais moins favorable au crédit ? Quel type d'émetteurs privilégier dans un cycle plus resserré ?

Christophe ISSENHUTH et Didier MARGETYAL, co-gérants des fonds Tailor Capital

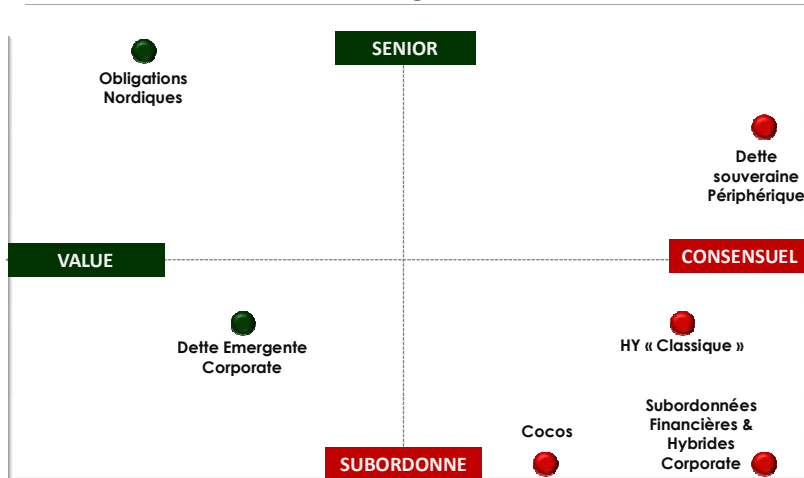
Didier Margetyal a d'abord tenu à mettre en exergue la similitude du cycle actuel avec celui de 2003-2007. Les facteurs de fragilité sont nombreux et comparables au cycle pré-Lehman. En premier lieu, les valorisations ne laissent pas de place aux déceptions. Les spreads souverains et privés sont comprimés sur des niveaux historiquement bas. Cette cherté est particulièrement exacerbée en zone euro. **Afin de profiter d'un rendement réel positif à 3 ans sur les obligations d'entreprises européennes il faut désormais accepter de descendre dans les notations BB.** Cette fuite en avant est périlleuse.

D'autre part, à l'exception des Etats-Unis, la performance récente du crédit s'explique plus par l'action des Banques centrales que par une véritable embellie de la croissance. En outre, la liquidité est très largement surestimée par les investisseurs. Les épisodes récents d'écartement violents des spreads sont venus rappeler que la liquidité n'existe que dans un sens. C'est à dire lorsque le marché est acheteur net. Dès que les flux se retournent, il devient compliqué d'accéder à la liquidité. Si les valorisations et la surestimation de la liquidité interpellent, il existe une autre tendance défavorable, parfois moins évidente aux yeux des investisseurs: la détérioration des protections accordées aux porteurs d'obligations. Le pourcentage d'émetteurs High Yield américain dont les covenants sont qualifiés de « légers » par Moody's a doublé en 4 ans. En septembre, c'est même près de la moitié des émissions qui se sont effectuées sans restriction. Dans ce cas, l'émetteur peut poursuivre son endettement et/ou extraire du cash de son bilan afin de rémunérer les actionnaires sans rendre de compte aux obligataires. Les émetteurs européens n'échappent pas à cette tendance.

L'action des Banques centrales conduit donc clairement les investisseurs à prendre davantage de risque. Parmi les différents risques disponibles, Tailor Capital considère le risque de duration comme le moins bien rémunéré (allongement de la maturité des portefeuilles).

Christophe Issenhuth a ensuite développé la vision crédit de la société de gestion et son positionnement dans les portefeuilles. Il a dépeint **un marché du crédit fracturé** entre des segments qui bénéficient d'un engouement très consensuel voire aveugle et des segments qui subissent une décote voire une dislocation. D'un côté, une zone de cherté, composée des dettes souveraines, du crédit européen et du marché traditionnel du haut rendement. L'investisseur peut difficilement attendre un rendement conséquent sur ces obligations puisque leur portage est très faible. D'un autre côté, des segments certes plus volatils mais dont le rendement actuariel embarqué est élevé.

Segmentation des moteurs de performance obligataires

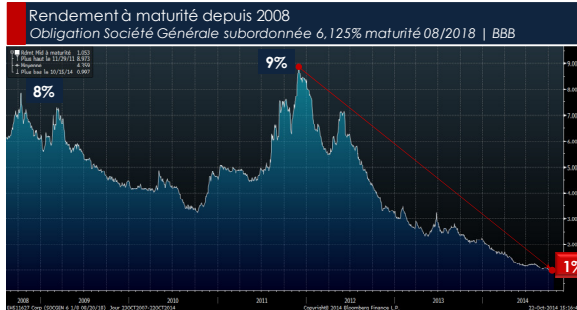


Source : Tailor Capital

Christophe Issenhuth indique qu'après analyse fine des prospectus, ces émetteurs offrent souvent des protections plus élevées. Ces segments sont la dette émergente corporate en devise dure, les obligations nordiques et les obligations publiques ou parapubliques assorties d'une notation AAA et AA libellées en devises émergentes à fort rendement.

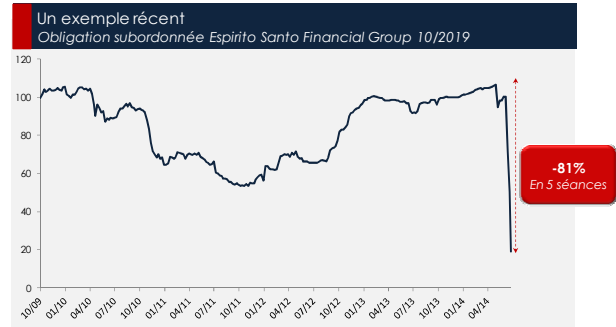
Afin d'expliquer l'absence des subordonnées financières du portefeuille, Christophe Issenhuth est revenu sur une obligation emblématique de ce marché. L'obligation subordonnée Société Générale notée BBB et de maturité août 2018. Cette obligation offre un rendement à maturité de 1% : « si tout se passe bien vous gagnez 1%, sinon votre investissement perd la totalité de sa valeur ! » indique t'il en mentionnant le parcours chaotique de la subordonnée financière Espirito Santo 10/2019 qui a perdu 90% de sa valeur en une semaine cet été.

Le risque de subordination ne semble plus être correctement rémunéré



Source : Tailor Capital, Bloomberg, fin octobre 2014

Nous sommes absents des subordonnées financières européennes



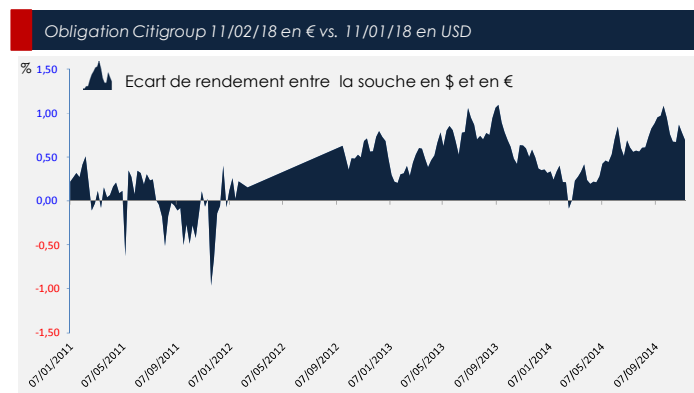
Source : Tailor Capital, fin juin 2014

Quels segments et quels émetteurs pourront tirer leur épingle du jeu dans ce cycle plus resserré ? L'équipe de Gestion a répondu à l'interrogation des investisseurs en quatre points :

- Rester en cash plutôt que d'investir à tout prix et se tenir prêt à saisir les opportunités ;
- Privilégier les émissions qui sont favorables aux porteurs d'obligations ;
- Privilégier les émetteurs qui offrent une visibilité sur leurs cash flows ou qui n'ont pas besoin de faire appel au marché pour se refinancer ;
- Tirer profit des poches d'inefficience qui subsistent.

La vision de l'équipe à moyen long terme incite Tailor Capital à privilégier plus que jamais les obligations en dehors de la zone euro afin d'éviter la bulle que la BCE stimule pour des raisons certes louables, mais dont les effets ne seront pas nécessairement ceux escomptés.

A risque égal, les obligations en \$ sont plus attractives que celles en €



Source : Tailor Capital, fin juin 2014

Les deux segments du High Yield privilégiés par les gérants, sont les obligations nordiques et la dette émergente privée libellée en dollar. Les obligations nordiques qui représentent près de la moitié de leur fonds Tailor Oblig Opportunités présentent un triple avantage : des rendements attractifs de l'ordre de 9%, un rang de priorité bancaire qui place les porteurs d'obligations au même rang qu'une banque en cas de problème et des actifs placés en collatéral des obligations. Ces actifs représentent fréquemment plus d'une fois la valeur de l'obligation. L'équipe souligne que « dans l'univers crédit disponible, les segments qui offrent des rendements comparables aux obligations nordiques, sont beaucoup moins protecteurs ». L'autre segment du crédit qui retire l'attention des gérants de Tailor Capital est la dette émise en dollar par des entreprises des pays émergents. Certains émetteurs notés Investment Grade offrent un rendement supérieur à celui des obligations High Yield européennes même après coût de couverture de change. Ce segment qui peut faire l'objet de mouvement de flux significatifs, offre un point d'entrée très intéressant pour l'épargnant de moyen/long terme. Christophe Issenhuth indique que « pour des gérants obligataires de taille modeste et flexibles il est possible de saisir des opportunités de grande qualité. Nous nous sommes positionnés sur une société de sportswear chinoise qui a plus de trésorerie que de dette et dont l'obligation offrait près de 9% de rendement au cœur de la correction indiscriminée de l'été 2013 ». Le marché obligataire reste un marché de gré à gré qui offre des arbitrages et des opportunités de création de valeur forte pour les gestions opportunistes. Ces dernières sont bien positionnées pour bénéficier d'un marché parfois inefficace d'autant plus que les banques se sont graduellement retirées de cette activité d'investissement.

En conclusion, les investisseurs doivent accepter plus de volatilité pour espérer un rendement significatif sur les 12/24 prochains mois. L'horizon d'investissement qui a eu tendance à se raccourcir à la faveur d'un marché haussier et linéaire doit être rallongé. L'univers obligataire européen traditionnel offre un rendement trop faible pour couvrir les engagements des investisseurs. Il faut donc accepter de sortir de sa zone de confort. Plutôt que de rallonger la maturité de son portefeuille, il est préférable de favoriser le risque crédit, le risque géographique ou le risque actions lorsque ceux-ci sont suffisamment rémunérés et ce n'est pas le cas aujourd'hui au sein de la zone euro.

Avertissement : ce document à caractère commercial est conçu à des fins d'information et est dédié aux investisseurs professionnels. Les informations, opinions et analyses contenues dans ce document ne sauraient avoir une quelconque valeur contractuelle. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Le descriptif complet des caractéristiques des fonds ainsi que la liste détaillée des risques associés peuvent être consultés dans le prospectus de chaque OPC.