
ACTUALITÉ ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

Mercredi 28 août 2024

Obligations High Yield : Démystifier le risque pour optimiser les rendements

Jean-Albert Carnevali, Fund Manager et Maxime Smekens, Co-Fund Manager

Dans la construction de son portefeuille, un investisseur cherche avant tout à maximiser le rendement tout en maîtrisant les risques pris. L'outil principal à sa disposition est la diversification sur des classes offrant des profils risque-rendement complémentaires. Au sein de la classe d'actifs obligataire, les obligations à haut rendement (High Yield), qu'elles soient souveraines ou d'entreprise, constituent un vecteur de diversification attractif. Elles offrent en effet un surplus de rendement par rapport aux obligations souveraines de qualité couplé à un effet de décorrélation par rapport à ces dernières. L'analyse approfondie des émetteurs et la sélectivité restent cependant de mise car ce surplus de rendement va de paire avec un risque de défaut généralement supérieur.

De façon assez caricaturale, nous pourrions dire que la définition du rapport risque-rendement constitue l'une des clés de voûte des principes d'une gestion d'actifs

performante sur le long terme. En effet, les investisseurs sont en permanence à la recherche de nouvelles sources de diversification qui leur permettent de maximiser le rendement de leur portefeuille à un niveau de risque maîtrisé.

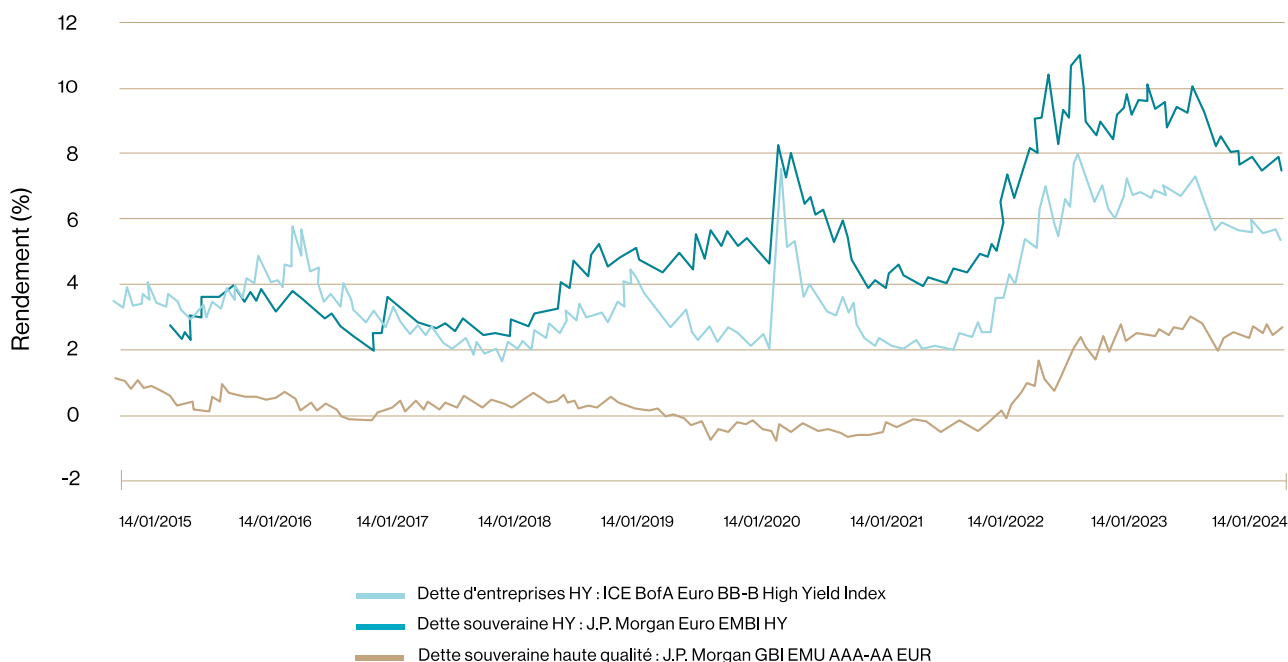
Dans cette optique, au sein de l'univers obligataires, la sous-classe d'actifs des obligations à haut rendement (High Yield) est intéressante puisque, historiquement, elle a permis aux investisseurs de dégager un rendement ajusté au risque plus élevé que les autres actifs obligataires. Toutefois, ce surplus de rendement vient aussi avec son lot de risques supplémentaires qu'il convient de prendre en compte dans le processus d'analyse et de construction de portefeuille.

Caractéristiques et attractivité des obligations High Yield

Les obligations High Yield (HY), également appelées obligations à haut rendement, sont

des titres de dette émis par des émetteurs ayant une note de crédit inférieure (BB+ et en-deçà) à celle des émetteurs dits «Investment Grade» (IG). Cette note de crédit inférieure reflète le caractère plus risqué de ces émetteurs, notamment en matière de risque de défaut, c'est-à-dire la probabilité que l'émetteur ne soit pas en mesure de rembourser l'investisseur une fois l'obligation arrivée à échéance. Ce niveau de risque plus important est ainsi compensé par un taux d'intérêt plus élevé, ce qui permet d'attirer les investisseurs à la recherche de rendements, surtout dans un contexte de taux d'intérêt bas.

Evolution des rendements de la dette HY et IG (janvier 2015 à juillet 2024)



Source : Bloomberg

Ce profil de rendement spécifique permet ainsi aux obligations High Yield de jouer un rôle de premier plan lorsqu'il s'agit de diversifier un portefeuille obligataire. En effet, non seulement, l'intégration de ces obligations permet d'augmenter le rendement du portefeuille mais offre également un potentiel de décorrélation intéressant par rapport aux obligations souveraines de bonne qualité - considérées comme valeur refuge - en cas

d'instabilité économique. Cette décorrélation peut contribuer à réduire la volatilité globale d'un portefeuille obligataire améliorant ainsi son profil de rendement ajusté au risque.

Le tableau ci-contre présente les corrélations entre différents types d'obligations sur les 5 dernières années.¹

Cette faible corrélation s'explique principalement par deux facteurs : des émissions High Yield avec des maturités traditionnellement plus courtes et les taux d'intérêt plus élevés qu'elles paient.

Coefficients de corrélations entre catégories d'actifs obligataires

| | Dette souveraine de bonne qualité ² | Dette d'entreprises IG ³ | Dette d'entreprises HY ⁴ | Dette souveraine HY ⁵ |
|-----------------------------------|--|-------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|
| Dette souveraine de bonne qualité | 1 | 0,783 | 0,268 | 0,176 |
| Dette d'entreprises IG | 0,783 | 1 | 0,728 | 0,55 |
| Dette d'entreprises HY | 0,268 | 0,728 | 1 | 0,76 |
| Dette souveraine HY | 0,176 | 0,55 | 0,76 | 1 |

Source : Bloomberg

Attention à rester sélectif !

Pour maximiser les opportunités offertes par la dette High Yield tout en veillant à ne pas s'exposer à des émetteurs dont le profil de risque est trop important, il nous semble indispensable d'aborder cette classe d'actifs avec une approche active et sélective.

L'univers des obligations HY couvre tant le spectre des émetteurs souverains que celui des émetteurs privés mais chacun de ces segments requière un processus d'analyse spécifique qui permettent de tenir compte des caractéristiques propres à ces deux types d'émetteurs.

Obligations souveraines

Parmi les différents types d'émetteurs souverains HY, nous estimons que ce sont ceux notés BB et B qui présentent le profil le plus intéressant. En effet, la notation crédit de ces émetteurs, majoritairement issus de pays émergents, est le plus souvent limitée par des facteurs structurels, comme une taille réduite ou une économie moins diversifiée alors que, en période de stabilité économique, ces pays voient leur croissance alimentée par la consommation des pays développés.

Dans ce cadre, l'analyse individuelle de chaque émetteur nous permet de bien

comprendre les dynamiques en place. Pour ce faire, notre analyse combine un volet macroéconomique à une analyse idiosyncratique de chaque pays permettant une approche prudente et consciente du risque associés à ces émetteurs.

L'analyse macroéconomique (« top down ») examine les cycles économiques pour identifier les tendances d'évolution des taux sans risque (taux liés aux économies développées comme l'Allemagne ou les Etats-Unis), nous permettant de définir notre duration cible (c-à-d. la sensibilité aux taux d'intérêt de nos investissements).

Dans le cadre de **l'analyse dite « bottom up »**, nous étudions les spécificités de chaque pays avec comme objectif d'identifier les économies offrant des fondamentaux en amélioration, tout en présentant une gouvernance axée sur le développement social et favorisant des projets visant à diversifier les exportations du pays. L'analyse de divers éléments tels que la dette par rapport au PIB, la stabilité du système bancaire, la complexité économique ou encore la gouvernance nous permet ainsi de évaluer la sensibilité de ces émetteurs face aux chocs mondiaux.

De façon générale, les émetteurs HY sont plus sensibles aux perturbations de différentes natures et peuvent se trouver en difficulté de paiement rapidement. Toutefois, certains émetteurs qui affichent des fondamentaux en amélioration offrent une résilience en période d'instabilité et ont la capacité de se constituer des réserves en période de prospérité économique.

C'est notamment le cas du Costa Rica, noté BB, qui voit son inflation maîtrisée par sa banque centrale et son niveau de dette par rapport au PIB diminuer autour de 60 %. Cela dans un contexte de réformes visant à réduire le chômage par la construction d'infrastructures permettant à l'économie de se tertiariser, notamment dans le secteur des Technologies de l'information et des Services de communication. Sa résilience a permis de naviguer la crise sanitaire récente tout en profitant de la relance économique qui s'ensuivit. D'un point de vue investissement obligataire, cela s'est avéré être un investissement rémunérateur.

Obligations d'entreprise

Si l'endettement est l'un des facteurs pris en compte pour catégoriser une entreprise dans le segment High Yield, il ne s'agit pas là du

seul critère, d'autres éléments interviennent également tels que la cyclicité de l'entreprise, sa taille ou encore la diversification de son activité. Ainsi, il n'est pas rare de voir une entreprise faiblement endettée qualifiée de High Yield, parce que, par exemple, elle est présente sur des marchés cycliques ou encore parce qu'elle est en pleine phase de croissance.

Chez BLI, outre le critère de valorisation, celui de la solvabilité et donc par ricochet de l'endettement est pour nous primordial. En effet, **au sein du segment HY, ce sont les entreprises dotées d'un endettement maîtrisé qui constituent notre cible d'investissement privilégiée puisque ce sont elles qui sont le mieux positionnées pour résister aux cycles économiques défavorables et pour protéger les intérêts des détenteurs d'obligations.**

Ainsi, malgré un risque perçu plus élevé du fait de la classification HY, en investissant dans des entreprises avec un bilan sain et des fondamentaux solides, nous sommes en mesure de minimiser les risques de défaut et de maximiser les rendements pour nos investisseurs.

A l'inverse de l'analyse des émetteurs souverains qui prend en compte des facteurs macroéconomiques, notre approche pour les émetteurs privés est purement bottom-up. Ainsi, afin d'identifier ces émetteurs dotés d'une valorisation attractive et d'un profil de solvabilité solide, nous analysons un certain nombre d'indicateurs financiers tels que la rentabilité, le ratio de couverture des charges d'intérêt, le ratio d'endettement et la liquidité. L'objectif étant d'identifier des entreprises solides qui montrent une capacité constante à générer des flux de trésorerie suffisants pour couvrir leurs engagements qui sont maîtrisés.

À titre d'exemple, une entreprise telle que Volvo Cars rentre dans nos critères de sélection d'émetteurs notés High Yield. Ces dernières années, elle a fait preuve d'une discipline dans la gestion de son endettement. Ainsi, depuis 2015, et malgré la cyclicité de son activité, elle affiche un excédent de cash par rapport à sa dette, lui permettant de maintenir un coussin de liquidité en cas de ralentissement économique. Les chiffres annuels de 20236 montrent que le bénéfice opérationnel brut couvre 52 fois la charge totale d'intérêt, alors que la médiane de ce ratio pour les entreprises cycliques High Yield européennes est seulement de 5 fois. Considérant ces éléments parmi d'autres le risque de défaut sur les émissions obligataires de Volvo Cars sur un horizon d'investissement de moins de 5 années semble faible.

Conclusion

Historiquement, sur le long terme, parmi l'ensemble des actifs obligataires, les émissions High Yield affichent la meilleure performance rapportée à la volatilité⁷, faisant de cette classe d'actifs un outil de choix de diversification dans un processus de construction de portefeuille. Il ne faut cependant pas négliger les risques accrus associés à cette classe d'actifs. Une approche active, prudente et disciplinée s'avère essentielle notamment en privilégiant, au sein de ce segment, les émetteurs qui maîtrisent leur niveau d'endettement et sont capables de faire face à des vents contraires temporaires.

1 Période allant du 16/07/2019 au 16/07/2024 – obligation libellée en euro

2 JP Morgan EMU AAA-AA Index

3 ICE BofA Euro Corporate Index

4 ICE BofA Euro BB-B High Yield Index

5 JP Morgan Euro Emerging Markets High Yield Index

6 Source : Bloomberg, Financial Analysis.

7 Sur un historique de 5 et 10 ans, pour les 4 indices affichés dans le tableau ci-avant.

Pour suivre nos analyses des marchés financiers et l'évolution macro-économique : consultez le blog www.blinvestmentsblog.com et abonnez-vous à la newsletter.



www.blinvestmentsblog.com

BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tél. : (+352) 26 26 99 1

Ce document a été rédigé par BLI - Banque de Luxembourg Investments (« BLI ») et est destiné à tous les investisseurs. Il fait référence directement ou indirectement à un ou plusieurs produits financiers (le « Produit Financier »).

Les informations économiques et financières contenues dans ce document (les « Informations ») sont fournies sur la base des informations connues à la date de publication du document et peuvent être modifiées sans préavis. Les Informations proviennent (en partie ou entièrement) de sources externes à BLI ou sont basées sur de telles sources. BLI estime avoir pris les mesures raisonnables pour s'assurer que les Informations sont exactes et à jour à la date de ce document. Cependant, aucune garantie ne peut être donnée par BLI quant à l'exactitude et/ou la récence des Informations.

Les Informations ne constituent pas un conseil en investissement, ni une invitation à investir dans le Produit Financier, ni un conseil légal ou fiscal.

L'attention de tout destinataire du présent document est attirée sur le fait que :

- Tout investissement dans le Produit Financier comporte des risques spécifiques qui sont détaillés dans le document d'émission respectivement dans le document d'informations clés du Produit Financier.
- Les performances passées du Produit Financier ne préjugent pas des performances futures du Produit Financier et la valeur du Produit Financier et des revenus qui en découlent peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas le montant initialement investi.
- Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent pas en compte les commissions, frais et taxes éventuels, liés à la souscription ou au remboursement de parts du Produit Financier.
- Le Produit Financier n'est pas géré par référence à un indice de référence.

De manière générale, BLI n'assume aucune responsabilité quant à la performance future d'un Produit Financier. BLI ne pourra pas être tenue responsable des décisions qu'un destinataire de ce document pourrait prendre ou ne pas prendre sur la base des Informations. Une personne intéressée à investir dans un Produit Financier doit s'assurer de l'adéquation d'un tel investissement par rapport à sa situation personnelle et, en cas de besoin ou de doute, demander un avis indépendant. Elle doit, en outre, tenir compte des caractéristiques et des objectifs du Produit Financier, notamment lorsque celui-ci fait référence aux aspects liés à la durabilité conformément au règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. Ces informations sont disponibles sur le site de BLI à l'adresse www.bli.lu.

L'investissement dans le Produit Financier ne pourra se faire que sur la base du document d'émission, du document d'information clés et du plus récent rapport annuel respectivement rapport semestriel du Produit Financier, chaque fois dans leur version en vigueur au moment de la prise de décision d'investissement (les « Documents »). Les Documents sont disponibles gratuitement sur simple demande par courrier adressé à BLI - Banque de Luxembourg Investments, 16, boulevard Royal, L-2449 Luxembourg ou par courriel adressé à info@bli.lu. BLI pourra également vous indiquer les langues dans lesquelles chacun des Documents est disponible.

Les personnes intéressées à investir dans le Produit Financier sont informées qu'un résumé de leurs droits en tant qu'investisseur est disponible sur le site de BLI à l'adresse suivante :

<https://www.banquedeluxembourginvestments.com/fr/bank/bli/informations-legales>

BLI rappelle enfin qu'elle peut décider à tout moment de cesser la commercialisation du Produit Financier, sous réserve du respect des dispositions légales et réglementaires applicables.

Toute reproduction, en tout ou en partie, de ce document est soumise au consentement écrit et préalable de BLI.

Date de la publication : 28 août 2024

Heure de la publication : 11h30

Auteur : Maxime Smekens, Co-Fund Manager, info@bli.lu
Jean-Albert Carnevali, Fund Manager, info@bli.lu

L'auteur du présent document est employé par BLI - Banque de Luxembourg Investments, une société de gestion agréé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier Luxembourg (CSSF).