

Focus sur le Crédit

High Yield : une opportunité d'investissement historique



Après une année 2008 désastreuse, les obligations « high yield » ont enregistré des performances supérieures à presque toutes les autres classes d'actifs depuis le début de l'année. Dans cet article, Wes Sparks, responsable de la gestion taux US, revient sur les facteurs ayant provoqué ce rallye et nous livre ses perspectives au regard du resserrement actuel des spreads.

Wes Sparks, gérant – Global High Yield

Depuis le début de l'année...

Après la pire année* jamais connue sur le marché des obligations à haut rendement en 2008 (-26,2%), l'année 2009 se présente jusqu'à présent sous de meilleurs auspices. Les obligations à haut rendement ont enregistré des performances supérieures à presque toutes les autres classes d'actifs, y compris les actions, et parviennent quasiment à compenser les pertes enregistrées en 2008 avec une progression de plus de 28% (données arrêtées à fin mai 2009*).

Au cours de ce rallye, le rendement moyen des obligations à haut rendement a perdu environ 14% et les spreads vis-à-vis des emprunts d'Etat de maturité équivalente se sont fortement resserrés par rapport au pic de près de 19% - atteint dans la première quinzaine de décembre l'an dernier - à tout juste 11% actuellement.

Les facteurs techniques ont donc largement compensé les éléments plus fondamentaux de l'économie et du crédit qui restaient globalement négatifs en ce début de l'année. L'activité économique mondiale et les résultats des sociétés sont encore mal orientés, les taux de défaut des obligations corporate sont en augmentation et cette tendance devrait se poursuivre. Alors que les taux de défaut historiques sur 12 mois sont supérieurs à 10%, Moody's prévoit une hausse des taux de défaut à près de 14% avant la fin de l'année et les niveaux de défauts pourraient rester élevés en 2010.

* Données relatives au Barclays Capital Global High Yield Corporate 2% issuer Capped bond index, US \$ hedged



Schroders

Un afflux de demande excédant largement l'offre

C'est donc le soutien technique lié à la rapide progression de la demande de high yield - d'autant plus marqué que l'offre était très limitée - qui a poussé les prix à la hausse. C'était le cas au premier trimestre, alors que les inquiétudes quant à l'économie étaient au plus haut, car les investisseurs estimaient que les spreads intégraient une anticipation trop pessimiste quant au taux de défaut des sociétés. Alors que l'on progresse dans le second trimestre, de plus en plus d'investisseurs ont également commencé à chercher du rendement.

On a donc observé un afflux record de capitaux sur les fonds américains spécialisés sur le « high yield » conjugué à une demande en hausse de la part des investisseurs. L'année 2009 pourrait bien être la meilleure année jamais observée en termes de souscriptions sur la classe d'actifs, avec des souscriptions nettes depuis le début de l'année de plus de 19 milliards de dollars**. L'offre brute s'est élevée à 47 milliards de dollars, mais elle a été en partie compensée par des émissions arrivant à échéance et des offres de rachat, ce qui a limité l'offre nette en 2009 à 31 milliards de dollars.

Le niveau de l'offre a indiscutablement rebondi depuis le début de l'année, mais le point de départ était si bas que la demande continue à être supérieure au volume de nouvelles émissions. L'offre est toujours principalement alimentée par le marché américain (les niveaux d'émissions de dette high yield européenne et asiatique étant relativement atones) et pour la plupart des émissions par des sociétés reconnues. Toutefois, ces toutes dernières semaines, plusieurs sociétés de petite taille - et même d'émetteurs nouveaux sur le marché - ont mené avec succès des opérations et nous observons actuellement des remboursements des prêts bancaires ou des prêts-relais en les finançant par des émissions obligataires sur des maturités de 5-10 ans.

Les émetteurs moins bien notés profitent des signes de reprise

A partir de mi-mars, les investisseurs ont trouvé du réconfort dans l'actualité économique qui bien que morose, n'était pas aussi mauvaise que ce que le marché anticipait. Le sentiment de confiance s'est fortement amélioré, les investisseurs étant de plus en plus nombreux à penser que les mesures prises par les gouvernements pourraient permettre d'éviter le pire et qu'il y avait plusieurs signes de stabilisation de l'économie, le rythme de la dégradation de l'activité s'atténuant légèrement. Les mois d'avril et de mai ont été d'excellents mois en termes de performance pour les marchés obligataires à haut rendement au niveau mondial.

Les marchés du crédit ont reçu quelques bonnes nouvelles du côté des équilibres financiers des entreprises et de l'assainissement des bilans ces derniers mois. De nombreuses sociétés ont émis des actions (malgré un niveau de cours peu élevé), des obligations convertibles ou des actions préférentielles, certaines ont procédé à des échanges de dette « distressed » ou à des offres de rachat anticipé de dette (sur des niveaux sensiblement inférieurs au prix d'émission), ce qui a permis de réduire le levier financier et de limiter le risque de défaut potentiel à court terme pour beaucoup d'émetteurs en difficulté. Des telles évolutions majeures et de tels facteurs techniques peuvent avoir un impact positif sur l'économie. Nous pensons que ces événements sont des explications légitimes du rallye d'envergure que nous avons connu au deuxième trimestre.

Les obligations les plus performantes ont souvent été des émissions de faible qualité, qui ont rebondi sur leurs niveaux les plus bas. Ainsi les obligations Ford Motor 7,45% 2031 ont plus que quadruplé passant de près de 15 USD aux environs de 60 USD après l'échange de dette « distressed » à laquelle a procédé le constructeur et au rachat anticipé d'une partie de sa dette (à 27 dollars !) annoncée début mars, même si son principal concurrent General Motors s'est déclaré en faillite.

**Source : AMG data Services pour les 22 semaines arrêtées au 4 juin 2008

Ce mouvement a pris de court beaucoup d'investisseurs généralement sous-exposés aux crédits du plus faible qualité, tels que les émissions CC ou CCC, qui ont offert en moyenne les meilleures performances de toutes les catégories de crédit - que l'on se réfère au high yield ou à la catégorie investissement - depuis le début de l'année.

Quelles perspectives pour le second semestre ?

La vigueur du rallye sur le marché obligataire à haut rendement mondial ces deux derniers mois nous a, comme pour beaucoup d'autres investisseurs, dans une certaine mesure pris par surprise. Nous avions envisagé un rebond, mais nous ne nous attendions pas à un rallye d'une telle ampleur avant la fin de l'année.

En dépit de l'importance du rebond, il existe encore des opportunités dans les spreads. Un spread de 11% demeure plus large que le plus haut observé sur les spreads du « high yield » au cours des deux derniers pics de défaut de 1991 et 2002 et présente un intérêt pour des investisseurs qui recherchent des revenus dans un environnement où les taux d'intérêt sans risque sont proches de zéro.

Cette amélioration des conditions de marché pourrait se révéler durable, mais il ne faut pas exclure le fait que les investisseurs fassent preuve de plus de sélectivité et d'esprit critique au cours du troisième trimestre, surtout si et lorsque des facteurs négatifs font leur apparition et inversent le sentiment de confiance.

D'un autre côté, le pic attendu sur les taux de défaut doit probablement être revu à la baisse, en raison des récentes offres d'échange et des opérations sur titres. Au début de l'année, nous estimions que les défauts atteindraient un plafond aux alentours de 20% mi-2010 (estimation supérieure aux prévisions de Moody's de cette période) - mais aujourd'hui il est clair que certains émetteurs « distressed » ont réussi à éviter la faillite ou à obtenir suffisamment de liquidités pour leur permettre de gagner une année supplémentaire avant de faire éventuellement défaut. Moody's a récemment réduit ses prévisions: d'un plus haut à 13,8% en novembre 2009, le taux de défaut devrait diminuer à 8% en avril 2010***.

Au cours du second semestre, nous devrions observer davantage de cas de "fallen angels"- obligations « investment grade » dont la notation est abaissée en catégorie spéculative - qui pourraient parfois être perçus comme une source « involontaire » d'offre à destination des investisseurs high yield. Dans l'intervalle, le rythme des nouvelles émissions s'accélère et le soutien technique aux prix lié au déséquilibre important entre offre/demande devrait commencer à s'atténuer. Le marché obligataire à haut rendement est maintenant à un niveau qu'il aurait été difficile d'imaginer 3 ou 4 mois plus tôt. Il sera important de suivre comment les nouvelles émissions de sociétés moins bien connues se comporteront dans cet « après marché ». Jusqu'ici de nombreuses opérations ont remporté un vif succès et se sont traitées, dans les jours qui ont suivi la cotation, à niveaux supérieurs au prix d'émission.

Il pourrait bien y avoir un regain de volatilité dans les mois à venir, le « high yield » étant une classe d'actifs à bêta élevé, sujette à des vagues de hausse de grande ampleur et à des corrections qui peuvent être tout aussi violentes. Cependant, les investisseurs doivent regarder un peu au-delà des tous prochains mois. Nous pensons que les deux à trois prochaines années constitueront une opportunité historique d'investissement sur cette classe d'actifs. Les dirigeants des sociétés affichent en effet une détermination sans précédent pour réduire leur dette et consolider leurs bilans.

En tant que gérant actif, nous tirerons parti de la volatilité des marchés pour sélectionner les meilleurs crédits et nous continuerons à nous positionner pour cette opportunité historique.

*** : Moody's Investors Service, May Default Report, 3 juin 2009

Informations importantes :

Ce document exprime les opinions Wes Sparks, gérant Global High Yield, et ne représente pas nécessairement les opinions de Schroder Investment Management Limited.

Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers.

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders, et ceux-ci sont susceptibles de changer. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document.

Publié par Schroder Investments Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority.

Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.