

High yield : fausse détresse ?

Malgré les performances décevantes en 1999-2000 plusieurs études reposant sur l'analyse des évolutions des écarts de rendements, montrent que les *high yield* devraient figurer cette année parmi les actifs les plus performants.

Fiona Frick
Senior Investment Manager
Unigestion

■ Les obligations sont traditionnellement perçues comme des véhicules de placement peu risqués. C'était sans compter sur les obligations à haut rendement qui ont affiché des performances très volatiles au cours de l'année 2000. Si l'on se réfère à l'indice Chase, le marché global des obligations à haut rendement a perdu 7,33 % à fin novembre (20,09 % pour les seules obligations européennes).

De toute évidence les marchés ont les nerfs à fleur de peau. Certains gestion-

naires craquent et finissent par vendre ces titres dans la précipitation. Alors que les informations rassurantes publiées par les entreprises déclenchent un enthousiasme modéré, la moindre mauvaise nouvelle est, elle, prétexte à des dégagements massifs. Face à ce vent de panique, il est temps de faire un tour d'horizon de cette classe d'actifs. Nous en avons tiré un certain nombre de conclusions qui incitent à penser que les obligations à haut rendement ont de fortes chances d'être parmi les actifs les plus performants en 2001.

Quel scénario pour le futur ?

L'année 2001 permettra aux obligations à haut rendement d'afficher enfin des performances à la mesure des ambitions de cette classe d'actifs.

Le différentiel par rapport aux rendements des obligations gouvernementales est à son plus haut historique
Le niveau de cherté des obligations

Graphique 1 Différentiel par rapport aux rendements des obligations gouvernementales

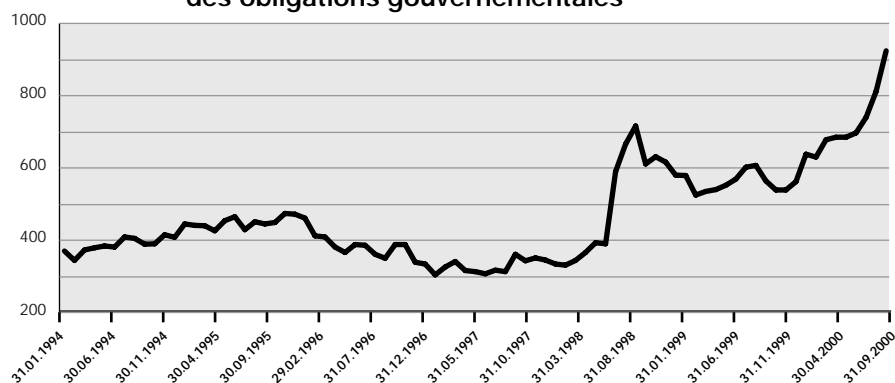


Tableau 2 Performance des *high yield* en fonction de l'écart de rendement

Ecart de rendement au début de la période étudiée	Performance cumulée observée sur les 24 mois suivants
Supérieur à 800 points de base	30.29 %
de 700 à 800 points de base	20.19 %
de 600 à 700 points de base	7.56 %
de 500 à 600 points de base (moyenne historique)	10.04 %
de 400 à 500 points de base	8.74 %
de 300 à 400 points de base	7.17 %

Source : CSFB/DLJ.

à haut rendement se mesure par le degré de la prime de risque que l'investisseur est prêt à payer pour l'actif. Cette prime de risque est mesurée par le différentiel entre le taux de rendement de l'obligation à haut rendement et le taux de rendement d'une obligation gouvernementale.

Le graphique 1 montre l'évolution du différentiel entre le taux des obligations à haut rendement et celui des emprunts d'État. Actuellement, l'écart moyen tel que mesuré par l'indice Chase Global High Yield se situe aux alentours de 900 points de base.

Le niveau actuel est le plus haut depuis l'existence de l'indice et dépasse lar-

gement celui atteint durant l'été 1998 à la suite du défaut de la Russie et de la débâcle du fonds spéculatif LTCM.

De même, un différentiel au-dessus de 900 points de base est supérieur à celui qui perdurait lors de la crise financière des obligations à haut rendement en 1990 succédant à la faillite du groupe Drexel Burnham Lambert.

CSFB/DLJ fournit sur ce sujet une étude très intéressante sur la performance historique de la classe des obligations à haut rendement en fonction du niveau d'écart de rendement sur la période se déroulant de janvier 1986 à septembre 2000 (tableau 2). Nous sommes à l'heure actuelle dans le scénario le plus optimiste

sur base historique par rapport au potentiel de performance de la classe d'actif.

Les écarts de rendement escomptent les plus mauvaises conditions de défaut depuis que la classe d'actif existe.

Une obligation est classée en détresse dans le marché des obligations à haut rendement lorsque son écart de rendement par rapport à une obligation gouvernementale de même échéance dépasse les 10 %. Si l'on tient compte de cette statistique, le pourcentage d'obligations en détresse escompté par le marché des obligations à haut rendement est supérieur à 30 %. Il est vrai que, selon l'agence de notation Moody's, la qualité de crédit des émetteurs à haut rendement s'est dégradée sur le premier semestre 2000. Le taux de défaut des émetteurs entrant dans la catégorie spéculative va globalement atteindre 6 % cette année et pourrait monter à 9 % dans les douze prochains mois. Nous sommes encore loin des 30 %.

Ainsi, que cela soit pour des raisons fondamentales ou pour des raisons statistiques, 2001 sera un bon cru pour la performance des obligations à haut rendement. Les investisseurs devraient connaître enfin des performances à la hauteur de leur patience.

1999-2000 : chronique d'une performance décevante

L'histoire avait tout pour plaire, elle débute au 1^{er} janvier 1999 dans le contexte de l'entrée en vigueur de l'euro qui mettait un terme au mouvement de convergence des marchés obligataires. Cela se traduit par la disparition, pour le gestionnaire obligataire des possibilités de diversification de taux d'intérêt ainsi que la suppression des paris de changes dans la zone concernée. Par ailleurs, les taux à long terme américains et japonais avaient atteint courant septembre 1998 leurs plus bas historiques et avaient par conséquent un potentiel de baisse très limité. Compte tenu des bas niveaux des taux d'intérêt et de la fin du processus de convergence européenne, les bonnes performances obligataires passées devenaient plus difficilement répliquables sans diversification vers des instruments obligataires plus rémunérateurs. Les obligations à

haut rendement allaient donc permettre de répondre à cette demande grâce à une rentabilité plus élevée que les obligations traditionnelles, tout en affichant un niveau de risque moindre que celui des actions.

«2001 sera un bon cru pour la performance des obligations à haut rendement.»

La classe des obligations à haut rendement était en voie d'émergence en Europe mais existait depuis longtemps aux États-Unis. Ces emprunts possèdent des notations de crédit inférieures à

BBB- auprès de Standard & Poors et au-dessous de Baa3 chez Moody's. En raison de ces notations inférieures, ils offrent un supplément de rendement par rapport aux emprunts de première qualité. On peut citer comme émetteurs différentes sociétés telles que Revlon, Chiquita, Apple, Air Canada, Rémy-Cointreau, Geberit et Tag Heuer.

Fort des statistiques sur le marché américain, le marché du haut rendement apparaissait comme une classe d'actifs en or : une performance annualisée sur 10 ans aux alentours de 14 % avec une volatilité d'environ 8 %. La recherche de performance de la part des gestionnaires de taux allait servir de catalyseur à un accroissement de la demande pour les obligations à haut rendement.

Néanmoins, cette classe d'actif n'a pas eu, durant les deux dernières an-

nées, les performances escomptées si l'on se réfère aux statistiques historiques.

Deux années décevantes.

Pourquoi ?

- **Perspectives de récession**

Les obligations de moindre qualité sont fortement influencées dans leur comportement par les perspectives économiques mondiales et tendent à afficher de mauvaises performances en période de récession. Lors de ces phases, les sociétés peuvent en effet éprouver des difficultés à maintenir un taux de vente et de *cash-flow* suffisant pour pouvoir faire face à la charge d'intérêt de la dette. Les perspectives de *hard landing* de l'économie américaine ont donc pesé sur la performance de la classe d'actifs. A titre d'exemple, il y a beaucoup d'obligations à haut rendement qui sont émises par des sociétés présentes dans le secteur des fournisseurs de l'industrie automobile. Or ces fournisseurs ont souffert des baisses de commandes de la part de leurs clients que sont les grands groupes automobiles comme Ford, Daimler-Chrysler ou General Motors.

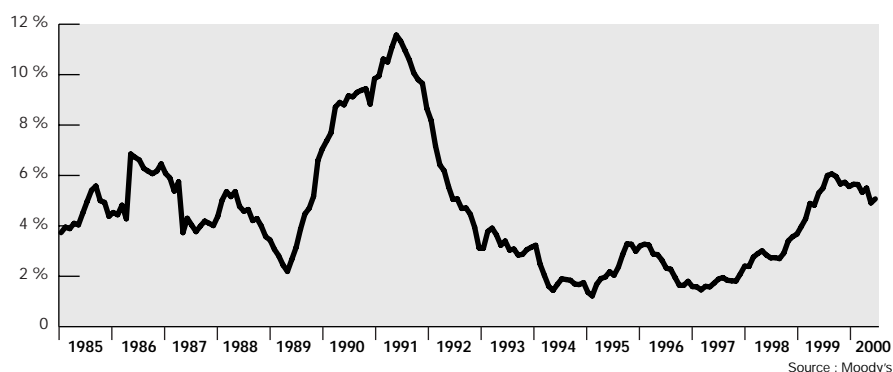
Parmi les autres paramètres macroéconomiques qui ont négativement influencé la performance du marché des hauts rendements, on peut citer la flambée du prix du pétrole. Ceci a été particulièrement vrai pour l'industrie chimique, fortement représentée dans ce segment, et qui utilise le pétrole comme matière première.

- **Détérioration des qualités de crédit des sociétés**

Le taux de défaut moyen est également un élément important pour expliquer le comportement des papiers à rendements élevés. Cette statistique est fournie sur base mensuelle par S&P et Moody's. Le graphique 3 nous indique que le ratio du taux de défaut s'est substantiellement détérioré depuis 1999.

Le taux de défaut évolue avec la croissance du PNB, le niveau des taux réels, la facilité des sociétés à se refinancer et enfin l'âge et le rating moyen des émissions présentes sur le marché. C'est en particulier ces deux derniers chiffres qui expliquent l'augmentation du taux de défaut. En effet, on s'est

Graphique 3 Taux de défaut 12 mois glissant



aperçu statistiquement que la majorité des faillites intervenaient trois ans après la date d'émission. Or, une partie importante d'obligations à haut rendement a été émise en 1997. Il est donc statistiquement normal que des défauts apparaissent en 2000.

Compte tenu du ralentissement de l'économie et de l'important niveau d'émission de papier à hauts rendements ces dernières années, le taux de défaut devrait se maintenir dans les prochains mois au-dessus des moyennes historiques. Néanmoins, il est important de rappeler que les obli-

«Les obligations de moindre qualité peuvent avoir de bonnes performances même lorsque le taux de défaut est élevé.»

gations de moindre qualité peuvent avoir de bonnes performances, même lorsque le taux de défaut est élevé. Malgré que ce dernier ait été supérieur à 7 % en 1990, cela n'empêcha pas la classe d'actifs d'afficher une performance de 44 % l'année suivante. La performance des obligations à haut rendement est donc plus sensible à un changement de tendance dans la croissance du taux de défaut qu'à un taux de défaut absolu.

Selon Moody's, les incertitudes pesant sur le refinancement des obligations à haut rendement avec maturité 2001 représentent 28 Md\$. Or, une proportion élevée de ces obligations a une note inférieure à Caa2.

Le montant des nouvelles émissions à haut rendement est en forte baisse : 55 Md\$ en 2000 contre 100 Md\$ en 1999 et 170 Md\$ en 1998. Ceci devrait se traduire à terme par un ralentissement du taux de défaut.

- **Liquidité du marché**

La société AMG Data Service fournit sur base hebdomadaire, une indication des flux dans les fonds d'obligations à haut rendement américains. Cette statistique influence directement le marché car elle permet d'escompter les mouvements qui auront lieu dans cette classe d'actifs : les souscriptions entraînent des achats et inversement. Entre décembre 1999 et fin novembre 2000, le marché a ainsi souffert de remboursements pour un montant de 11 milliards, ce qui a largement pesé sur la performance de la classe d'actifs.

De plus, la fusion de certaines banques d'affaires telle Chase et JP Morgan, CSFB et DLJ ou Paine Webber et UBS a entraîné la suppression d'un certain nombre de contreparties potentielles.

Enfin, certains *«market makers»* n'ont pas toujours été au rendez-vous pour assurer la liquidité sur le marché secondaire d'émissions récentes. On a pu ainsi assister au mois de décembre à une pression des investisseurs auprès de ces maisons afin que celles-ci assurent un marché. Il semblerait que cette pression commence à porter ses fruits.

- **Corrélation importante avec les marchés actions**

La performance des obligations à haut rendement est plus corrélée à une baisse du marché action qu'à une hausse. Pourquoi ?

- La performance d'une obligation à haut rendement se construit principalement sur les coupons. La variation de prix du titre a généralement une part négative sur la performance totale. En effet, si le prix bouge, c'est généralement à la baisse à la suite d'une mauvaise nouvelle sur la solidité financière de la société émettrice.

- Ceci permet de tirer un parallèle entre la performance des obligations à haut rendement et celle des actions. Une hausse du cours de bourse n'aura une incidence sur le prix de l'obligation à haut rendement que si l'appréciation de l'action se traduit par une amélioration de la qualité des ratios financiers de l'entreprise. L'incidence peut donc être positive ou négative.

- Par contre, une baisse du cours de bourse est ressentie comme une mauvaise nouvelle pour le détenteur obligataire. En effet, un cours boursier en baisse réduit les probabilités de l'entreprise à pouvoir se financer par une émission d'actions. Ceci peut avoir une incidence sur la capacité de cette entreprise à honorer sa dette en temps voulu. Il y a donc dégradation de la qualité de l'émetteur. Ainsi, la performance négative de la plupart des marchés boursiers a influencé celle des obligations à haut rendement.

- De plus la plus grande part de la sous-performance des obligations à haut rendement provient du secteur des télécommunications. Les entreprises de ce secteur doivent en effet financer les coûts associés à la construction des réseaux. Or, le Nasdaq en baisse de 36 % à la fin novembre, par rapport au début de l'année renforce les craintes concernant le financement des câblo-opérateurs, ce qui pèse sur le cours des obligations à haut rendement.

- **Baisse significative...**

Une part de la mauvaise performance du marché global des obligations à haut rendement provient de la baisse significative de sa composante européenne qui a perdu environ trois fois plus que le reste du marché. Ceci s'explique par différentes raisons.

Tout d'abord le marché à haut rendement est moins diversifié que le marché en général. Un secteur domine fortement : la télécommunication. En effet, la libéralisation du secteur des télécommunications en Europe au milieu des années 90 a donné naissance à beaucoup

de petites sociétés actives dans la technologie. Ces sociétés avaient la possibilité de se financer soit sur le marché des capitaux par le biais d'émissions d'obligations à haut rendement, soit par des introductions en bourse. Le cours de leurs actions est aujourd'hui tellement bas qu'elles ne pourront se refinancer par

«Le marché européen des obligations à haut rendement a souffert de sa jeunesse.»

une augmentation de capital. Elles n'auront d'autres possibilités que de se financer par de la dette pour autant qu'elles trouvent preneur. Il y a donc un risque important de refinancement qui se traduit par l'élargissement des spreads dans ce secteur.

- **... du marché *high yield* européen**

Une autre explication de la sous-performance du marché européen réside dans la qualité du papier émis. Le marché européen a une moyenne de notation inférieure au marché global. Or, cette année, plus les notations de crédit étaient faibles plus les corrections étaient importantes.

Au même moment, le développement du secteur technologique en Europe ainsi qu'une restructuration du secteur industriel ont eu pour conséquence un fort besoin de financement pour des sociétés en phase de démarrage ou de *leveraged buy-out*.

Enfin, le marché européen des obligations à haut rendement a souffert de sa jeunesse. Entre 1999 et 2000, une vingtaine de fonds distribuables en France se sont créés afin d'investir sur ce segment de marché, ceci sans compter les nombreux fonds obligataires classiques qui ont alloué une part de leurs fonds à cet instrument. Le marché des obligations à haut rendement européen représentait en effet une opportunité d'investissement pour le gérant obligataire qui avait, avec la fin de la convergence en 1999, une nécessité de se diversifier dans d'autres classes d'actifs. La difficulté du produit et sa mauvaise performance sur les derniers mois ont découragé plus d'un investisseur entraînant les cours dans une spirale baissière. ●