

PERFORMANCE

L'instabilité du marché génère des opportunités pour les hauts rendements

L'ANNÉE 2001 AURA ÉTÉ PARTICULIÈREMENT difficile pour les obligations à haut rendement. Au ralentissement économique qui pénalisait déjà cette classe d'actifs sont venus s'ajouter les attaques

terroristes du 11 septembre dernier et un risque politique accru lié à la riposte américaine.



FIONA FRICK
Managing director
Unigestion

Dans ce contexte d'incertitude économique et politique, l'appétit des investisseurs pour le risque a fortement diminué. Ceci s'est traduit par un *flight to quality*, c'est-à-dire un repli vers les classes d'actifs les moins risquées telles que les obligations

Les obligations à haut rendement ont déjà intégré l'impact de la récession économique.

Comparées aux actions, elles offrent une perspective de gain important tout en ayant une meilleure protection à la baisse. Autant de raisons qui devraient inciter les gestionnaires d'actif à s'intéresser plus à ce produit.

gouvernementales ou les fonds monétaires, au détriment notamment des obligations à haut rendement.

PRIMES DE RISQUE RECORD

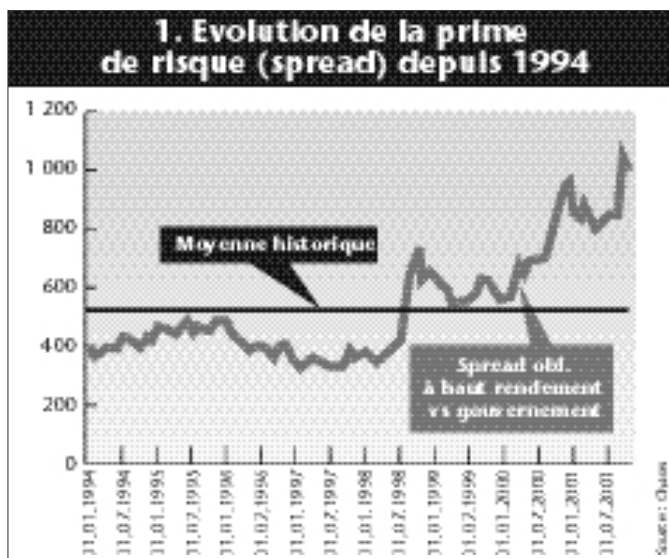
Le niveau de cherté des obligations à haut rendement se mesure par le degré de la prime de risque que l'investisseur est prêt à payer pour l'actif. Cette prime de risque est mesurée par le différentiel entre le taux de rendement de l'obligation à haut rendement et celui d'une obligation gouvernementale. Actuellement, le *spread*

des obligations à haut rendement anticipe ainsi d'ores et déjà un scénario extrêmement pessimiste et a contrario, l'année 2002 devrait permettre à cette classe d'actifs de sortir du lot.

L'IMPACT DE LA RÉCESSION EST ANTICIPÉ

Il est vrai que les obligations à haut rendement sont fortement influencées dans leur comportement par les perspectives économiques mondiales et tendent à afficher de mauvaises performances en période de récession. En effet, lors de ces phases, les sociétés peuvent 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 récession de l'économie ont donc pesé sur la performance de la classe d'actifs. A titre d'exemple, beaucoup d'obligations à haut rendement émises par des sociétés fournisseurs de l'industrie automobile 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.

tel que mesuré par l'indice Chase Global High Yield se situe aux alentours de 1000 points de base bien loin de la moyenne historique qui se situe vers 500 points de base (encadré 1). Ainsi, les écarts de rendement entre les obligations à haut rendement et les obligations gouvernementales ont atteint actuellement un niveau record. Le marché



Néanmoins, la peur de la récession est déjà reflétée dans les cours des obligations à haut rendement. Une mesure illustre cet argument. 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 %. Or, aujourd'hui environ 60 % du marché à haut rendement européen se traite à ces niveaux. Il est à cet égard intéressant de constater que certaines sociétés ayant des obligations à haut rendement comme Versatel ou Jazztel ont profité du discount sur leurs obligations pour racheter une partie de celles-ci et réduire ainsi leurs dettes et leurs charges d'intérêt. De plus, des prévisions de récession ont pour conséquence des po-

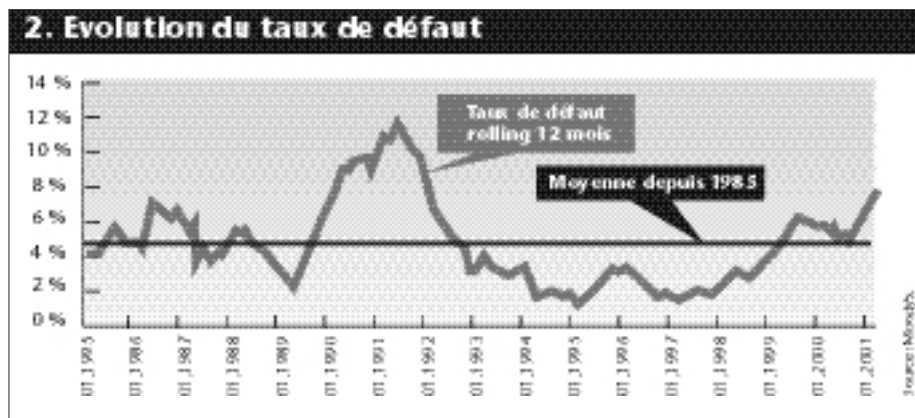
litiques de baisse de taux par les gouvernements, ceux-ci espérant ainsi relancer l'économie. Or, des taux gouvernementaux bas ont un effet positif sur les obligations à haut rendement, puisque les sociétés sous-jacentes ont la possibilité de se refinancer à meilleur marché.

L'IMPACT RELATIF DU TAUX DE DÉFAUT

Le taux de défaut moyen est 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. Or le ratio du taux de défaut s'est substantiellement détérioré depuis 1999 (encadré 2). Néanmoins, Moody's prévoit que le taux de défaut atteigne son point culminant au 1^{er} semestre 2002, pour ensuite s'améliorer.

De plus, il est important de rappeler que les obligations à haut



Banque d'investissement et banque de marché

3. Comparaison entre action et obligation à haut rendement

	Performance annualisée	Volatilité annualisée	Perf. par unité de risque	Perf. annuelle maximale	Perf. annuelle minimale
Obligations					
gouvernementales	9,72 %	6,84 %	1,42	29,10 %	- 5,14 %
Obligations					
«corporate»	10,42 %	8,34 %	1,25	35,53 %	- 3,34 %
Obligations					
à haut rendement	11,65 %	8,98 %	1,30	43,75 %	- 6,38 %
S&P 500	16,42 %	17,65 %	0,93	37,43 %	- 9,11 %
Russel 2000	13,09 %	22,29 %	0,59	46,05 %	- 19,51 %
JPM emerging					
bond index	17,56 %	19,67 %	0,89	48,99 %	- 25,69 %

Source : Goldman Sachs, 1980-2000.

rendement peuvent avoir de bonnes performances, même lorsque le taux de défaut est élevé. Bien que ce dernier ait été aux alentours de 11 % 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. Ainsi, si la prévision de Moody's s'avère correcte, le marché devrait se reprendre dans les prochains mois.

OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT OU ACTIONS ?

Tout est une question du niveau de risque que l'investisseur est prêt à prendre. Les actions ont un potentiel de gain historique plus élevé, mais il en va de même pour la probabilité de perte (*encadré 3*). En effet, les statistiques de performance et de risque calculées sur la période 1980-2000 montrent que les mouvements sur les actions sont beaucoup plus brusques que ceux sur les obligations à haut rendement. La volatilité du S&P500 est pratiquement le double de celle des obligations à haut rendement. De plus, la perte annuelle maximale est beaucoup plus importante pour les actions que pour les obligations à haut rendement, et ceci d'autant plus que l'on descend dans les petites capitalisations.

Il existe pourtant certains signes intéressants que de nombreux observateurs commencent à prendre en compte : l'idée selon laquelle le risque pris vis-à-vis d'une société serait mieux rémunéré à l'heure actuelle par les obligations que par les actions incite certains spécialistes, notamment des fonds dédiés ou même de fonds actions, à s'intéresser de près à ce marché. A titre d'exemple, Berkshire Hathaway, société d'investissement spécialisée dans la gestion d'actions dirigée par Warren Buffet, est en train d'investir dans les obligations à haut rendement.

En substituant l'obligation à l'action, on conserve, compte tenu des conditions actuelles, une perspective de gain important tout en ayant une meilleure protection en cas de baisse. Une partie de la performance est garantie par le taux du coupon, et dans le cas d'une faillite, l'obligataire demeure mieux protégé que l'actionnaire. Enfin, compte tenu de sa maturité, l'obligation à haut rendement offre plus de visibilité sur la réalisation du gain ainsi que son timing.

LE MARCHÉ HAUT RENDEMENT EUROPÉEN EST-IL TROP JEUNE ?

Le marché européen des obligations à haut rendement n'existe que depuis environ 1994 et n'a pas encore les qualités de maturité qu'offre le marché américain. Il est tout d'abord moins diversifié. Il est fortement dominé par le sec-

teur des télécommunications dont la libéralisation en Europe au milieu des années 90 a donné naissance à beaucoup de petites sociétés actives dans la technologie. De plus, le marché européen a une moyenne de notation inférieure avec une surpondération en B. Enfin, comme tout nouveau marché, il a souffert d'un manque de liquidité. Les défauts de jeunesse du marché européen des hauts rendements ont été exacerbés par cet environnement tourmenté. Néanmoins, on a pu assister ces derniers temps à une pression accrue de la part des investisseurs auprès des maisons de courtage, afin que celles-ci assurent une liquidité adéquate. Il semblerait que cette pression commence à porter ses fruits.

UNE PROFONDE MUTATION

Enfin, le marché européen des obligations à haut rendement est en train de vivre une profonde mutation. Alors que la plupart des intervenants s'attendaient à ce que ce marché prenne de l'importance par l'intermédiaire de nouvelles émissions, c'est en fait l'abondance de sociétés en provenance de l'*investment grade* qui a amené de l'activité au cours de ces dernières semaines. Que l'on pense à British Airways, Marconi ou KPN, ces «anges déchus» ont attiré des investisseurs peu habituels pour ce genre de papier.

Pour toutes ces raisons, et en dépit de l'environnement économique actuel, l'année 2002 permettra aux obligations à haut rendement d'afficher enfin des performances à la mesure des ambitions de cette classe d'actifs. Le potentiel de gain atteint celui estimé pour les actions. Enfin, le marché européen aura gagné par cette crise la maturité nécessaire pour devenir une classe d'actifs avec laquelle il faudra dorénavant compter. ■