High Yield – un compromis entre cupidité et peur ?

James Tomlins et Fiona Hagdrup

Février 2023

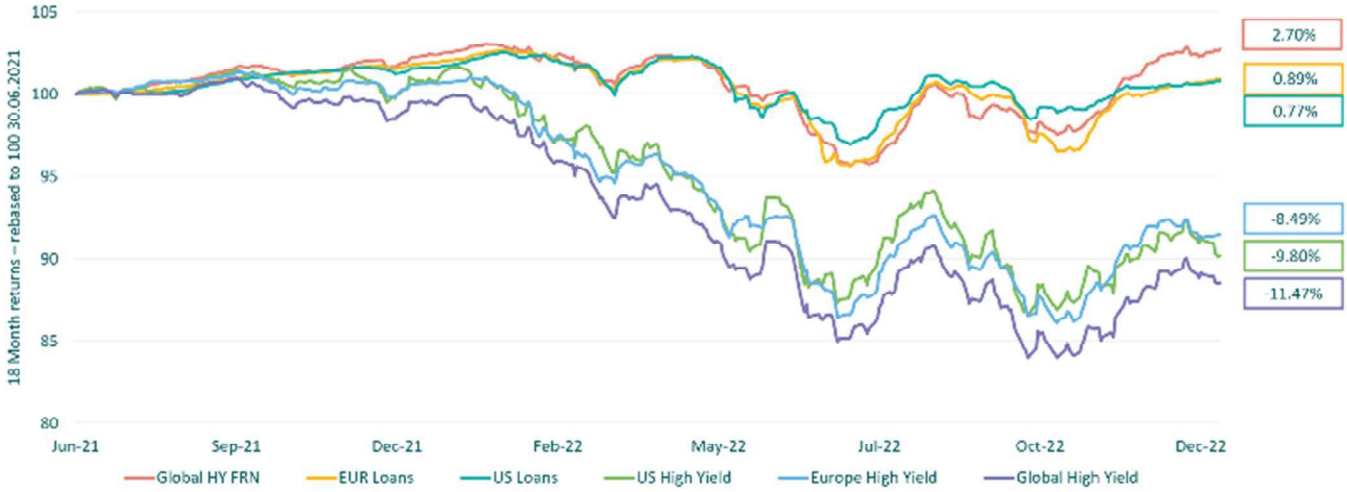
2022 s'est avérée être une année brutale pour les marchés obligataires, même si le crédit high yield à taux variable s'est notablement distingué et avéré extrêmement résilient. Alors que les obligations high yield à taux fixe classiques ont lourdement chuté, les obligations high yield à taux variable ainsi que les prêts (*loans)* européens et américains ont bien résisté et sont parvenus à générer une performance légèrement positive sur l'ensemble de l'année.

High yield à taux variable – une source de résistance en 2022

L'un des facteurs clés de la surperformance relative des obligations à taux variable et des prêts à effet de levier par rapport à leurs homologues à taux fixe en 2022 (Graphique 1) est leur absence de sensibilité aux taux d'intérêt (duration). En effet, en tant qu'instruments à taux variable, leurs coupons sont automatiquement ajustés en fonction de l'évolution des taux d'intérêt à court terme. Ils ont donc été bien préservés des turbulences sur les marchés des emprunts d'État dues à la mise en œuvre par la Réserve Fédérale de son programme de normalisation de ses taux.

Graphique 1. Panorama des performances – obligations high yield à taux variable et à taux fixe

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Source : indices ICE Bank of America, au 31 décembre 2022. La performance de l'indice est présentée couverte à 100 % en USD. Haut rendement mondial : indice ICE BoA Global High Yield. Obligations à haut rendement à taux variable internationales : indice ICE BofA Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (couvert en USD). Haut rendement américain : indice ICE BoA US High Yield. Haut rendement européen : indice ICE BoA European High Yield. *Loans* européens : indice Crédit Suisse Western European Leveraged Loan 3 year DM. *Loans* américains : indice Crédit Suisse Leveraged Loan 3 year DM

Les obligations à haut rendement à taux variable ont également bénéficié de leurs exposition à la partie Senior-Garanties de la structure du capital des sociétés émettrices qui leur confèrent un haut degré de priorité sur les actifs d'une société en cas de défaut. Par conséquent, les taux de recouvrement ont tendance à être sensiblement plus élevés que ceux des obligations non garanties. Compte tenu de ce risque de crédit plus faible, les obligations de premier rang garanties sont généralement plus résistantes dans un environnement marqué par une augmentation des taux de défaut et cela s'est avéré être le cas en 2022.

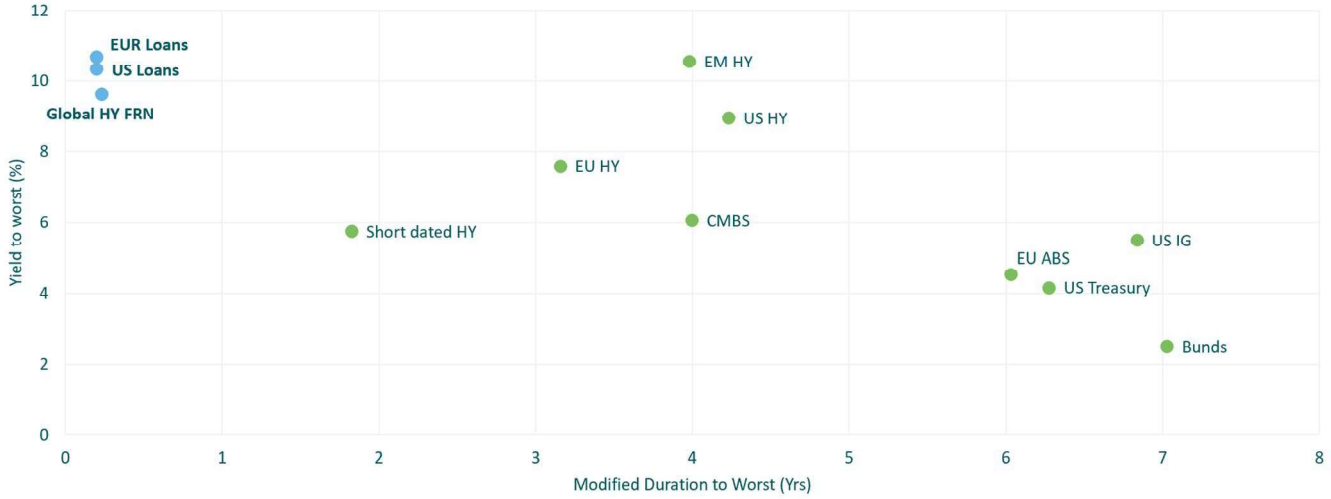
Rendement sans duration - un actif utile par les temps qui courent

Au sein de l'éventail des actifs obligataires, nous pensons que le haut rendement à taux variable offre actuellement l'un des ratios rendement/duration les plus attractifs grâce à des revenus élevés conjugués à des niveaux minimaux de risque de taux d'intérêt. Le high yield à taux variable est ainsi susceptible de séduire les investisseurs qui estiment que le cycle des taux d'intérêt n'est pas encore tout à fait proche de sa fin. En effet, nous pensons que nous n'en sommes encore qu'aux premières phases du cycle de relèvement des taux en Europe et au Royaume-Uni où l'inflation demeure proche de ses plus hauts niveaux depuis 40 ans.

Même pour ceux qui s'attendent à un prochain virage de la Fed, nous sommes convaincus que cela a déjà été partiellement anticipé compte tenu de la récente baisse des taux à long terme. Si se tourner vers des obligations à duration plus longue peut s'avérer fructueux lorsque des baisses de taux sont de nouveau à l'ordre du jour, chacun sait combien il est difficile de déterminer le bon timing. Selon nous, les actifs à taux variable éliminent cet « à-peu-près » et permettent aux investisseurs de bénéficier d'une prime de crédit attractive sans pour autant être exposés à une plus grande volatilité des taux d'intérêt.

Graphique 2. Crédit à taux variable - du rendement sans duration

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Source : M&G, Bloomberg, au 31 décembre 2022. Obligations à haut rendement à taux variable internationales : indice ICE BoA Global Floating Rate High Yield (3% Constrained). Haut rendement américain : indice ICE BoA US High Yield. Haut rendement européen : indice ICE BoA European High Yield. Haut rendement à duration courte : indice ICE 1-3 Year US Corporate & HY. Haut rendement émergent : indice ICE BoA HY US Emerging Markets Corporate Plus. Titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS) : indice ICE BoA US Fixed Rate CMBS. Titres adossés à des actifs (ABS) européens : indice ICE BoA Euro Asset Backed & MBS. Emprunts d'État américains : indice ICE BoA US Treasury. IG américain : indice ICE BoA US Corporate. Bunds allemands : indice ICE BoA German Govt.

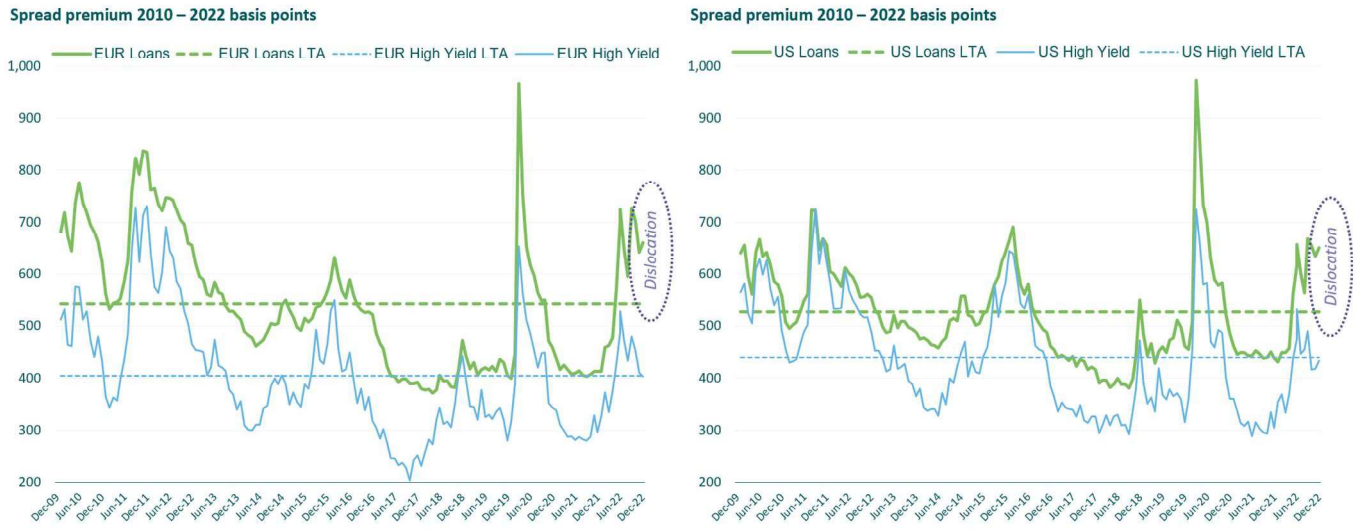
Bénéficier de revenus attractifs

Nous identifions actuellement de bonnes opportunités au sein du high yield à taux variable, où les spreads demeurent nettement supérieurs à leur moyenne à long terme. Cette situation contraste avec le high yield classique où les spreads se sont fortement contractés ces derniers mois et n'apparaissent plus, selon nous, particulièrement bon marché. Nous pensons que cette disparité reflète une certaine dislocation du marché à haut rendement, mais sommes d'avis que les spreads high yield à taux variable présentent encore un potentiel de contraction par rapport aux niveaux actuels dans la mesure où les fondamentaux jouent à nouveau leur rôle de premier plan.

Nous sommes également convaincus que les investisseurs sont bien rémunérés pour le risque de crédit pris. Les taux de défaut devraient certes augmenter, mais nous ne pensons pas qu'ils le feront dans une proportion comparable à celle qui est actuellement anticipée. De plus, nous nous attendons à voir les défauts être concentrés dans certains secteurs vis-à-vis desquels nous restons prudents, comme ceux de la consommation cyclique et de l'immobilier. Par conséquent, nous continuons de privilégier les émetteurs de secteurs plus défensifs où les flux de trésorerie devraient être plus résistants en cas de ralentissement, tels que ceux de la santé, de l'éducation et des télécommunications. À l'heure actuelle, il est encore plus important, selon nous, d'être un investisseur actif et sélectif.

Graphique 3. High yield à taux variable : des spreads nettement supérieurs à la moyenne à long terme

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Sources : *loans* européens : indice Crédit Suisse Western European Leveraged Loan 3 year DM ; haut rendement européen : indice ICE BofA European Currency Non-Financial High Yield 2% Constrained, au 31 décembre 2022. MLT = Moyenne à long terme. *Loans* américains : indice Crédit Suisse Leveraged Loan 3 year DM ; haut rendement américain : indice ICE BofA US High Yield, au 31 décembre 2022

Des rendements élevés : une protection contre les turbulences des marchés

Après des années de taux d'intérêt ultra-bas, nous pensons que la classe d'actifs high yield à taux variable offre une source de revenu attractive et une solide protection contre toute nouvelle période de turbulences sur les marchés. Grâce à son absence de duration et à ses caractéristiques senior-garanties, cette classe d'actifs a démontré toute sa résistance en 2022. En offrant un rendement sans risque de taux d'intérêt, le haut rendement à taux variable va, selon nous, continuer de s'avérer utile au sein d'un portefeuille obligataire. De plus, alors que les marchés à haut rendement à taux fixe classiques se sont fortement appréciés au cours des derniers mois, le marché high yield à taux variable a accusé du retard et nous sommes convaincus que cela offre actuellement aux investisseurs obligataires des opportunités aux valorisations attractives.

Les investissements obligataires sont sensibles aux taux d'intérêt, à l'inflation et aux notations de crédit. Il est possible que les émetteurs des obligations ne paient pas les intérêts dus ou ne remboursent pas le capital. Tous ces événements peuvent réduire la valeur des obligations détenues par le portefeuille. Les obligations à haut rendement comportent généralement un risque plus élevé que leurs émetteurs ne soient pas en mesure de payer les intérêts ou de rembourser le capital.

Veuillez noter que la valeur et les revenus des actifs d'un fonds peuvent fluctuer et ainsi faire baisser ou augmenter la valeur liquidative du fonds. Vous pouvez donc ne pas récupérer votre placement d'origine. Dès lors qu'il est fait mention de performances, veuillez noter que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

M&G Investments

Ce document est destiné à l'usage des professionnels uniquement, sa distribution est interdite à toute autre personne ou entité, qui ne devrait pas s'appuyer sur les informations qu'il contient.

La distribution de ce document en Suisse ou à partir de la Suisse n'est pas autorisée à l'exception de la distribution aux investisseurs qualifiés tels que défini par la loi suisse sur les placements collectifs de capitaux, l'Ordonnance suisse sur les placements collectifs et la Circulaire de l'autorité suisse de surveillance (« Investisseur qualifié »). Celui-ci est mis à disposition du destinataire initial (à condition qu'il s'agisse d'un Investisseur Qualifié) uniquement.

Ce document financier promotionnel est publié par M&G Luxembourg S.A. Siège social : 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.