

L'insolente santé des obligations à haut rendement

20 août 2020



Edouard Desbonnets
Investment Advisor, Fixed Income

EN UN MOT :

Les valorisations sont devenues élevées. Même si les banques centrales restent en soutien, un peu de prudence est de mise face aux risques à venir.

Un rebond puissant

La performance des obligations à haut rendement (*High Yield*) a été remarquable en juillet malgré l'actualité marquée par la Covid-19 et les doutes persistants sur la force de la reprise économique : +4,7% aux États-Unis, soit presque la meilleure performance mensuelle sur les dix dernières années, et +1.7% en zone euro. Depuis le début de l'année la performance des obligations à haut rendement reste négative en zone euro (-2,6%) et est repassée positive aux États-Unis (+0,8%).

Un marché primaire américain particulièrement actif

A mi-août, les volumes d'émissions ont déjà dépassé tous les records des autres mois d'août. L'émission de Ball Corporation, une entreprise américaine spécialisée dans les emballages en métal (cannettes, aérosols) et notée BB+ par S&P, soit la meilleure note dans la catégorie à haut rendement, a été particulièrement commentée. C'est en effet la première fois de l'histoire qu'une entreprise *High Yield* émettait une dette à 10 ans avec un

La banque
d'un monde
qui change

rendement inférieur à 3% (2.875% en l'occurrence).

Grâce aux gouvernements et aux banques centrales

Les investisseurs se sont rués sur le *High Yield* à la recherche de rendements décents, rassurés par les annonces de soutien des gouvernements et par le filet de sécurité offert par les banques centrales. En effet, la Réserve fédérale américaine avait annoncé le 23 mars qu'elle allait acheter de la dette à haut rendement afin d'améliorer la liquidité : des ETFs dans un premier temps, puis des titres vifs *fallen angels* dans un second temps (obligations initialement *Investment Grade* rétrogradées à la catégorie *High Yield* depuis la crise sanitaire). En fin de compte, le signal envoyé au marché a suffi et la Réserve fédérale n'a pas eu à acheter de montants véritablement significatifs. Ce programme de soutien a été prolongé jusqu'à la fin de l'année. Quant à la Banque centrale européenne, elle a toujours refusé l'idée d'intervenir directement dans le segment de marché du *High Yield*, mais a tout de même soutenu les obligations *fallen angels* en les acceptant comme collatéral. Le risque que la dette italienne soit rétrogradée en *High Yield* a également joué un rôle.

Des valorisations maintenant élevées

La valeur de marché des obligations à haut rendement est au plus haut, aussi bien en zone euro qu'aux États-Unis. Les primes de risque se sont largement détendues en zone euro et encore plus aux États-Unis. Les écarts de rendement par rapport aux obligations gouvernementales (spreads) ont retracé peu ou prou 75% depuis leur pic en zone euro et 85% aux États-Unis et sont maintenant à 4,36% et 4,86% respectivement. De fait, le rendement moyen offert est de 4,5% en zone euro et 5,5% aux États-Unis. Certains modèles de valorisation laissent à penser que les spreads pourraient se resserrer davantage car la volatilité des actions (VIX) s'est effondrée. Cependant, les niveaux de spreads actuels suggèrent des taux de défaut futurs de l'ordre de 6-8%, bien en deçà de ce que les agences de notation escomptent. Moody's, par exemple, s'attend à 13% de défaut à horizon douze mois.

Notre vue

Même si des opportunités existent chez certains émetteurs, nous préférons garder une vue neutre sur la classe d'actifs du *High Yield*. Les rendements moyens sont attractifs en comparaison des autres classes d'actifs et les banques centrales restent en soutien en garantissant des taux bas pendant longtemps, ce qui permettra aux entreprises de continuer à se refinancer à bas coût. Cependant, les profils financiers des entreprises se sont détériorés et les banques centrales ne peuvent pas résoudre les problèmes de solvabilité. De plus, les risques géopolitiques (tensions commerciales sino-américaine, élections américaines) et la crise sanitaire risquent de s'intensifier à la fin de l'été. Cela pourrait se traduire par une hausse de la volatilité et des doutes sur la puissance de la reprise économique, et donc peser sur les cours des obligations à haut rendement, alors que les valorisations sont déjà élevées. En outre, la liquidité de cette classe d'actifs tend à se tarir rapidement dans les périodes de stress, ce qui amplifie les mouvements à la baisse.



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor,
Equities

Pol TANSENS

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des

informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.



En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés.