

LES AVANTAGES QU'APPORTE LE HAUT RENDEMENT DANS UN CONTEXTE DE HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

EN BREF

Les obligations à haut rendement apportent plusieurs avantages aux portefeuilles dans un contexte de remontée des taux d'intérêt, notamment une faible corrélation avec les obligations classiques, une performance similaire à celle des actions moyennant une moindre volatilité et une performance totale positive.



Michalis Ditsas
Investment Specialist

«Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, les obligations à haut rendement apportent aux portefeuilles plusieurs avantages pouvant permettre une performance totale positive.»

Comme chacun le sait, la hausse des taux d'intérêt crée des conditions difficiles pour les instruments obligataires classiques. Cependant, toutes les classes d'actifs obligataires ne se valent pas; bien qu'elles fassent partie de la famille des titres à revenu fixe, les obligations à haut rendement d'un point de vue historique ont régulièrement produit des performances attrayantes dans différentes conditions de marché. Ce fait tient en partie à la relation qui existe entre les titres à haut rendement, les obligations classiques et les actions.

Les obligations à haut rendement présentent une corrélation négative avec les bons du Trésor à 5 et à 10 ans sur le long terme. Par contre, leur corrélation avec les actions est positive et supérieure à 0,70, indiquant que la performance des titres à haut rendement est plus proche de celle des actions que des obligations (tableau 1). Cette caractéristique particulière souligne l'avantage d'une composante en obligations à haut rendement en tant que source de diversification dans le cadre d'une allocation stratégique.

Tableau 1: corrélation sur 10 ans entre différentes classes d'actifs

	5-year Treasury	10-year Treasury	JPMorgan MBS Bond Index	LB Aggregate Bond Index	JPMorgan JULI High-Grade Index	JPMorgan US HY Index	S&P 500	Wilshire 5000	Russell 2000	JPMorgan EMBI- Global Composite	Dow Jones World EM Stock Index	Gold	US Inflation
10-year Treasury	0,91												
JPMorgan MBS Bond Index	0,8	0,8											
LB Aggregate Bond Index	0,74	0,81	0,82										
JPMorgan JULI High-Grade Index	0,4	0,49	0,54	0,81									
JPMorgan US HY Index	-0,27	-0,26	0	0,23	0,56								
S&P 500	-0,33	-0,32	-0,12	0,04	0,31	0,72							
Wilshire 5000	-0,33	-0,32	-0,12	0,05	0,31	0,72	1						
Russell 2000	-0,38	-0,37	-0,21	-0,06	0,23	0,68	0,91	0,93					
JPMorgan EMBI- Global Composite	0,17	0,22	0,42	0,61	0,75	0,76	0,58	0,58	0,48				
Dow Jones World EM Stock Index	-0,21	-0,21	0	0,19	0,5	0,8	0,81	0,81	0,73	0,75			
Gold	0,4	0,35	0,44	0,43	0,37	0,17	0,03	0,04	0,01	0,4	0,26		
US Inflation	-0,35	-0,4	-0,34	-0,3	-0,24	0,28	0,15	0,16	0,18	0,04	0,12	-0,02	
Leveraged loans	-0,46	-0,44	-0,16	0,01	0,32	0,89	0,6	0,61	0,57	0,54	0,65	0,01	0,42

Sources: J. P. Morgan, Bloomberg
Données au 30 novembre 2017

La tendance décrite ci-dessus s'observe dans le tableau 2, qui montre que la performance des titres à haut rendement sur un horizon de moyen à long terme est similaire à celle des actions, avec toutefois l'avantage d'une volatilité inférieure de moitié. D'où l'intérêt pour les investisseurs de détenir des obligations à haut rendement en complément ou en remplacement d'une allocation en actions. Ce constat vaut également dans le pire des scénarios que constitue un défaut, sachant que les titres à haut rendement occupent un rang plus élevé que les actions dans la structure du capital.

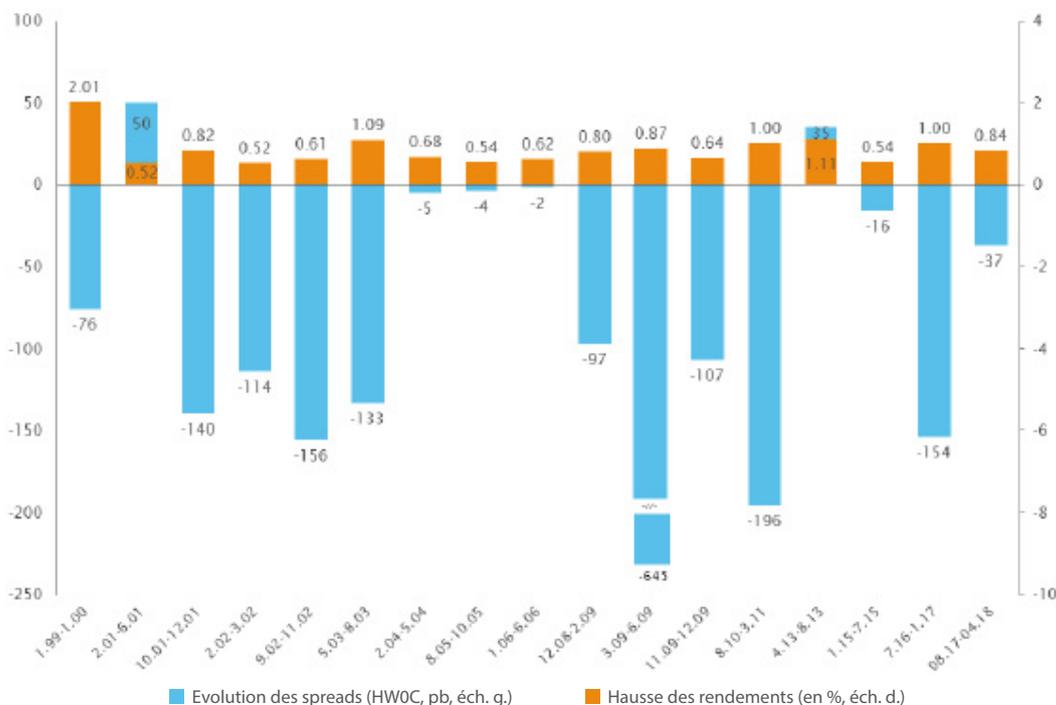
Tableau 2: moyenne des performances et de la volatilité annuelles

	Average annual returns						Average annual volatility					
	1 year	3 years	5 years	10 years	15 years	25 years	1 year	3 years	5 years	10 years	15 years	25 years
US dollar HY Global	10,10%	6,17%	6,26%	8,20%	9,17%	na	2,43%	5,93%	5,34%	10,22%	8,76%	na
JPMorgan US HY Index	9,54%	5,99%	6,31%	8,24%	9,06%	8,12%	2,54%	5,94%	5,35%	10,04%	8,63%	7,77%
S&P 500	22,87%	10,86%	15,71%	8,29%	9,39%	9,69%	3,90%	10,10%	9,51%	15,09%	13,37%	14,18%
Russell 2000	18,32%	11,11%	15,00%	8,79%	10,82%	9,65%	7,71%	14,14%	13,93%	19,87%	18,30%	18,57%

Sources: J. P. Morgan, Bloomberg
Données au 30 novembre 2017

Comme nous le voyons, les obligations à haut rendement présentent une corrélation positive avec les actions et une moindre volatilité. Mais quid de leur performance en périodes de hausse des taux d'intérêt? Dans le scénario d'une augmentation de 50 pb des taux sans resserrement des spreads, le marché du haut rendement enregistrerait une baisse équivalente à environ la moitié de sa durée, soit 2%. Cependant, les données historiques montrent que les spreads des obligations à haut rendement se sont resserrés lors de 15 des 17 périodes de hausse de 50 pb ou plus des taux d'intérêt intervenues depuis 1999 (graphique 1). Plus précisément, pour une augmentation de 85 pb des rendements, les spreads se resserrent en moyenne d'environ 70 pb.

Graphique 1: progression des titres à haut rendement lors de 15 des 17 périodes de hausse des taux d'intérêt



Sources: J. P. Morgan, Bloomberg
Données au 30 novembre 2017

Ce résultat découle du fait qu'une hausse des taux est généralement associée à l'embellie de l'activité et des conditions économiques, qui à son tour entraîne une amélioration des fondamentaux du crédit.

Fait tout aussi important, les obligations à haut rendement offrent une marge de rendement supplémentaire sous forme de coupons. Actuellement, le *yield to call* (rendement actuariel à la prochaine échéance) des titres à haut rendement américains s'établit à environ 6,7%. Si l'on reprend l'exemple précédent, en cas de hausse de 50 pb des rendements, la performance des titres à haut rendement diminuerait d'environ 1% une fois le resserrement des spreads pris en considération. Or, le revenu issu du coupon suffirait à compenser la baisse du prix des titres en moins de deux mois.

Les données historiques montrent que les obligations à haut rendement sont performantes en périodes de remontée des taux, comme c'est le cas cette année où le marché américain du haut rendement enregistre une progression de 2,5% bien que la Fed ait relevé ses taux à plusieurs reprises. Si l'on y ajoute les caractéristiques positives du secteur, à savoir des taux de défaut historiquement faibles, une diminution des taux d'endettement, un ratio élevé de couverture des intérêts et des volumes d'émission restreints, nous pouvons aisément conclure que le segment obligataire à haut rendement est susceptible de continuer à stimuler la performance et contribuer à la diversification globale des portefeuilles.