

LE POINT SUR LES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT EN OCTOBRE

De bonnes obligations

BRIAN GELFAND | 17 NOVEMBRE 2022



Brian G. Gelfand
Vice-président principal
Obligations

M. Gelfand occupe le poste de vice-président principal du département Obligations, au sein duquel il négocie des titres à haut rendement, et il est gestionnaire de portefeuille des fonds MetWest High Yield Bond Fund, MetWest Opportunistic High Income Credit Fund et TCW High Yield Sustainable Bond Fund. Il a intégré TCW en 2014 en tant qu'analyste de crédit responsable de la recherche dans les secteurs des télécommunications, de la technologie et des médias. Auparavant, tout en travaillant à l'obtention de son MBA, M. Gelfand a effectué un stage au sein du département chargé de la gestion de portefeuille chez Pacific Investment Management Company LLC (PIMCO) et en tant qu'analyste de recherche chez Kayne Anderson Capital. Il a commencé sa carrière en tant qu'associé en gestion des clients/développement des affaires chez Canyon Capital Advisors. À ce titre, il a contribué à la gestion des relations avec les clients institutionnels et fortunés de la société. M. Gelfand est titulaire d'une licence effectuée à l'Université de Pennsylvanie et d'un MBA de l'Anderson School of Management rattachée à l'UCLA.

Un dicton des milieux du crédit à effet de levier, selon lequel « c'est dans les mauvais temps que l'on crée de bonnes obligations », a récemment refait surface dans les conversations dans les salles des marchés obligataires TCW. C'est dans les mauvais temps que l'on crée de bonnes obligations. Cela peut sembler évident pour certains lecteurs. Les personnes qui étaient présentes sur les marchés des crédits pendant l'une des mauvaises périodes les plus récentes (mars 2020) n'ont pas oublié la création de certaines obligations très intéressantes. Cela peut être moins évident pour d'autres personnes. Je m'explique. Commencez par réfléchir aux caractéristiques de ce que l'on peut considérer comme une mauvaise obligation. Une faible demande en raison de clauses de sauvegarde peu exigeantes, par exemple. Il peut notamment s'agir d'un accord de prêt ou d'un acte de fiducie qui accorde à l'emprunteur une grande latitude, y compris la possibilité de niveaux non plafonnés d'endettement incrémentiel (pari ou senior), de dividendes en espèces ou d'autres formes de valeur que des détenteurs d'obligations sans compensation appropriée, de sûretés hypothécaires ou de garanties subordonnées qui proposaient auparavant un soutien au crédit, et qui modifient certaines conditions sans le consentement complet du prêteur. Un bilan avec un effet de levier important ou un ratio prêt/valeur élevé viennent également à l'esprit. Ainsi que le manque de sûreté. Il ne s'agit pas d'une mauvaise caractéristique en soi. En effet, la majorité des obligations à haut rendement sont des créances non sécurisées, mais nous pouvons convenir qu'il est préférable d'avoir une garantie. De mauvaises obligations ont tendance à apparaître lorsque les conditions des marchés favorisent l'emprunteur. Lorsqu'il y a trop de dollars pour acquérir trop peu d'obligations. Lorsque les prix montent et que les rendements baissent. Des périodes favorables. Comme en 2021. Les emprunteurs, leurs banquiers et leurs avocats rédigent des clauses de plus en plus permissives et testent des ratios de levier de plus en plus « sous pression », et les prêteurs acceptent de peur de passer à côté de transactions. De nombreuses obligations de ce type ont été créées sur le marché haussier de l'année dernière, et certaines des dernières en date sont actuellement suspendues aux bilans bancaires.

Les bonnes obligations sont tout le contraire. Créées pendant de mauvaises périodes, ces obligations de marchés baissiers comportent des conditions et des clauses de sauvegarde suffisamment (ou même trop) restrictives, de faibles ratios prêt/valeur et des conditions fortes et souvent garanties. Les prêteurs n'ont pas besoin d'accepter les conditions de l'emprunteur. C'est plutôt l'emprunteur qui recherche des conditions dans lesquelles les prêteurs accordent des crédits. Le pouvoir de négociation a changé de camp. Une bonne obligation n'est pas forcément synonyme de bon investissement. Le prix (rendement prospectif) et les fondamentaux du crédit sont des facteurs critiques. Toutefois, un titre bien structuré permet aux investisseurs

De bonnes obligations

de se concentrer sur les avantages et les risques de ces facteurs critiques, plutôt que de se laisser distraire par les carences de la créance. Par ailleurs, si une bonne obligation n'est pas nécessairement un bon investissement, ils ont tendance à être corrélés (les conditions dans lesquelles les prêteurs peuvent structurer de bonnes conditions sont souvent des conditions dans lesquelles ils peuvent également structurer de bons investissements).

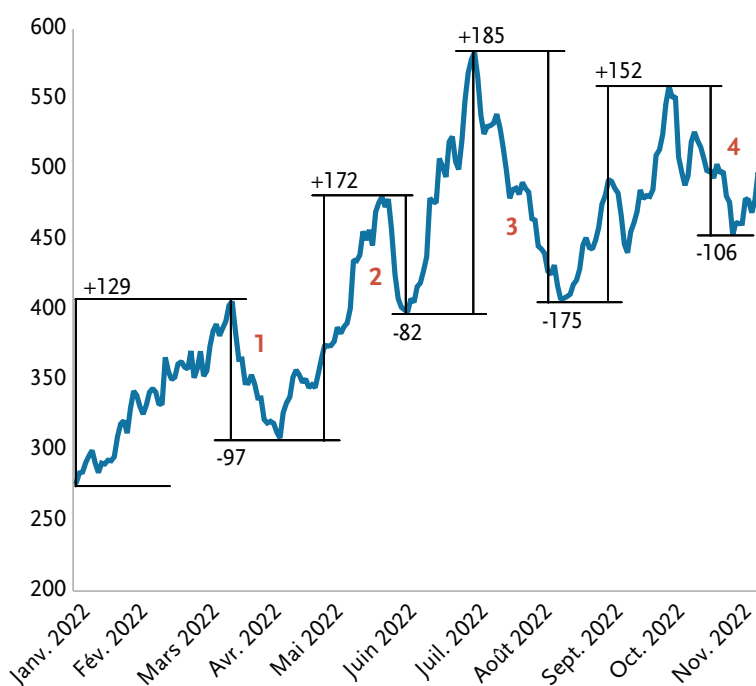
Cette année, les conditions des marchés ont été moins favorables aux emprunteurs. Les émetteurs de crédit à effet de levier ont-ils connu des temps plus difficiles ? Assurément. Les conditions peuvent-elles empirer ? C'est bien possible. La pénurie de création de crédit cette année est une preuve de ce contexte (baisse de 79 % des émissions d'obligations à haut rendement d'une année à l'autre avec un volume de transactions au plus bas depuis la fin de la crise financière mondiale). Toutefois, les emprunteurs ayant recours à l'effet de levier peuvent seulement cesser les émissions. Ces dernières semaines, le volume des transactions est remonté et sans surprise, la qualité des obligations créées est objectivement bonne. Deux emprunteurs ont hypothéqué certaines de leurs garanties ayant la plus grande valeur et plafonné encore l'émission de dette pour garantir le financement. Un autre a émis de la dette first lien à un taux 2 % plus élevé que les émissions de dette second lien d'avril 2020. Enfin, un emprunteur qui s'était toujours financé sur le marché à haut rendement sans garantie a émis de nouvelles obligations first lien, avec des clauses de sauvegarde à un taux plus élevé que n'importe laquelle de ses obligations non garanties existantes (et passées).

De bonnes obligations et de bons investissements sont à nouveau créés et nous sommes optimistes quant à l'opportunité qui se présente d'étendre une nouvelle fois le crédit dans des conditions attractives.

Performance du marché

En 2022, le marché du crédit à haut rendement a été marqué par une évolution brutale de l'équilibre entre crainte et avidité (ou entre la peur de participer et la peur de passer à côté). Nous avons ainsi enregistré quatre rebonds de marchés baissiers et huit fluctuations de plus de 80 points de base (pdb) sur des spreads de crédit à haut rendement.

Plusieurs années de volatilité des spreads en une seule Quatre « rebonds de marchés baissiers » et huit fluctuations >80 pdb sur les spreads HR



Source : Bloomberg

De bonnes obligations

Les rendements sur un mois calendaire donné ont principalement été déterminés par le sens de déplacement du pendule sur cette période. En octobre, la dynamique était à la hausse avec un rendement de 2,60 % des obligations à haut rendement et un rebond de 89 pdb des spreads depuis des plus bas locaux au mois de septembre.

Remarquez que les conditions précédant les rebonds des marchés à haut rendement de juillet et d'octobre étaient très similaires. Ces deux périodes se sont caractérisées par une crainte accrue concernant les résultats des entreprises en attente, par un pic d'aversion pour la durée des taux d'intérêts, par des détentions de liquidités élevées et par un positionnement sur un faible risque. Une « situation explosive » technique car un rebond net a finalement été « déclenché » par des résultats meilleurs que ce que l'on avait craint et par un optimisme émergent concernant une pause éventuelle, voire un changement de cap des banques centrales. Toutefois, contrairement au rebond de juillet, le redressement des prix en octobre a été beaucoup plus sélectif. Les redressements des obligations notées BB et CCC ont respectivement été plombés par des valorisations relatives déjà faibles et par des problèmes fondamentaux spécifiques. Les obligations performantes notées B ont ainsi attiré les flux de capitaux des investisseurs. Elles ont d'ailleurs surperformé d'environ 100 pdb par rapport aux obligations BB et d'environ 200 pdb par rapport aux obligations CCC sur le mois d'octobre.

Performance HR	HR	Ba	B	Caa	Ca-D
Rendement total en octobre 2022	2,60 %	2,35 %	3,30 %	1,28 %	4,43 %
Rendement total en 2022 (au 31/10)	-12,53 %	-12,46 %	-11,66 %	-15,64 %	-17,82 %
OAS octobre 2022 (au 31/10)	+462 pdb	+293 pdb	+477 pdb	+1 070 pdb	
Variation de l'OAS en octobre 2022	-89 pdb	-61 pdb	-142 pdb	-85 pdb	

Source : Bloomberg, Barclays

Pratiquement tous les secteurs ont enregistré un rendement total positif en octobre. Le secteur du gaming a été le seul perdant, mais il ne s'agissait que d'une question de timing car les crédits associés à ce secteur (Las Vegas, régional et en lien avec Macao) ont connu un fort rebond en novembre, soutenus par de bons résultats sur les marchés nationaux du gaming et par l'optimisme associé à la réouverture de Macao.

Secteurs les plus performants	Octobre	YTD 2022	Secteurs les moins performants	Octobre	YTD 2022
Services pétroliers	7,21 %	2,65 %	Jeux	-0,98 %	-13,27 %
Courtage / gestion d'actifs / échanges	5,38 %	-14,00 %	Santé	0,64 %	-15,17 %
Câble satellite	4,63 %	-14,08 %	Banque	0,96 %	-17,96 %
Autres REIT	4,12 %	-8,97 %	Assurance santé	1,38 %	-14,68 %
Sociétés financières	3,84 %	-13,40 %	Grande distribution	1,39 %	-20,47 %

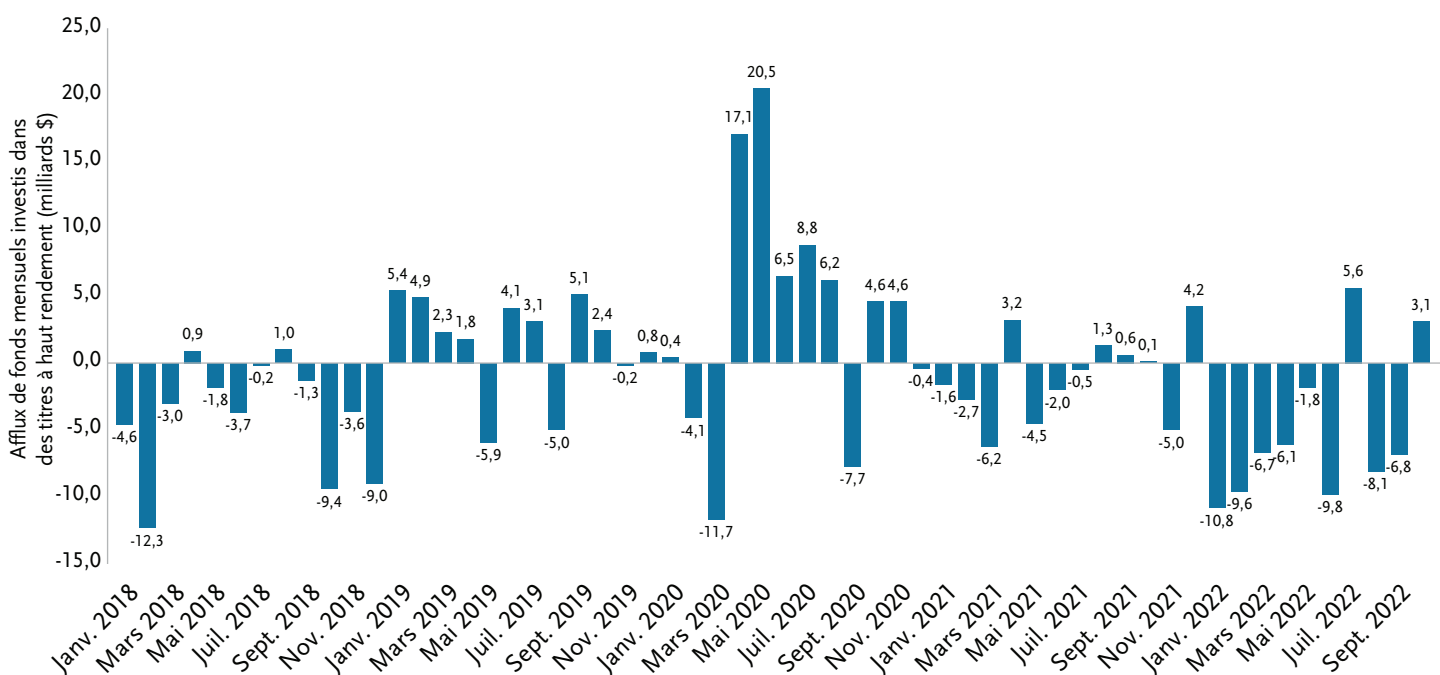
Source : Bloomberg, Barclays

De bonnes obligations

Facteurs techniques

Les fonds retail ont bénéficié d'afflux nets en octobre pour le deuxième mois de l'année seulement. Les fonds communs de placement ont encore perdu des actifs, mais cela a été surpassé par près de 4 milliards de dollars d'afflux sur des fonds indiciels cotés (ETF) HR. Ces types de fonds ont tendance à être les moins rigides et les plus dépendants de la dynamique. Il n'y a donc rien d'étonnant à ce qu'ils aient coïncidé avec les deux plus forts rebonds de marchés baissiers de l'année (et à ce qu'ils les aient suivis). Sur l'année, les investisseurs ont sorti 51 milliards de dollars de capitaux des fonds obligataires retail à haut rendement.

Les rebonds récents des marchés baissiers ont permis de forts afflux vers les ETF à haut rendement

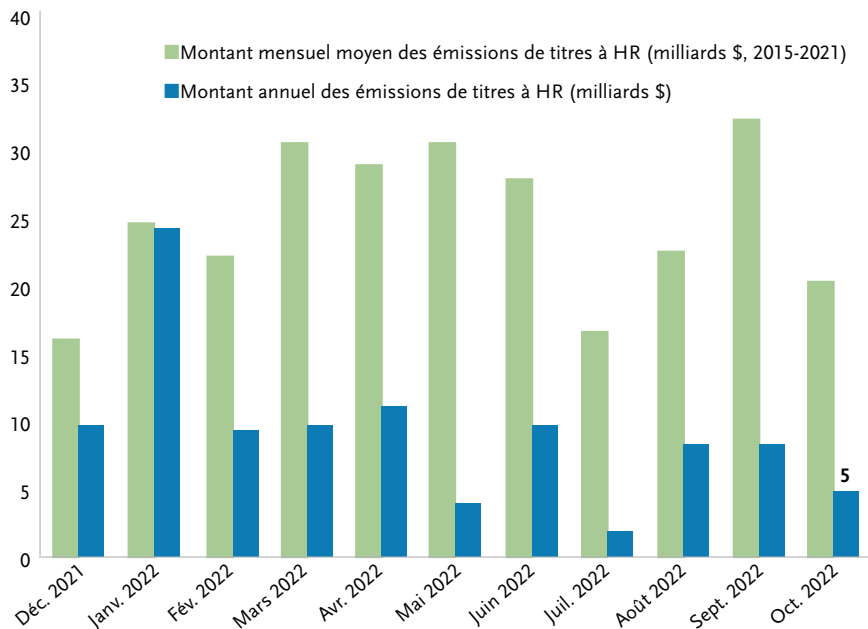


Source : JP Morgan, Lipper FMI

La production de bonnes obligations a réellement commencé en novembre, même si les premiers signes sont apparus vers la fin octobre. Nous vous en dirons plus prochainement. Les émissions de nouvelles obligations se sont limitées à 5 milliards de dollars au mois d'octobre. C'est tout à fait normal pour une année marquée par une baisse de 79 % sur un an de la production de nouveau crédit. Nous vous le répétons, les bonnes obligations sont créées dans de mauvaises périodes... il faut simplement les créer. Ces 5 milliards de dollars d'émissions ont été permis par l'émission de 2 milliards de dollars pour Carnival Cruise au cours de la deuxième quinzaine d'octobre. Nous pouvons maintenant débattre des risques et avantages fondamentaux d'un croisiériste ayant recours à l'effet de levier et qui a réussi à enjamber une pandémie mondiale pour entrer dans une récession planétaire. Nous pouvons également débattre de l'attractivité du rendement prospectif de l'obligation et des hypothèses de redressement par rapport aux autres opportunités sur les marchés des crédits. Mais le titre qui a été créé, l'obligation elle-même, n'était pas intrinsèquement une mauvaise obligation : rang prioritaire de remboursement sur une garantie spécifique (nouveaux navires) avec conditions et clauses de sauvegarde particulières favorables aux prêteurs.

De bonnes obligations

La création de nouveaux crédits à un plus bas niveau historique



Source : Credit Suisse

Tendances fondamentales

Aucun emprunteur ayant recours à l'effet de levier n'a fait défaut sur ses dettes en octobre, ce qui met en évidence la divergence entre ce que nous observons devant nous et dans le rétroviseur. D'ailleurs, les défauts et les échanges de dettes avec décote restent rares depuis le début de l'année. Le taux de défaut reste relativement stable, autour de 1,5 %. Nous constatons par contre que de plus en plus de structures de capital sont en grande difficulté dans un nombre croissant de secteurs. Les crédits des cinémas restent parmi les plus touchés car les résultats après pandémie ne permettent pas d'équilibrer les dettes contractées les années précédentes. Les crédits exposés à certaines parties du secteur de la chimie, et en particulier aux secteurs de l'énergie et des matières premières en Europe, ne bénéficient plus du soutien des investisseurs. Parmi le secteur de la santé, certains systèmes hospitaliers et opérateurs de services d'urgences et ambulatoires rencontrent de grandes difficultés de crédit pour des raisons qui leur sont propres. La liste inclut notamment Carvana et Coinbase. Alors que les écarts se creusent, que les ratios de difficulté augmentent et que les conditions de prêt deviennent plus restrictives, les perspectives de restructurations semblent beaucoup plus précaires qu'elles ne l'étaient jusque-là. ■

Le présent document revêt uniquement un caractère informatif et ne tient pas lieu d'offre de vente ou de sollicitation à l'achat d'un quelconque titre. TCW, ses dirigeants, ses administrateurs, ses employés ou ses clients peuvent détenir des investissements dans des titres ou des produits évoqués dans le présent document, et ces investissements peuvent être modifiés à tout moment sans préavis. Les informations et les données statistiques contenues dans le présent document reposent sur des sources jugées fiables, mais TCW ne prétend pas qu'elles sont exactes, et ces informations et données ne doivent en aucun cas être considérées comme telles ou servir de fondement à une décision d'investissement. Les informations citées dans le présent document sont susceptibles de contenir des données préliminaires et/ou des « énoncés à caractère prospectif ». La réalité peut sensiblement différer desdits énoncés en raison de nombreux facteurs. TCW n'est aucunement tenu de mettre à jour les opinions ou énoncés à caractère prospectif contenus dans le présent document. Toute opinion contenue dans le présent document est valable uniquement au moment où elle est exprimée et peut être modifiée sans préavis. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. © 2022 TCW