



Counterpoint Weekly 18–24 avril 2022

Philipp Schöttler

Cross-Asset Strategist

Lionel Balle

Head of Fixed Income
Strategy

Bill Street

Group Chief
Investment Officer

L'appel de l'Orient : investir dans le haut rendement asiatique

Après un début d'année en demi-teinte, les obligations asiatiques à haut rendement (High Yield, HY) se sont nettement redressées depuis la mi-mars. Pour des raisons tactiques, nous avons continué à les surpondérer par rapport aux obligations Investment Grade (IG) libellées en USD. Quelles sont les principales caractéristiques du marché des obligations HY asiatiques et quelles sont nos prévisions concernant cette classe d'actifs ?

Ce qu'il faut savoir

- Depuis le début de l'année 2022, la performance totale des obligations HY asiatiques s'élève à -11 %, sur fond de creusement des spreads, de hausse des rendements des bons du Trésor américain et de taux de défaut toujours élevés. Cette performance est comparable à celle des obligations IG libellées en USD, de sorte que la performance de notre « pair trade » tactique reste inchangée depuis le début de l'année. Depuis sa mise en place en mars 2021, ce « pair trade » a eu un impact négatif de -0,7 %.
- Le contexte dans lequel évolue cette classe d'actifs reste difficile et la dégradation du niveau de confiance des investisseurs lié à la guerre en Ukraine ne contribue pas à améliorer la situation. Mais depuis la mi-mars, les attentes d'un assouplissement plus marqué de la part des pouvoirs publics ont soutenu la classe d'actifs.
- Bien que les perspectives en matière de performance aient quelque peu diminué ces dernières semaines, le marché des obligations HY asiatiques continue d'anticiper un taux de défaut supérieur à nos attentes. Nous tablons sur un léger resserrement des spreads, ce qui, conjugué à la hausse des rendements de 3 à 4 % par rapport aux obligations IG en USD, ouvre des perspectives attrayantes en termes de performance.

À ce jour, quelle performance la surpondération tactique des obligations HY asiatiques affiche-t-elle en 2022 ?

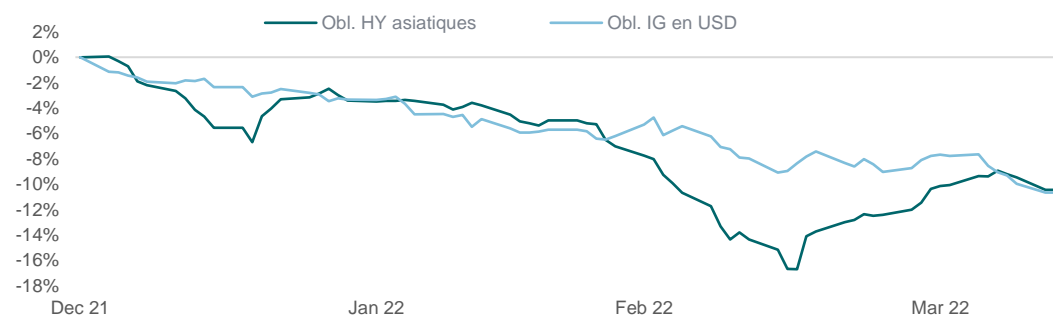
En comparaison de notre indice de référence (JPM JACI Non-Investment Grade), les obligations HY asiatiques ont cédé 11 % depuis le début de l'année. Au cours de la même période, les obligations Investment Grade (IG) libellées en USD, dont nous avons réduit la part au sein du portefeuille afin de financer la surpondération des obligations HY asiatiques, ont accusé un recul à peu près équivalent (fig. 1). Ce « pair trade » tactique a dès lors un impact neutre depuis le début de l'année.

La performance absolue négative des obligations HY asiatiques résulte de la conjonction de plusieurs facteurs : creusement des spreads (+130 pb depuis le début de l'année), hausse des rendements sans risque (le rendement US à cinq ans est passé de 1,3 % à 2,6 %) et persistance d'un taux de défaut élevé, dans un contexte fondamentalement toujours difficile pour les promoteurs immobiliers chinois. Après une légère accalmie entre mi-janvier et mi-février, cette classe d'actifs a également été victime du recul de l'appétit pour le risque à l'échelle mondiale suscité par la guerre en Ukraine. Mais après avoir atteint un plancher à la mi-mars, le marché des obligations HY asiatiques s'est redressé de 7 %, essentiellement à la faveur des propos encourageants tenus par les autorités chinoises. Grâce à leur sensibilité relativement faible aux variations de rendement (avec une durée moyenne de seulement trois), l'impact négatif de la forte hausse des rendements des bons du Trésor a été beaucoup moins prononcé pour les obligations HY asiatiques que pour les obligations IG libellées en USD, dont la durée moyenne est d'environ huit.

La réglementation chinoise des « trois lignes rouges », instaurée en août 2020, a imposé de strictes limites d'endettement aux promoteurs immobiliers

Figure 1 : Performances totales des obligations HY asiatiques et des obligations IG libellées en USD depuis début 2022

Ce « pair trade » tactique a été neutre depuis le début de l'année



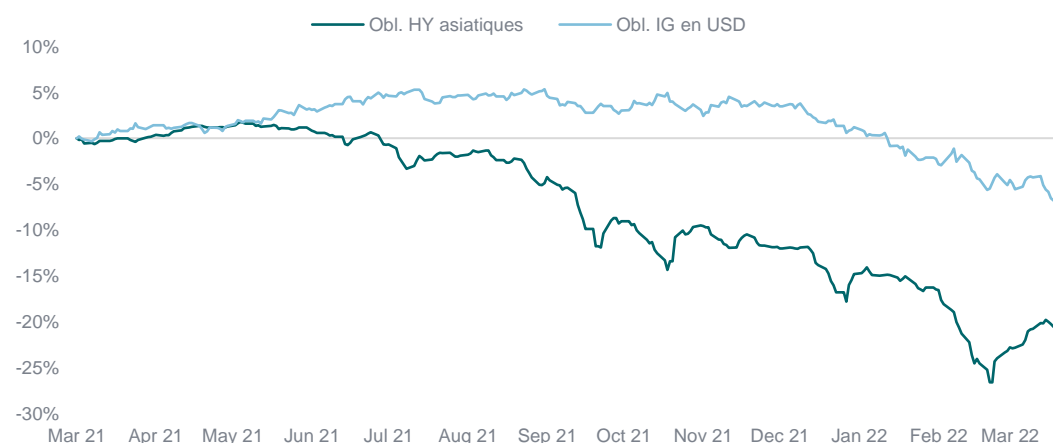
Source : Bloomberg, Quintet. Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Quelle performance la surpondération tactique affiche-t-elle depuis sa mise en place ?

Nous avons initialement établi une position surpondérée en mars 2021 avant de l'étoffer en août 2021 après un creusement des spreads d'environ 700 pb. Depuis, les spreads n'ont cessé de se creuser et les pertes liées aux défauts ont augmenté, entraînant une sous-performance des obligations HY asiatiques par rapport aux obligations IG en USD (figure 2). Depuis sa mise en place, cette position tactique a eu un impact négatif de 0,7 %.

Figure 2 : Performances totales des obligations HY asiatiques et des obligations IG libellées en USD depuis mars 2021

Les spreads se sont creusés et les pertes liées aux défauts ont augmenté, entraînant une sous-performance des obligations HY asiatiques par rapport aux obligations IG en USD



Source : Bloomberg, Quintet. Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Quels ont été les principaux moteurs de performance ?

Depuis l'été 2021, le principal frein de la performance des obligations HY asiatiques a été le vaste secteur de l'immobilier chinois qui, au cours de cette période, est passé d'environ 40 % à quelque 30 % de la valeur nominale de l'indice (et à seulement 20 % de la valeur de marché actuelle). Les difficultés rencontrées par le marché de l'immobilier s'expliquent par le durcissement de la réglementation imposé par les autorités chinoises, qui vise à dégonfler la bulle immobilière et à contraindre le secteur à se désendetter.

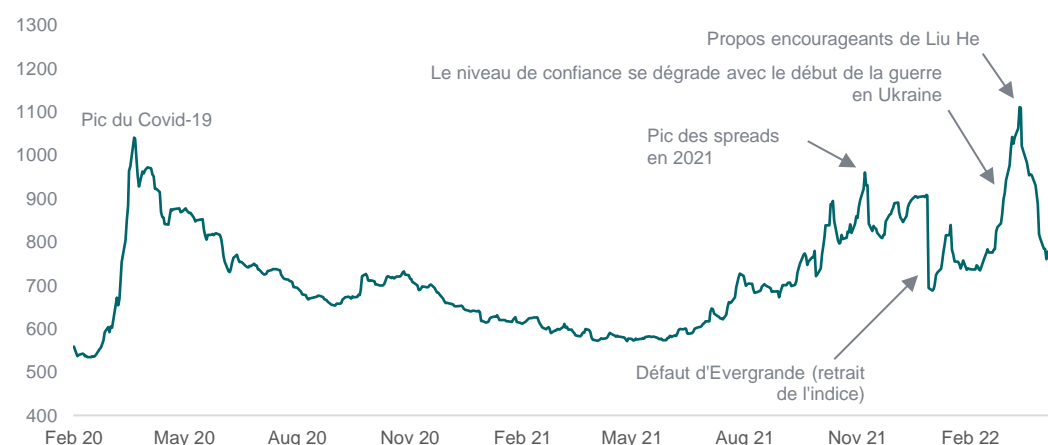
Nous tablons sur un maintien des taux de défaut à un niveau élevé en 2022

La réglementation principale dite des « trois lignes rouges », instaurée en août 2020, a imposé de strictes limites d'endettement aux promoteurs immobiliers dans le but de faire respecter le principe énoncé par les autorités selon lequel « les maisons sont faites pour être habitées, pas pour spéculer ». En conséquence, les indicateurs du marché de l'immobilier se sont rapidement repliés, la confiance des investisseurs à l'égard du secteur s'est dégradée et de nombreux émetteurs ont perdu tout accès aux marchés du financement. Fin 2021, la faillite d'Evergrande, un promoteur immobilier que certains considéraient comme « trop important pour faire faillite » et qui représentait environ 4 % de l'indice avant la crise, a mis en évidence la gravité de la situation. Parallèlement, les obligations de certains émetteurs plus robustes ont elles-mêmes commencé à subir des pressions, suscitant des inquiétudes quant à une contagion généralisée. Le taux de défaut des obligations HY asiatiques a augmenté pour atteindre environ 20 % en 2021, exclusivement sous l'effet du secteur de l'immobilier chinois.

Début 2022, la morosité a continué de peser sur le marché de l'immobilier chinois, de nombreux promoteurs, dont Shimao, Logan et Sunac, se retrouvant également en difficulté. Par ailleurs, les actifs risqués ont dans l'ensemble été mis à mal durant cette période par la guerre en Ukraine, la normalisation de la politique de la Fed et les craintes concernant l'inflation.

Sur une note plus positive, les changements de politique annoncés par le régulateur chinois depuis la mi-mars ainsi que les nouvelles mesures d'assouplissement commencent à produire un effet positif sur le niveau de confiance, tandis que les indicateurs immobiliers semblent se stabiliser ces derniers temps. De nombreux émetteurs ont conclu des accords leur permettant de prolonger les délais de remboursement de leurs dettes, ce qui les maintient à flot pour le moment. Les spreads de crédit asiatiques ont annulé une bonne partie du dernier épisode de creusement et ont quasiment retrouvé leurs niveaux de la mi-février (figure 3).

Figure 3 : Spreads des obligations HY asiatiques depuis 2020 et principaux événements
Les spreads de crédit ont récemment annulé une bonne partie de leur creusement initial et ont quasiment retrouvé leurs niveaux de la mi-février.



Source : Bloomberg, Quintet. Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Pourquoi n'avons-nous pas liquidé la position suite à sa performance négative ?

Selon nous, l'approche visant à modifier les positions tactiques sur la base des performances passées (par exemple en mettant en œuvre une stratégie de type « stop loss ») est purement rétrospective et ne permet pas d'obtenir de bons résultats d'investissement. Notre processus consiste plutôt à évaluer l'attrait des classes d'actifs de manière prospective. Dans la mesure où les prévisions parfaites n'existent évidemment pas, il nous arrive de nous tromper.

Dans le cadre de notre processus d'investissement, nous gérons cette incertitude de deux manières. Tout d'abord, nous surveillons et révisons continuellement nos positions tactiques, en particulier celles qui s'écartent fortement de nos attentes initiales. Dans le cas du « pair trade » lié aux obligations HY asiatiques, nous avons réexaminé à plusieurs reprises la thèse d'investissement et réaffirmé notre

conviction selon laquelle les principaux moteurs de performance future sont toujours d'actualité (en particulier les niveaux de valorisation attrayants et les signes d'un soutien renforcé de la part des autorités pour stabiliser le marché).

Deuxièmement, notre cadre de gestion des risques permet de s'assurer que nos positions tactiques restent dans des limites de risque définies et contrôlables, et donc que leur impact sur la performance globale des portefeuilles n'est pas excessif. Grâce à cet examen approfondi et à ce processus de gestion des risques, nous sommes en mesure de gérer avec cohérence les positions tactiques en période de bonnes comme de mauvaises performances.

Quelles sont nos prévisions concernant les obligations HY asiatiques ?

Dans notre scénario de référence, nous tablons sur une performance totale de 5 à 8 % pour les obligations HY asiatiques au cours des 12 prochains mois. Les spreads actuels compensent un taux de défaut de 12 à 13 % sur l'ensemble du marché HY asiatique (et d'environ 40 % pour les promoteurs immobiliers chinois). Nous pensons que les taux de défaut resteront élevés en 2022, mais qu'ils retomberont légèrement en deçà de 10 %, permettant ainsi un resserrement modéré des spreads par rapport aux niveaux actuels. Les vastes mesures d'assouplissement déjà prises par les autorités chinoises (cf. section suivante) devraient être accompagnées d'un soutien supplémentaire à l'économie et au secteur de l'immobilier, ce qui devrait ensuite renforcer le niveau de confiance et contribuer à stabiliser le marché de l'immobilier.

Outre une légère hausse des cours, le « carry » actuel reste un moteur de performance fondamental. Au niveau indiciel, le rendement actuel s'élève à 11 %, dont nous estimons que 7 à 8 % seront réalisés (après prise en compte des coupons non versés par les sociétés susceptibles de faire défaut). Ce taux reste supérieur de 3 à 4 % au rendement actuel des obligations IG libellées en USD. Une fois les créances non-recouvrables déduites, la performance totale devrait se situer entre 5 et 8 % pour les 12 prochains mois.

Le degré d'incertitude entourant notre scénario de référence est important. La figure 4 montre les performances totales obtenues selon différents scénarios de spreads et de pertes sur créances au cours des 12 prochains mois.

Figure 4 : Performances totales des obligations HY asiatiques au cours des 12 prochains mois selon différents scénarios

Le degré d'incertitude entourant notre scénario de référence est important

		Taux de perte sur créances à 12 mois*					
		2%	4%	6%	8%	10%	12%
Niveau de spread dans 12 mois	500	16,1%	13,4%	10,7%	8,4%	6,1%	3,9%
	600	13,1%	10,4%	7,7%	5,4%	3,1%	0,9%
	700	10,1%	7,4%	4,7%	2,4%	0,1%	-2,1%
	750	8,6%	5,9%	3,2%	0,9%	-1,4%	-3,6%
	800	7,1%	4,4%	1,7%	-0,6%	-2,9%	-5,1%
	900	4,1%	1,4%	-1,3%	-3,6%	-5,9%	-8,1%
	1000	1,1%	-1,6%	-4,3%	-6,6%	-8,9%	-11,1%
Taux de défaut en supposant un recouvrement de 30 %*		2,9%	5,7%	8,6%	11,4%	14,3%	17,1%
Taux de défaut en % du marché de l'immobilier chinois**		9,5%	19,0%	28,6%	38,1%	47,6%	57,1%

Les autorités chinoises ont commencé à assouplir leur position vers la fin de l'année dernière et ont adopté une approche plus progressive, intervenant essentiellement en période de forte tension

* La perte sur créances est déterminée par la combinaison des taux de défaut et de recouvrement. Par exemple, un taux de défaut de 8,6 % et un taux de recouvrement de 30 % se traduisent par une perte sur créances de 6 % ; ** 30 % de l'indice en valeur nominale
Sources : Bloomberg, Quintet. Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Qu'ont fait les autorités chinoises pour apaiser la situation ?

Les autorités chinoises ont commencé à assouplir leur attitude à l'égard du secteur de l'immobilier vers la fin de l'année dernière et ont adopté une approche plus progressive, intervenant essentiellement en période de forte tension. Compte tenu de l'importance du marché de l'immobilier pour l'ensemble de l'économie chinoise, les autorités ont tout intérêt à ne pas laisser les répercussions négatives prendre trop d'ampleur, au risque de compromettre leur ambitieux objectif de croissance pour 2022. Parallèlement, le régulateur chinois veut éviter une répétition des dérives passées du marché de l'immobilier. La banque centrale a réduit son ratio de réserves obligatoires (RRR) et son taux d'emprunt afin d'encourager les banques à octroyer davantage de prêts destinés à des projets immobiliers. De nouvelles baisses de taux sont à prévoir au cours des prochains mois. Les pouvoirs publics ont également pris l'initiative de restructurer certaines dettes afin de garantir un processus ordonné.

En 2022, le régulateur est intervenu davantage en assouplissant les restrictions sur les prêts immobiliers et les prêts hypothécaires, et en facilitant l'accès des promoteurs aux liquidités provenant des prépaiements. Parallèlement, la BPC a injecté des liquidités pour soutenir le marché. La donne a changé en mars 2022, avec l'annonce par le vice-Premier ministre Liu He d'un soutien explicite à l'économie et plus particulièrement aux promoteurs immobiliers, les pouvoirs publics étant résolus à tout mettre en œuvre pour soutenir l'économie. Cette annonce a déclenché un solide rebond du marché HY asiatique par rapport à son niveau plancher. Début avril, la BPC a présenté une proposition préliminaire de loi sur la stabilité financière, ainsi qu'un fonds de stabilité financière. Nous pensons que les autorités prendront des mesures de soutien encore plus marquées dans les mois à venir.

Quand la classe d'actifs retrouvera-t-elle sa valeur « initiale » ?

Pour prendre des décisions d'investissement prospectives, les indications fournies par les performances passées ne sont pas pertinentes. De toute évidence, nos positions tactiques devraient globalement apporter une contribution positive aux performances d'un portefeuille, et elles ont bel et bien produit une surperformance significative depuis que nous avons lancé le processus en 2020. Mais il subsistera toujours certaines positions tactiques isolées qui ne produiront pas les résultats escomptés et qui seront donc susceptibles de nuire aux performances au cours de leur existence. À tout moment, la question fondamentale est de savoir si les perspectives restent suffisamment attrayantes pour justifier ou non une position tactique, quelles que soient ses performances passées.

Cela étant, nous tablons dans notre scénario de référence sur une performance totale de 5 à 8 % au cours des 12 prochains mois, ce qui nous semble attrayant par rapport aux obligations IG en USD moins rémunératrices. L'écart de performance entre les obligations HY asiatiques et les obligations IG libellées en USD depuis mars 2021 (date d'ouverture de la position) est de -14 %. Il est donc peu probable que ce « pair trade » compense entièrement ses pertes sur notre horizon d'investissement tactique.

Combien la classe d'actifs pourrait-elle perdre dans un scénario défavorable ?

La volatilité des obligations HY asiatiques reste élevée pour l'heure en raison de l'incertitude qui règne. Dans un scénario défavorable, dans lequel les mesures de soutien des pouvoirs publics sont nettement inférieures aux attentes et ne parviennent pas à stabiliser le marché de l'immobilier, les spreads pourraient se creuser à nouveau et retrouver leurs sommets antérieurs (environ 1 000 pb). Les promoteurs immobiliers resteraient confrontés à de graves difficultés de financement et les taux de défaut pourraient dépasser les 50 % au sein du secteur (et être supérieurs à 15 % pour les obligations HY asiatiques). Le risque de perte des obligations HY asiatiques pourrait ainsi atteindre -9 % à -11 % sur une période de 12 mois.

Les niveaux de valorisation attrayants, la hausse sensible des rendements et notre attente d'un soutien renforcé de la part des pouvoirs publics nourrissent nos prévisions optimistes

Une telle situation pèserait lourdement sur l'économie chinoise au sens large dans la mesure où le secteur de l'immobilier contribue à hauteur de 25 % à la croissance du pays. Nous estimons que cela rend un tel scénario catastrophe peu probable.

Qu'est-ce qui nous inciterait à réduire ou à mettre fin à la surpondération tactique des obligations HY asiatiques ?

Sur un plan positif, si les spreads devaient se resserrer vers un niveau conforme à nos perspectives de défaut, concrétisant ainsi la hausse des cours que nous prévoyons, nous commencerions à réduire progressivement la position.

En revanche, certains facteurs négatifs pourraient également nous inciter à revoir, voire à mettre un terme à ce « pair trade ». Si les autorités chinoises ne donnaient pas suite à leurs récentes annonces en prenant des mesures d'assouplissement plus concrètes au cours des prochains mois, nous serions contraints de réexaminer notre thèse d'investissement. De même, une dégradation significative des perspectives de croissance de la Chine ou de l'Asie dans son ensemble nous amènerait à revoir nos perspectives de défaut et pourrait réduire l'attrait de la classe d'actifs.

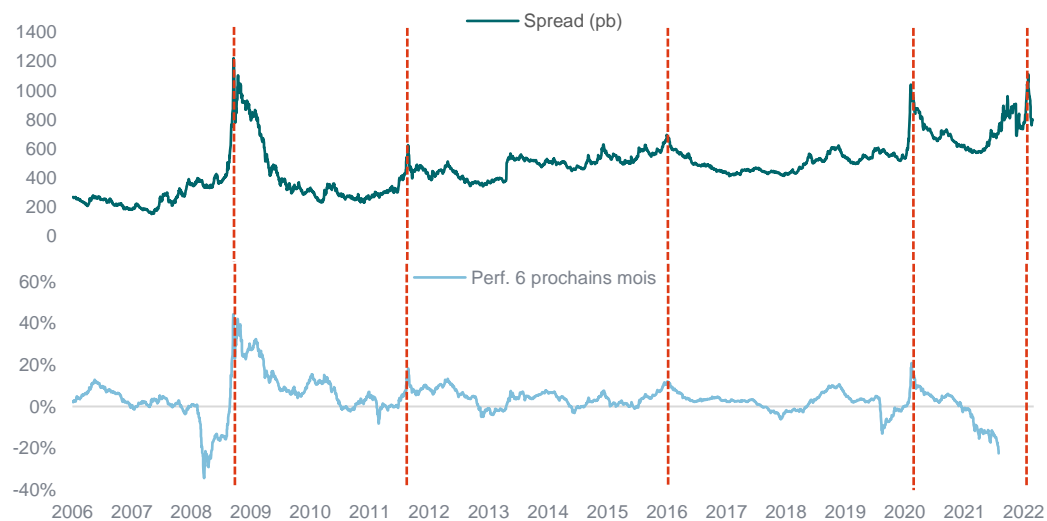
Pourquoi conservons-nous une surpondération tactique des obligations HY asiatiques ?

Trois facteurs clés étayent nos prévisions optimistes concernant les obligations HY asiatiques et donc leur surpondération tactique :

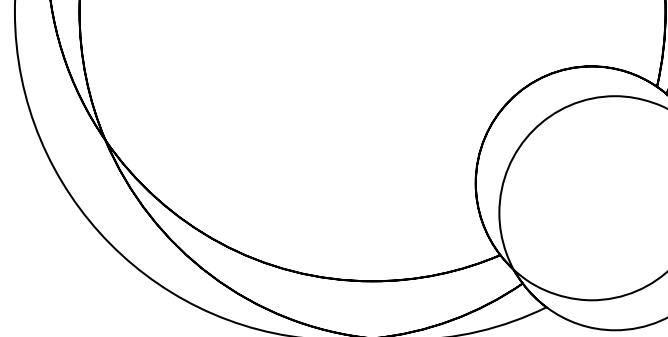
1. Les valorisations actuelles continuent de tenir compte d'un taux de défaut un peu plus élevé que celui que nous prévoyons pour les 12 prochains mois, de sorte que les obligations HY asiatiques présentent un léger potentiel de hausse des cours. La figure 5 montre que dans le passé le fait de partir de niveaux de spreads aussi élevés a conduit à des performances attrayantes dans les six mois qui ont suivi.
2. La hausse estimée du rendement (3 à 4 %) par rapport aux obligations IG libellées en USD reste attrayante.
3. Nous tablons sur le fait que les autorités chinoises donneront suite à leurs récentes annonces de soutien en prenant des mesures plus concrètes, accélérant ainsi l'assouplissement de leur politique et contribuant à renforcer la confiance et à soutenir le marché de l'immobilier.

Figure 5 : Les niveaux de spreads élevés devraient se traduire par des performances attrayantes au cours des six prochains mois

Les obligations HY asiatiques offrent des niveaux de valorisation attrayants



Sources : Bloomberg, Quintet. Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Quintet Danmark (Danemark) et Quintet Luxembourg (Luxembourg). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 18 avril 2022 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Tous droits réservés.