



Philipp Schöttler

Cross-Asset Strategist

Bill Street

Group Chief Investment
Officer

Lionel Balle

Head of Fixed Income
Strategy

Haut rendement asiatique : des risques bien rémunérés

Les obligations asiatiques à haut rendement traversent une période de volatilité élevée et de hausse des spreads depuis juin. Le mouvement de correction s'est accéléré ces dernières semaines, la dégradation rapide de la situation de liquidité du promoteur immobilier Evergrande ayant constitué un catalyseur majeur. Nous réexaminons les arguments en faveur de l'investissement en obligations asiatiques à haut rendement et réaffirmons notre conviction dans cette classe d'actifs sur notre horizon tactique de 6 à 12 mois, en dépit des risques à court terme.

Ce qu'il faut savoir

- Le spread de crédit moyen des obligations asiatiques à haut rendement s'est creusé pour atteindre son plus haut niveau depuis juin 2020 sur fond d'inquiétudes croissantes des investisseurs concernant le très important secteur de l'immobilier chinois. En termes de rendement total, la classe d'actifs a cédé 6 % depuis son sommet de mai dernier.
- Les investisseurs ont notamment été déstabilisés par la dégradation de la situation d'Evergrande, la société immobilière la plus endettée au monde. Nous tablons sur une restructuration ordonnée de la dette d'Evergrande, ce qui devrait à terme faire baisser l'incertitude concernant l'ensemble de la classe d'actifs. Le principal risque reste celui d'un défaut de paiement désordonné qui pourrait se répercuter sur le reste du secteur, voire menacer la stabilité de l'économie chinoise. Bien qu'un tel scénario catastrophe ne puisse être exclu, nous l'estimons peu probable.
- Nous confirmons notre surpondération tactique des obligations asiatiques à haut rendement par rapport aux obligations Investment Grade libellées en USD. Les risques pesant sur la classe d'actifs sont incontestablement élevés, mais nous pensons que le niveau actuel des spreads offre une rémunération généreuse. En dépit de la volatilité potentielle des conditions de marché durant les prochaines semaines, les obligations asiatiques à haut rendement devraient afficher des performances ajustées du risque très attrayantes au cours des 6 à 12 prochains mois.

La pression exercée sur les obligations asiatiques à haut rendement s'est accentuée en septembre, la dégradation de la situation de liquidité d'Evergrande ayant contraint l'émetteur à suspendre le paiement des intérêts et à envisager une restructuration (voir encadré page 5 intitulé « Evergrande : un secret de polichinelle »). La perspective d'un défaut de paiement du deuxième plus grand promoteur immobilier de Chine a suscité l'inquiétude générale des investisseurs concernant le marché de l'immobilier dans son ensemble, et plus particulièrement les émetteurs obligataires présentant un profil de crédit fragile.

Si Evergrande ne représente à lui seul que 1% de l'indice des titres asiatiques à haut rendement, les sociétés immobilières chinoises représentent près de 40 % de l'exposition, ce qui en fait le secteur dominant de l'indice. La situation d'Evergrande est à bien des égards spécifique, mais l'envergure et l'importance du groupe pour le marché immobilier chinois sont telles que les investisseurs craignent une contagion à l'ensemble de l'économie.

Bien que la visibilité à court terme soit faible et que de nouvelles pressions à la baisse soient possibles dans les semaines à venir, nous restons convaincus de l'intérêt d'investir dans les obligations asiatiques à haut rendement au cours des 6 à 12 prochains mois pour deux grandes raisons :

- 1) **Les valorisations** : aux niveaux actuels, les spreads des obligations asiatiques à haut rendement peuvent absorber un taux de défaut de près de 13 % au cours des 12 prochains mois. Même si les niveaux de spreads restent inchangés et que les taux de défaut à l'échelle régionale augmentent légèrement, les performances totales attendues sont de l'ordre de 4 à 5 % au cours des 12 prochains mois grâce au rendement généreux de 8 à 9 % offert

Les inquiétudes des investisseurs concernant le secteur ont été suscitées par les mesures réglementaires prises par les autorités chinoises pour limiter les risques de crédit et de bulle à long terme

actuellement. Les perspectives de la classe d'actifs en termes de rendement/risque demeurent donc positives sur notre horizon tactique.

- 2) **Le rôle des autorités chinoises** : il est peu probable que les responsables politiques compromettent leurs objectifs prioritaires de stabilité économique et de paix sociale. Bien qu'il soit impossible de prévoir le moment auquel l'État interviendra et l'ampleur de cette intervention, nous pensons qu'il est pleinement conscient du risque systémique que représentent les cessations de paiement désordonnées dans le secteur de l'immobilier. Les pouvoirs publics disposent de toutes les incitations et de tous les moyens nécessaires pour éviter cette situation le cas échéant, y compris en fournissant des liquidités, en facilitant une restructuration ordonnée d'Evergrande, voire en assouplissant provisoirement les mesures réglementaires.

Que s'est-il passé jusqu'à présent ?

Les préoccupations croissantes des investisseurs ont conduit à un creusement significatif des spreads des obligations asiatiques à haut rendement. De son plus bas niveau de 570 points de base (pb) en mai, le spread moyen est passé à 755 pb. Ce facteur a pesé sur les performances totales, qui ont reculé de 6 % par rapport à leur récent sommet (figures 1 et 2). Le principal moteur du creusement des spreads est le secteur de l'immobilier chinois, qui représente près de 40 % de l'univers des titres asiatiques à haut rendement. Les obligations des émetteurs présentant un profil de crédit plus fragile ont fait l'objet d'un mouvement de vente massive.

Le spread moyen pour ce seul secteur est désormais supérieur à 2 000 pb, et plus d'un tiers des obligations en circulation se négocient en territoire sinistré (c'est-à-dire à des prix inférieurs à 90 USD). Les inquiétudes des investisseurs concernant le secteur ont été suscitées par les mesures réglementaires prises par les autorités chinoises pour limiter les risques de crédit et de bulle à long terme (voir ci-dessous l'encadré intitulé « Lignes rouges pour le secteur de l'immobilier »).

Figure 1 : Indice de rendement total des obligations asiatiques à haut rendement

Les performances ont chuté de 6% par rapport à leur sommet (janv. 2017 = 100)

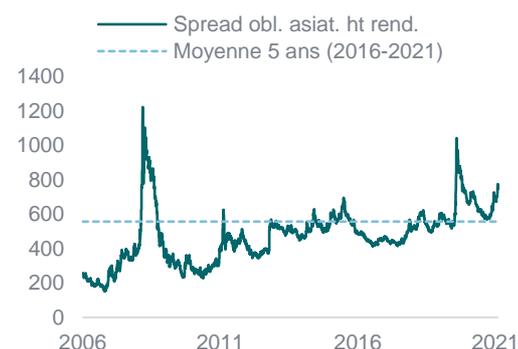


Source : Bloomberg, Quintet

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Figure 2 : Spreads des obligations asiatiques à haut rendement

Les spreads se sont considérablement creusés en raison des inquiétudes des investisseurs



Source : Bloomberg, Quintet

Lignes rouges pour le secteur de l'immobilier

Les « trois lignes rouges », c'est-à-dire les restrictions imposées aux banques en matière de prêts aux sociétés immobilières, soulignent la volonté des autorités chinoises de répondre aux préoccupations liées à la stabilité du secteur de l'immobilier. La Chine a imposé ces directives en août 2020 afin de lutter contre la hausse des niveaux d'endettement, l'augmentation des prix des terrains et l'explosion des ventes immobilières, l'objectif étant de faire valoir la position du gouvernement central selon laquelle le logement est un lieu de vie et non un objet de spéculation.

Un scénario baissier marqué par un creusement des spreads jusqu'à des sommets historiques d'environ 1 000 points de base et par une augmentation significative des taux de pertes sur créances à 5% se traduirait vraisemblablement par une performance négative d'environ -6%

Après la forte croissance du secteur de l'immobilier observée ces dernières années, l'heure était venue pour les autorités d'assurer la stabilité dans la mesure où les sociétés immobilières représentent désormais un risque systémique tant pour le système financier que pour l'économie du pays. Cette démarche vise à améliorer les bilans et les capacités de couverture de la dette, tout en augmentant le volant de liquidités. Pour cela, les instances de contrôle ont instauré trois critères :

- 1) Un ratio passif/actif inférieur à 70 %
- 2) Un ratio endettement net/capitaux propres inférieur à 100 %
- 3) Un ratio trésorerie/dette à court terme d'au moins 1

Les promoteurs sont classés en fonction du nombre de ces limites qu'ils ne respectent pas, plafonnant ainsi la croissance de leur dette. Les entreprises qui respectent les trois critères peuvent augmenter leur dette à hauteur de 15 % maximum au cours de l'année suivante, tandis que celles qui atteignent les trois limites ne peuvent pas continuer à s'endetter. Actuellement, Evergrande dépasse les trois limites.

Pourquoi les obligations asiatiques à haut rendement sont-elles attractives ?

Si l'on compare les risques de la classe d'actifs avec la rémunération que les obligations asiatiques à haut rendement offrent actuellement avec leur spread de crédit de 755 pb, nous pensons qu'une grande partie des risques est déjà prise en compte. Seul un scénario catastrophe pourrait annihiler la totalité du spread de crédit. En supposant que les taux de recouvrement des obligations en défaut restent conformes à leur moyenne à long terme de 40 %, il faudrait que les taux de défaut augmentent de 13 % au cours des 12 prochains mois (par souci de simplicité, cette hypothèse repose sur l'absence d'évolution des rendements ou des spreads dans l'intervalle). Sur les 12 derniers mois, le taux de défaut a atteint 2,5 %.

La figure 3 montre les performances totales de la classe d'actifs en fonction du niveau de spread et des pertes sur créances réalisées au cours des 12 prochains mois. En supposant que les spreads restent quasiment inchangés autour de 750 pb et que les pertes sur créances augmentent légèrement pour atteindre 2 à 3 %, la performance totale des obligations asiatiques à haut rendement serait de 4 à 5 % pour l'année à venir. Tout resserrement des spreads vers les niveaux antérieurs au mouvement de correction améliorerait ce résultat.

Un scénario baissier marqué par un creusement des spreads jusqu'à des sommets historiques d'environ 1 000 points de base et par une augmentation significative des taux de pertes sur créances à 5 % se traduirait vraisemblablement par une performance négative d'environ -6 %. La perte liée à l'évaluation au prix du marché serait temporairement plus élevée, mais elle serait en partie compensée par le portage sur 12 mois.

Cette analyse de scénarios met en évidence l'asymétrie des issues probables à partir des niveaux de spreads actuels. Sur la base d'hypothèses réalistes, l'obtention de performances positives plus élevées est nettement plus probable que celle de performances négatives. Même en l'absence de resserrement des spreads, les performances à 12 mois seront probablement attractives grâce au portage élevé de 8-9 % actuellement.

Figure 3 : Différents scénarios de spreads et de pertes sur créances

Performances totales des obligations asiatiques à haut rendement au cours des 12 prochains mois

		Taux de perte sur créances à 12 mois (%)*				
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Niveau de spread dans 12 mois	500	14,2%	12,9%	11,7%	10,6%	9,4%
	600	11,2%	9,9%	8,7%	7,6%	6,4%
	700	8,2%	6,9%	5,7%	4,6%	3,4%
	750	6,7%	5,4%	4,2%	3,1%	1,9%
	800	5,2%	3,9%	2,7%	1,6%	0,4%
	900	2,2%	0,9%	-0,3%	-1,4%	-2,6%
	1000	-0,8%	-2,1%	-3,3%	-4,4%	-5,6%
Taux de défaut sur la base d'un taux de recouvrement de 40%*		1,7%	3,3%	5,0%	6,7%	8,3%
Taux de défaut en % de l'immobilier chinois**		4,2%	8,3%	12,5%	16,7%	20,8%

Source : Quintet

Remarques : la perte sur créances est déterminée par les taux de défaut et de recouvrement combinés. Par exemple, un taux de défaut de 5 % et un taux de recouvrement de 40 % se traduisent par une perte sur créances de 3 % ; **uniquement à titre indicatif, en partant de l'hypothèse qu'aucun défaut n'a lieu dans le reste de l'univers des obligations asiatiques à haut rendement

Figure 4 : Défaits des obligations asiatiques à haut rendement

Taux sur les 12 derniers mois et compensation des spreads pour les défauts sur les 12 prochains mois



Source : BoAML ; Bloomberg ; Quintet

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Bien qu'Evergrande ait suscité beaucoup d'attention, cet émetteur ne représente à lui seul qu'environ 1% de l'indice des titres asiatiques à haut rendement (contre plus de 3% avant la correction)

Faut-il craindre une contagion ?

Bien qu'Evergrande ait suscité beaucoup d'attention, cet émetteur ne représente à lui seul qu'environ 1 % de l'indice des titres asiatiques à haut rendement (contre plus de 3 % avant la correction). La question la plus importante à ce stade est donc celle des risques de contagion au secteur de l'immobilier dans son ensemble et au-delà.

Selon nous, l'affaire Evergrande pourrait contaminer l'économie chinoise au sens large de deux manières. Premièrement, une faillite désordonnée pure et simple, qui verrait les opérations immobilières d'Evergrande cesser du jour au lendemain, provoquerait vraisemblablement un choc financier et économique important pour l'économie chinoise. Les acheteurs immobiliers (qui ont déjà versé de l'argent à la société), les fournisseurs et quelque 200 000 salariés seraient confrontés à des conséquences négatives immédiates. On estime à 4 millions le nombre d'emplois indirects générés par l'entreprise en Chine. En outre, les investisseurs particuliers chinois détenant des produits de gestion de patrimoine de la société (qui représentent au total environ 6 milliards USD) pourraient perdre la totalité de leur capital.

Un défaut de paiement désordonné de ce type aurait de lourdes conséquences que l'État chinois a tout intérêt à éviter, surtout si l'on considère l'importance économique et sociale du secteur de l'immobilier, qui contribue à hauteur de 28 % au PIB chinois. Si un sauvetage direct d'Evergrande semble peu probable, nous pensons que les autorités disposent de plusieurs options pour désamorcer la situation. Elles peuvent notamment faciliter une restructuration ordonnée, fournir des liquidités à d'autres promoteurs immobiliers, voire assouplir provisoirement les mesures réglementaires si nécessaire.

Le deuxième vecteur de contagion est la restructuration de la dette, dans laquelle les investisseurs recouvrent un montant nettement inférieur au prix que le marché fixe actuellement pour les obligations d'Evergrande (c'est-à-dire moins de 25 %). Cela provoquerait des pertes inattendues et pourrait être perçu comme le signe que les valeurs de recouvrement des biens sont généralement surestimées. Bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario de référence, ces risques méritent d'être surveillés de près. Au final, si le pire scénario d'un défaut désordonné peut être évité, une restructuration devrait, selon nous, réduire l'incertitude pour les acteurs du marché et ouvrir la voie à une plus grande stabilité. Mais d'ici là, la volatilité devrait rester élevée.

Le risque de contagion au-delà de la Chine est selon nous beaucoup plus limité. L'immense majorité de la dette d'Evergrande, et plus généralement des entreprises chinoises, est détenue par des investisseurs nationaux. Ni les banques américaines, ni leurs homologues européens ne devraient être fortement touchés par les pertes potentielles sur les obligations de l'émetteur. Les liens avec les marchés financiers internationaux sont marginaux, ce qui réduit le risque de contagion internationale.

Taille de la position et risque

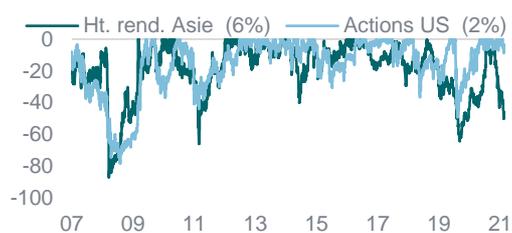
Bien que les risques doivent manifestement être surveillés, nous pensons que les perspectives de la classe d'actifs sont globalement favorables. En août, nous avons relevé à 6 % notre surpondération tactique des obligations asiatiques à haut rendement par rapport aux obligations Investment Grade (IG) libellées en USD. En termes de taille de position, il s'agit de la plus forte surpondération tactique au sein de nos portefeuilles. Mais ce n'est pas le cas en ce qui concerne la contribution au risque dans la mesure où le crédit présente des caractéristiques de risque très différentes de celles des actions.

Pour l'expliquer, on peut comparer la position en obligations asiatiques à haut rendement avec notre surpondération tactique de longue date en actions américaines par rapport aux obligations IG libellées en USD, qui représente 2 % des portefeuilles. La figure 5 montre que les pertes maximales des deux « pair trades » tactiques auraient été comparables au cours des 14 dernières années. De plus, la volatilité moyenne des deux positions est similaire d'un point de vue historique. D'autres indicateurs de risque confirment que malgré la taille de la position en obligations asiatiques à haut rendement, la majeure partie du risque au sein de notre stratégie tactique reste liée à notre surpondération des actions (notamment les petites capitalisations américaines et britanniques).

Bien que les prochaines semaines puissent encore être marquées par un regain de volatilité, les obligations asiatiques à haut rendement devraient afficher des performances ajustées du risque très attrayantes au cours des 6 à 12 prochains mois

Figure 5 : Pertes maximales (%)

« Pair trades » tactiques sur les obligations asiatiques à haut rendement (6%) et les actions américaines (2%) (chacune par rapport aux obligations IG en USD)



Source : Bloomberg, Quintet

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Figure 6 : Performances totales glissantes sur 12 mois des obligations asiatiques à haut rendement (%)

Les performances ont baissé récemment



Source : Bloomberg, Quintet

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

En outre, du fait de sa courte durée (trois ans seulement), cette classe d'actifs est moins sensible à l'évolution des rendements et des spreads que la plupart des autres classes d'actifs à taux fixe. Le creusement significatif des spreads (près de 200 pb) depuis mai s'est traduit, pour les obligations asiatiques à haut rendement, par des performances totales négatives de -6 %. Dans le contexte de notre allocation d'actifs tactique (AAT), la surpondération a jusqu'à présent nui à hauteur d'environ 0,3 % à la performance globale du portefeuille depuis que nous l'avons initiée en février. Ce n'est certes pas le résultat que nous avons envisagé, mais ce chiffre se situe largement dans les fourchettes de risque habituelles que nous tolérons pour notre AAT.

Synthèse

Nous confirmons notre surpondération tactique des obligations asiatiques à haut rendement par rapport aux obligations Investment Grade libellées en USD. Les risques pesant sur la classe d'actifs sont incontestablement élevés, mais nous pensons que le niveau actuel des spreads offre une rémunération généreuse. Bien que les prochaines semaines puissent encore être marquées par un regain de volatilité, les obligations asiatiques à haut rendement devraient afficher des performances ajustées du risque très attrayantes au cours des 6 à 12 prochains mois.

Evergrande : un secret de polichinelle

La saga Evergrande a commencé il y a un an suite à des spéculations concernant un problème de liquidités potentiel. Les préoccupations concernant la santé du promoteur immobilier ont refait surface mi-2021, entraînant une forte chute du cours de ses actions et obligations. Du point de vue des fondamentaux, Evergrande était en moins bonne posture que la plupart de ses concurrents, tant en termes d'endettement que de modèle économique, ce qui explique son franchissement des « trois lignes rouges ». Bien que le groupe ait tenté de redresser la barre en matière d'endettement et de liquidités pour respecter la réglementation, celle-ci a considérablement changé la donne puisqu'il n'a plus été en mesure de poursuivre l'expansion de sa dette.

Durant l'été, Evergrande a fait la une de l'actualité suite à de multiples incidents, dont le gel d'un dépôt bancaire onshore, la suspension des ventes de deux de ses projets résidentiels et une action en justice pour factures impayées. Dans ce contexte, les agences de notation S&P et Fitch ont respectivement abaissé leurs notes à CCC+ et CCC, reflétant la détérioration de l'accès au financement et la diminution du volant de liquidités. Ces événements ont pesé encore davantage sur la confiance des investisseurs à l'égard d'Evergrande lui-même et du secteur dans son ensemble.

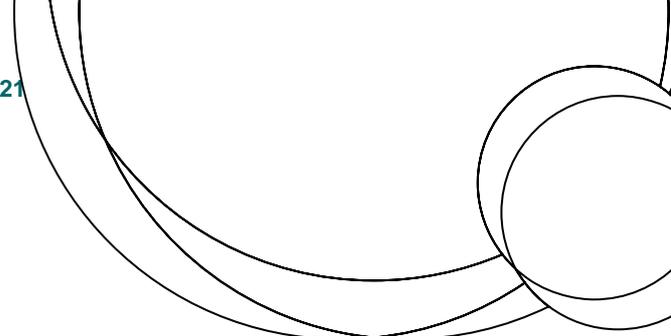
Plus récemment, la pression s'est intensifiée alors que la liquidité du marché était réduite en raison d'un jour férié en Chine, le groupe ne parvenant pas à payer les intérêts sur ses

obligations en dollars US. Un délai de grâce de 30 jours a été fixé pour trouver une solution, avant que l'entreprise ne soit considérée comme en cessation de paiement. La solution la moins pénalisante serait une restructuration contrôlée du groupe permettant d'éviter un défaut de paiement désordonné et une contagion potentielle. Les autorités, qui ont déjà nommé un certain nombre de conseillers financiers et juridiques pour examiner la situation, pourraient intervenir afin de faciliter la vente des actifs ou l'accès au crédit pour les acheteurs immobiliers et les sociétés de promotion, ce qui permettrait de soutenir non seulement Evergrande, mais aussi le secteur dans son ensemble.

Quel recouvrement peut-on espérer ?

L'incertitude est grande quant à la valeur de recouvrement potentielle. Nous nous attendons à ce que toutes les dettes onshore, y compris les obligations, les dettes fiscales et autres passifs, soient prioritaires par rapport aux dettes offshore, ce qui pourrait conduire à une valeur de recouvrement relativement faible pour les dettes offshore en dollars. La valeur de recouvrement finale sera probablement très différente dans le cas d'un défaut désordonné par rapport à un défaut ordonné ou à une restructuration organisée, et pourrait osciller entre 25 et 70 %.

À l'heure actuelle, les obligations d'Evergrande se négocient en moyenne autour de 27 USD, ce qui laisse présager une issue dans le bas de cette fourchette. Bien qu'il ne soit pas directement comparable, le défaut du promoteur immobilier chinois Kaisa en 2015 illustre la manière dont le recouvrement final peut parfois être nettement supérieur aux estimations initiales. Au moment du défaut de Kaisa, les estimations de recouvrement se situaient entre 0 et 14 %, mais au final les investisseurs ont recouvré une part nettement plus importante de leur capital.



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), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). 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 27 septembre 2021 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. 2021. Tous droits réservés.