

Obligations européennes à rendement élevé : rendement élevé, attentes élevées

Auteurs



Benoit Anne
Directeur général
Groupe des solutions de placement



Peter McCandless
Analyste, Obligations européennes
à rendement élevé

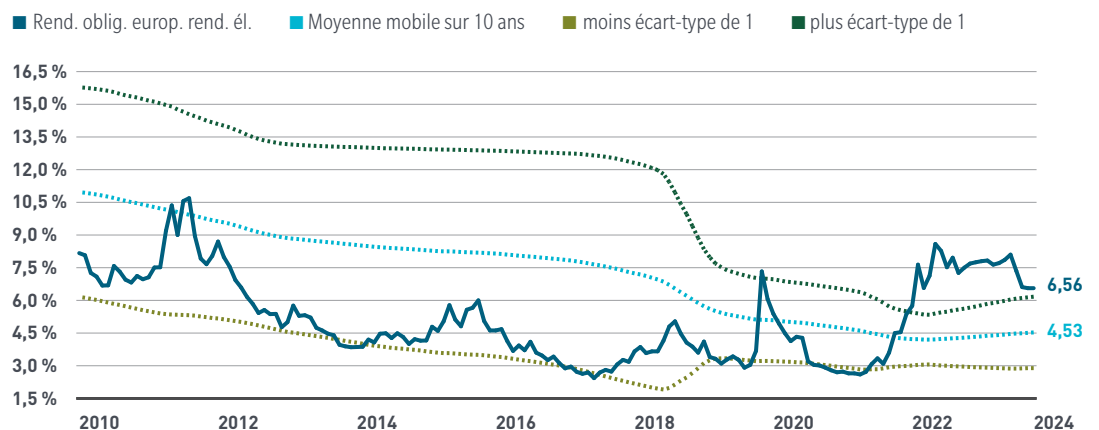


Laura Homsey
Analyste, Obligations européennes
à rendement élevé

À l'heure actuelle, les valorisations d'un certain nombre de catégories d'actif semblent excessives. Ce n'est toutefois pas le cas des obligations européennes à rendement élevé, qui font partie des segments les plus intéressants des titres à revenu fixe mondiaux. Étant donné que ces obligations demeurent soutenues par de solides paramètres fondamentaux et que le contexte macroéconomique s'améliore, notamment en raison des réductions prévues des taux d'intérêt par la banque centrale, nous croyons que le moment est peut-être venu d'envisager d'étoffer ses placements dans ce segment. Chez MFS^{MD}, nous exprimons notre point de vue sur les obligations européennes à rendement élevé principalement au moyen de notre portefeuille mondial de titres à rendement élevé, de notre mandat mondial multisectoriel et de notre stratégie de titres de créance européens.

Les taux des obligations européennes à rendement élevé sont intéressants par rapport aux normes historiques. Le taux de l'indice des obligations européennes à rendement élevé est d'environ 6,56 %, ce qui est nettement supérieur à la moyenne mobile sur dix ans de 4,53 % (figure 1). Il s'agit d'un facteur important, car le taux de rendement actuel influe directement sur les prévisions de rendement.

Figure 1 : Obligations européennes à rendement élevé : rendements passés

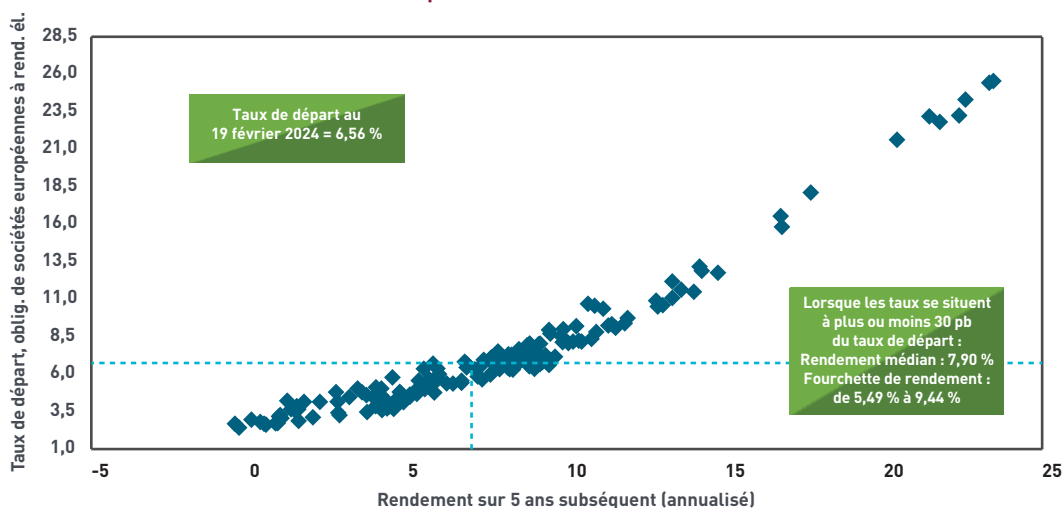


Sources : Bloomberg et ICE BofA. Rendement des obligations européennes à rendement élevé = rendement le plus défavorable de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Données mensuelles de mai 2010 à février 2024 (au 16 février). 1 écart-type = une unité d'écart-type par rapport à la moyenne à long terme.

Les points d'entrée sont déterminants pour tous les titres à revenu fixe, y compris les obligations européennes à rendement élevé. Compte tenu du niveau intéressant des taux actuels, les perspectives des rendements prévus sont robustes, d'après nous. Cela s'explique par le fait qu'il existe historiquement une forte corrélation entre des taux de départ semblables à ceux d'aujourd'hui et des rendements subséquents relativement intéressants. Par exemple, si l'on prend des obligations européennes à rendement élevé à un taux initial de 6,56 %, le rendement médian pour les cinq années suivantes – en fonction d'une fourchette de 30 points de base (pb) autour du taux de départ – s'établit à 7,9 %, avec une fourchette de rendement de 5,49 % à 9,44 % (figure 2). De plus, les perspectives de rendement prévu pour les titres à revenu fixe ont été renforcées par les récents signaux à l'égard d'une réduction des taux par les principales banques centrales, dont la Banque centrale européenne. L'analyse de la ventilation des rendements des obligations européennes à rendement élevé (figure 3) montre clairement que les rendements seront probablement meilleurs qu'il y a quelques années, en raison du taux de départ plus haut. Les perspectives de rendements plus élevés sont également soutenues par la forte possibilité que les taux baissent, d'après ce que la BCE a récemment laissé entendre. Plus précisément, si l'on suppose un taux de départ de 6,56 % et une absence de variation des écarts de taux au cours de la prochaine année, ainsi qu'une baisse des taux d'intérêt de 60 pb, un rendement hypothétique de 8,19 % sur un an pourrait être réalisable, selon l'incidence d'une hausse de 60 pb multipliée par la durée de l'indice ($60 \times 2,71 = 162,6$; ce résultat ajouté à 6,56 % donne 8,19 %). À titre de comparaison, le rendement annualisé sur 20 ans de cette catégorie d'actif s'établit à 6,6 %.

Il convient de noter que, dans un scénario extrême, comme une hausse combinée d'au moins 270 pb des écarts et des taux, les obligations européennes à rendement élevé devraient produire un rendement négatif au cours de la prochaine année.

Figure 2 : Obligations européennes à rendement élevé : taux de départ et rendement subséquents



Sources : Bloomberg et ICE BofA. Rendement des obligations européennes à rendement élevé = indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Données mensuelles de janvier 2005 à janvier 2024. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

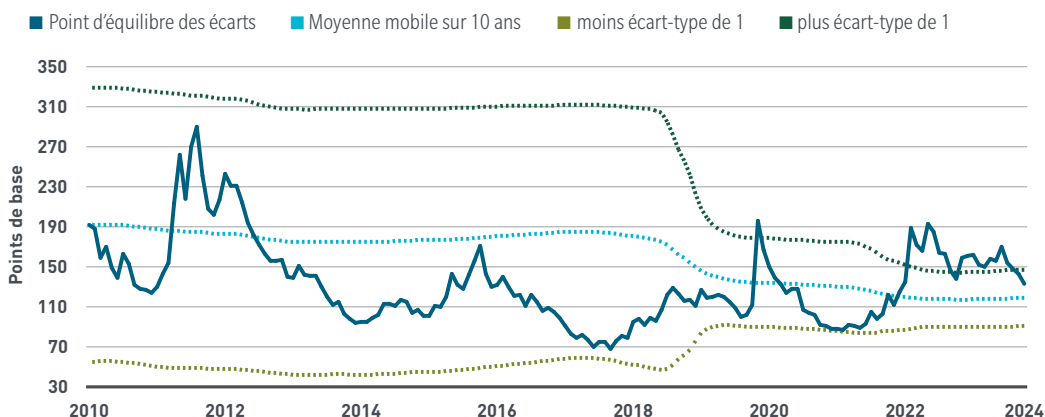
Figure 3 : Rendements prévus hypothétiques des obligations européennes à rendement élevé pour la prochaine année en fonction des fluctuations des écarts de taux et des taux d'intérêt

Oblig. europ. rend. él.	Fluctuations des écarts de taux au cours de la prochaine année (pb)										
	-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
+150	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40	-3,21
+120	5,74	4,93	4,12	3,80	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40
+90	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58
+60	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77
+30	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04
0	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86
-30	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67
-60	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49
-90	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30
-120	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12
-150	13,07	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93

Sources : Bloomberg et ICE BofA. Obligations européennes à rendement élevé = indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Rendement actuel au 19 février 2024. Duration actuelle au 19 février 2024. Le rendement prévu sur un an est estimé en fonction du taux de rendement actuel, plus la variation nette entre le taux d'intérêt et l'écart de taux, multipliée par la duration. Le tableau illustre une fourchette de rendement, selon le rendement le plus défavorable et des variations progressives des taux d'intérêt ou des écarts de taux. Cette analyse prend pour hypothèse que si les taux d'intérêt et les écarts de taux demeurent inchangés, le rendement le plus défavorable de l'indice devient le facteur le plus important pour déterminer le rendement réalisé au cours de la prochaine année, ce qui permet de prendre en compte le rendement le plus défavorable de départ. Cette analyse prend pour hypothèse qu'il n'y a aucune défaillance parmi les obligations, que les obligations qui constituent l'indice ne changent pas et que toutes les obligations sont détenues jusqu'à l'échéance. Les variations des taux d'intérêt représentent un changement parallèle de la courbe des taux à la fin de la période et les mesures de duration et de duration des écarts sont rajustées en fonction des options. Les références au rendement prévu ne sont ni des promesses ni des estimations du rendement réel que pourrait réaliser un investisseur, et il ne faut pas s'y fier. Les prévisions sont présentées à titre indicatif seulement et elles ne doivent pas être considérées comme étant des conseils ou interprétées comme étant des recommandations ou des garanties de rendement. Elles reposent sur des estimations et des hypothèses subjectives qui n'ont pas encore eu lieu ou qui pourraient ou non se réaliser. Les prévisions comportent des limites, car elles ne reposent pas sur des opérations réelles, mais elles sont plutôt basées sur les modèles et les données compilées par MFSMD. Les résultats ne sont pas représentatifs des rendements réels qui pourraient être obtenus. Les rendements peuvent varier considérablement d'un investisseur à l'autre. Ces calculs hypothétiques visent à illustrer comment un indice de titres à revenu fixe pourrait se comporter dans différentes conjonctures de marché, compte tenu 1) du niveau actuel du rendement le plus défavorable, 2) de la duration rajustée en fonction des options, et 3) de la duration des écarts. Cette analyse prend pour hypothèse que si les taux d'intérêt et les écarts de taux demeurent inchangés, le rendement le plus défavorable de l'indice devient le facteur le plus important pour déterminer le rendement réalisé au cours de la prochaine année. L'analyse prend également pour hypothèse que les variations des taux d'intérêt représentent un changement parallèle de la courbe des taux à la fin de la période, ce qui permet de prendre en compte le rendement le plus défavorable de départ. La duration et la duration des écarts sont des mesures de la sensibilité des cours aux variations des taux et aux variations des écarts, respectivement.

Les écarts de taux des obligations européennes à rendement élevé demeurent attrayants. C'est tout particulièrement le cas pour le point d'équilibre des écarts (figure 4). Comme pour les autres catégories de titres à revenu fixe mondiaux, les écarts de taux des obligations européennes à rendement élevé se sont considérablement resserrés au cours des dernières semaines. Toutefois, nous croyons que les valorisations des écarts demeurent globalement attrayantes, ce qui n'est pas le cas de leurs pairs.

Figure 4 : Obligations européennes à rendement élevé : point d'équilibre des écarts passés

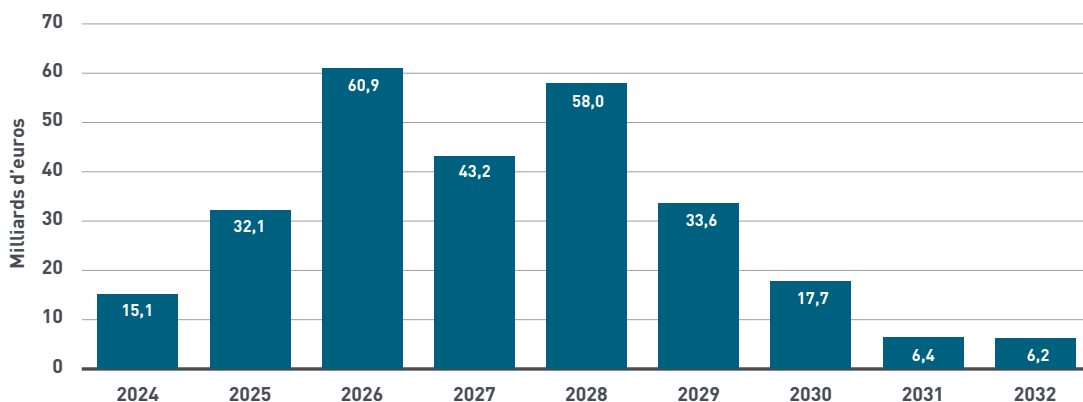


Source : Bloomberg. Point d'équilibre des écarts des obligations européennes à rendement élevé = écart de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00) par rapport aux obligations d'État, divisé par la durée. Le point d'équilibre des écarts détermine jusqu'où les écarts peuvent monter avant d'annuler le rendement excédentaire (c.-à-d. le rendement des titres de créance, excluant l'effet des taux). Données mensuelles de mai 2010 à février 2024 (au 19 février). 1 écart-type = une unité d'écart-type par rapport à la moyenne à long terme.

Les obligations européennes à rendement élevé restent soutenues par de solides paramètres fondamentaux.

Dans l'ensemble, nous ne redoutons pas de forte hausse des taux de défaillance et ce que l'on appelle le « mur des échéances » ne nous inquiète pas. Le risque lié au refinancement demeure limité, compte tenu des perspectives de baisses de taux et d'un sommet des échéances qui pourrait ne se matérialiser qu'en 2026 (figure 5). Selon notre indicateur fondamental, la catégorie d'actif s'est raffermie au cours des derniers trimestres (figure 6). La principale source de vigueur provient du ratio flux de trésorerie disponibles/dette, ainsi que du contexte d'endettement net.

Figure 5 : Obligations européennes à rendement élevé : échéances

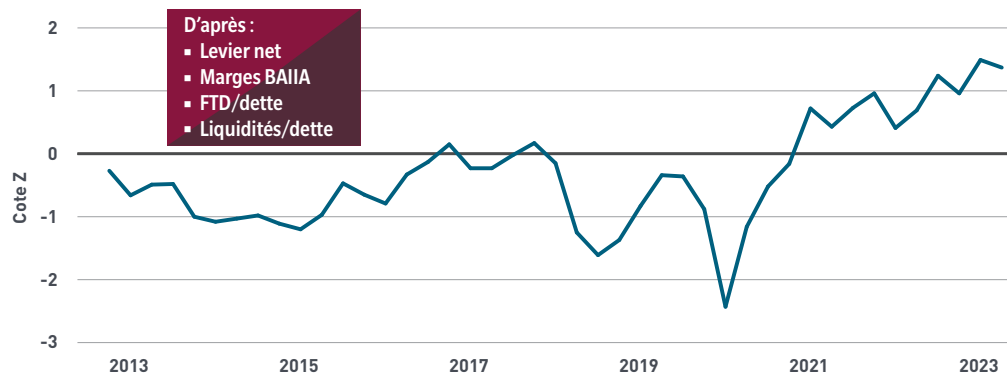


Source : Bloomberg. Données au 14 février 2024.

La conjoncture macroéconomique est de plus en plus favorable aux actifs européens. Sur le plan de la croissance, nous observons quelques signes d'amélioration des conditions macroéconomiques dans la zone euro, même si le scénario de base demeure une quasi-stagnation. Toutefois, la bonne nouvelle est que les risques d'une récession grave semblent s'estomper. Notre indicateur du cycle économique en Europe, qui regroupe plusieurs indicateurs pertinents, signale une nette amélioration par rapport à ce que l'on observait il y a quelques mois (figure 7). Par exemple, l'indicateur ZEW des prévisions de croissance de la zone euro, que beaucoup suivent de près, vient d'atteindre son plus haut niveau en un an.

De plus, il est probable que la BCE amorcera bientôt un cycle d'assouplissement, peut-être dès le deuxième trimestre de cette année. Selon nous, cela devrait stimuler l'appétit pour les actifs européens et, par conséquent, favoriser les obligations européennes à rendement élevé.

Figure 6 : Obligations européennes à rendement élevé : cote fondamentale



Source : Morgan Stanley. Données trimestrielles jusqu'au troisième trimestre de 2023. Selon la moyenne simple de chaque cote Z sur 10 ans : endettement net, marges BAIIA, ratio des flux de trésorerie disponibles par rapport à la dette et ratio des flux de trésorerie par rapport à la dette. La cote Z est une mesure de l'écart par rapport à la moyenne en unités de l'écart-type.

Figure 7 : Indicateur du cycle économique dans la zone euro

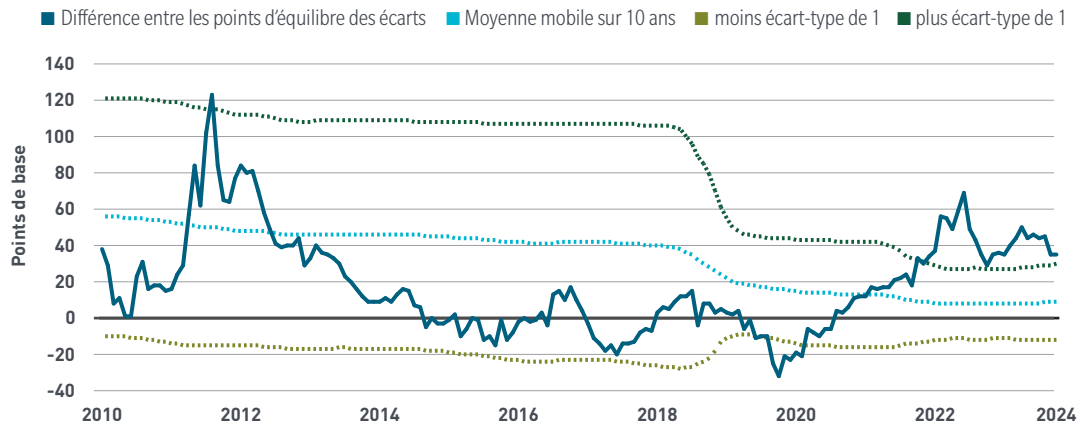


Source : Bloomberg. Prévisions économiques de l'IFO en Allemagne, sentiment Sentix à l'égard de l'économie de la zone euro, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), indicateur de confiance économique de la Commission européenne zone euro. Données mensuelles de janvier 2011 à janvier 2024. L'indicateur composé est fondé sur la moyenne des cotes z de ces quatre variables.

Les obligations européennes à rendement élevé sont intéressantes par rapport aux obligations américaines à rendement élevé sur le plan de la valeur relative. Cela s'explique principalement par le fait que les valorisations des obligations américaines à rendement élevé semblent particulièrement élevées. Plus précisément, la différence entre le point d'équilibre des écarts des obligations européennes à rendement élevé et celui des obligations américaines à rendement élevé s'établit actuellement à 35 pb, soit bien au-dessus du seuil de 1 écart-type par rapport à la moyenne à long terme (figure 8).

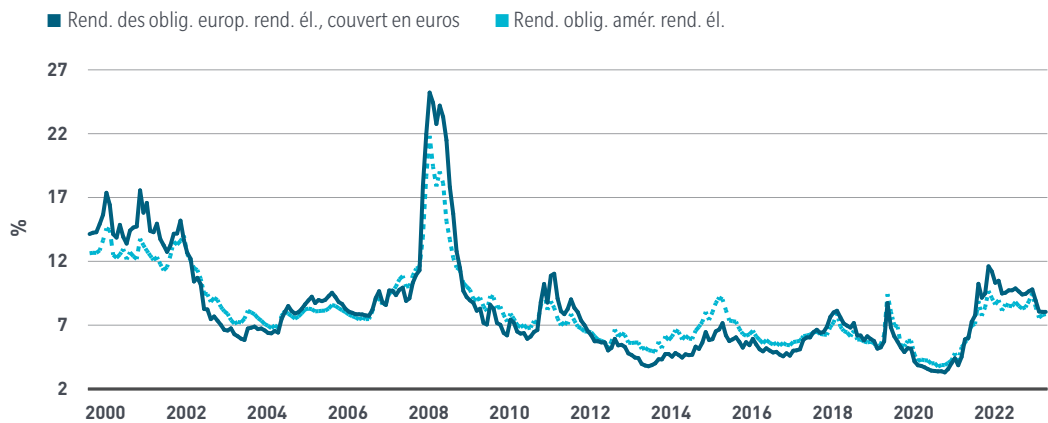
De même, les obligations européennes à rendement élevé semblent particulièrement intéressantes selon les taux de rendement couverts. Un investisseur établi aux États-Unis qui détient des obligations européennes à rendement élevé couvertes contre le risque de change pourrait obtenir un rendement de 8,04 %. C'est mieux que ce qu'il obtiendrait en achetant des obligations américaines à rendement élevé, et ce, malgré la durée plus courte de l'indice des titres européens (figure 9).

Figure 8 : Comparaison entre obligations européennes à rendement élevé et obligations américaines à rendement élevé : différence entre les points d'équilibre des écarts



Source : Bloomberg. Point d'équilibre des écarts des obligations européennes à rendement élevé = écart de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00) par rapport aux obligations d'État, divisé par la durée. Obligations américaines à rendement élevé = indice Bloomberg US HY. Le point d'équilibre des écarts détermine jusqu'où les écarts peuvent monter avant d'annuler le rendement excédentaire (c.-à-d. le rendement des titres de créance, excluant l'effet des taux). Données mensuelles de mai 2010 à février 2024 (au 16 février). 1 écart-type = une unité d'écart-type par rapport à la moyenne à long terme.

Figure 9 – Comparaison entre obligations européennes à rendement élevé et obligations américaines à rendement élevé : comparaison des taux avec couverture du risque de change



Source : Bloomberg. Rendement des obligations européennes à rendement élevé = rendement le plus défavorable de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Obligations américaines à rendement élevé = rendement le plus défavorable de l'indice Bloomberg US HY. Le coût de la couverture de l'exposition à l'euro est fondé sur le rendement implicite des contrats de change à terme à 3 mois. Données mensuelles de janvier 2005 à février 2024 (au 16 février 2024).

Le rendement à long terme des obligations européennes à rendement élevé est plus avantageux que celui des obligations américaines à rendement élevé. En ce qui concerne les rendements historiques, les obligations européennes à rendement élevé ont inscrit des rendements (en dollars américains) supérieurs à ceux des obligations américaines à rendement élevé sur des périodes de 3 ans, 5 ans, 10 ans et 20 ans. En outre, comme la volatilité des rendements des obligations européennes à rendement élevé est généralement semblable à celle des obligations américaines comparables, les rendements corrigés de la volatilité ont constamment augmenté (figure 10).

Figure 10 : Rendements passés (en USD) des obligations européennes à rendement élevé et des obligations américaines à rendement élevé

	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans
Oblig. europ. rend. él. (couvertes en USD)				
Rendement	2,88 %	5,09 %	5,33 %	7,87 %
Volatilité	7,34 %	9,23 %	7,12 %	9,77 %
Rendements corrigés de la volatilité	0,39	0,55	0,75	0,81
Oblig. amér. rend. él.				
Rendement	1,72 %	4,08 %	4,30 %	6,49 %
Volatilité	8,36 %	9,35 %	7,59 %	9,11 %
Rendements corrigés de la volatilité	0,21	0,44	0,57	0,71

Source : Bloomberg. Rendement des obligations européennes à rendement élevé (couvertes en USD) = rendement total de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00) couvert en USD. Obligations américaines à rendement élevé = rendement total de l'indice Bloomberg US High Yield. Volatilité = volatilité annualisée des rendements mensuels. Rendements corrigés de la volatilité = rendement/volatilité. Selon les données mensuelles jusqu'en janvier 2024. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

À long terme, les obligations européennes à rendement élevé sont également intéressantes par rapport aux actions européennes, même si, à court terme, leur rendement est nettement inférieur. Au cours des 20 dernières années, les obligations européennes à rendement élevé ont produit des rendements généralement semblables à ceux de l'indice boursier européen, mais en affichant une volatilité moindre (figure 11).

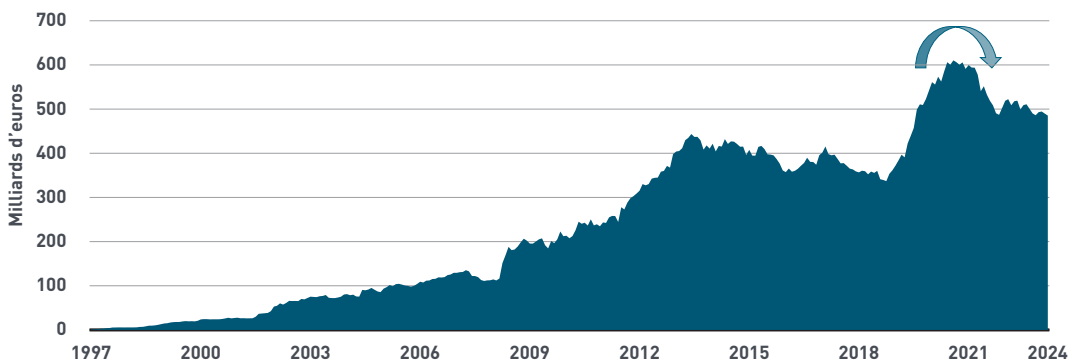
Figure 11 : Rendements passés des obligations européennes à rendement élevé et des actions européennes

	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans
Oblig. europ. rend. él.				
Rendement	1,01 %	2,82 %	3,52 %	6,62 %
Volatilité	7,37 %	9,22 %	7,14 %	9,93 %
Rendements corrigés de la volatilité	0,14	0,31	0,49	0,67
EUR Equities				
Rendement	9,88 %	8,89 %	7,14 %	7,05 %
Volatilité	13,97 %	15,88 %	14,08 %	14,28 %
Rendements corrigés de la volatilité	0,71	0,56	0,51	0,49

Source : Bloomberg. Obligations européennes à rendement élevé = rendement total de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Actions européennes = rendement brut de l'indice Euro Stoxx 600 (SXXGR). Volatilité = volatilité annualisée des rendements mensuels. Rendements corrigés de la volatilité = rendement/volatilité. Données mensuelles jusqu'en février 2024 (au 16 février). Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

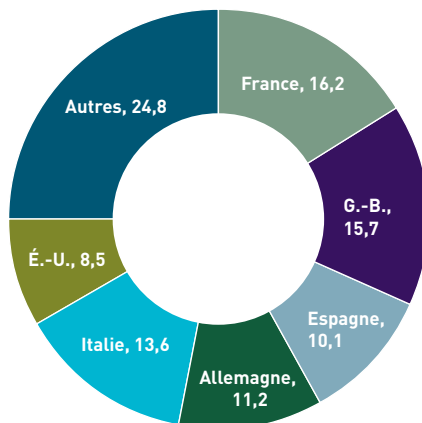
Le contexte technique pour les obligations européennes à rendement élevé est favorable. Il convient de noter que la taille du marché a diminué depuis la pandémie de COVID-19, en raison de l'offre restreinte (figure 12). Selon nous, cette rareté est un facteur technique positif. De plus, le marché des obligations européennes à rendement élevé offre une importante diversification géographique, ce qui aide à gérer l'exposition au risque macroéconomique de chaque pays, comme l'illustre la figure 13.

Figure 12 : Taille du marché des obligations européennes à rendement élevé



Source : Bloomberg. Obligations européennes à rendement élevé = valeur nominale de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Données mensuelles jusqu'en février 2024 (au 16 février).

Figure 13 : Obligations européennes à rendement élevé : ventilation des émetteurs par pays



Source : Bloomberg. Obligations européennes à rendement élevé = ventilation par pays des émetteurs de l'indice ICE BofA European Currency High Yield (HP00). Données mensuelles jusqu'en février 2024 (au 16 février).

Dans l'ensemble, nous croyons que les obligations européennes à rendement élevé constituent une catégorie d'actif qui mérite d'être prise en compte par les investisseurs, compte tenu de leurs caractéristiques de valorisation intéressantes, de leur solidité fondamentale, des facteurs techniques favorables et du rendement à long terme par rapport à des catégories d'actif comparables. ▲

Les placements dans des titres de créance peuvent perdre de la valeur en raison du déclin de la qualité du crédit de l'émetteur, de l'emprunteur, de la contrepartie ou autre entité responsable du remboursement, des actifs sous-jacents ou de l'évolution du contexte économique ou politique, de la situation de l'émetteur ou d'autres conditions, ou à la perception à l'égard de ces facteurs. Certains types de titres de créance peuvent être plus sensibles à ces facteurs, et donc plus volatils. Par ailleurs, les titres de créance comportent des risques de taux d'intérêt (habituellement, quand les taux d'intérêt grimpent, les cours baissent). Par conséquent, la valeur du portefeuille pourrait diminuer en période de hausse des taux d'intérêt.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des solutions de placement de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.