

Les obligations à haut rendement sous l'angle «Quant»

23 mai 2019

Aymeric Converset, Banque Profil de Gestion

Source : Allnews

2 minutes de lecture

La prudence observée a permis à la classe d'actifs d'atteindre l'un des risques les mieux rémunérés sur les 20 dernières années.



Sears, Claire's ou encore Noble Group sont autant de sociétés qui ont, malgré elles, fait les grands titres des journaux financiers en raison de leurs défauts sur des obligations. Cette sélection naturelle assimilée au «darwinisme financier» contribue à l'intérêt souvent mitigé des investisseurs pour les obligations à haut rendement («High Yield»). Or la prudence observée à l'égard de ce segment a permis à la classe d'actifs d'atteindre l'un des risques les mieux rémunérés parmi les actifs financiers sur les 20 dernières années. En effet, le portage offert par ces obligations constitue l'un des principaux atouts du segment. Le rendement à maturité important (6,21% en devises pour l'indice ICE Global High Yield au 30.04.2019) permet d'amortir les chocs au niveau des taux d'intérêt et des primes de risque de crédit.

La sensibilité au risque de taux et la répartition sectorielle sont autant de sources de diversification pour un portefeuille multi-actifs.

Mais les vertus du segment ne se limitent pas au rendement offert puisque ce type d'obligation s'avère structurellement «diversifiant» par rapport aux actifs traditionnels. En effet, les caractéristiques des entreprises sous-jacentes (généralement plus petites), la sensibilité au risque de taux (duration modifiée moindre) et la répartition sectorielle (très équilibrée) sont autant de sources de diversification pour un portefeuille multi-actifs. Des études rétrospectives démontrent très clairement les bénéfices d'une réduction des actions aux profits des obligations à haut rendement dans un portefeuille équilibré.

Du 31.12.1999	LPP 25 (2000)	LPP 25 (2000) avec le segment des obligations « High Yield »
Rendement annualisé	3.29%	3.42%
Volatilité annualisée	4.44%	3.74%
Perte maximale (Maximum Drawdown)	-16.48%	-14.50%
Tracking error		0.84%
Ratio d'information		0.14
Ratio de Sharpe	0.74	0.91

** Introduction d'une allocation de 5% de l'indice ICE Global High Yield CHF Hedged au détriment de 5% des actions globales (rebalancement mensuel)*

Source : Banque Profil de Gestion – Asset Management – Division Dynagest ; Pictet Asset Management

Toutefois, les qualités des obligations à haut rendement ne sont pas sans contrepartie. En effet, la gestion de ce type d'obligation peut s'avérer périlleuse notamment par rapport à la dynamique des prix parfois brutale. Il n'est pas rare que des obligations subissent des chutes de prix substantielles et imprévisibles. Les coûts de transaction liés à la liquidité et l'abondance des clauses optionnelles constituent également des défis pour l'investisseur ou le gérant.

Face à ces défis, une réponse intuitive consisterait à analyser de manière approfondie de nombreuses sociétés (par exemple les 1492 émetteurs de l'indice ICE Global High Yield) afin de sélectionner les titres qui ne seraient pas sujets à des chocs et qui présenteraient une valorisation attractive. Ensuite, la construction du portefeuille passerait par une préférence pour les obligations liquides exemptes de clauses optionnelles trop complexes. Or la mise en place de ces principes de gestion constitue un exercice difficile et souvent peu efficient. La sous-performance à long terme de la quasi-totalité des gestions actives et fondamentales vis-à-vis de leurs univers de placement en est l'illustration.



*Les chocs idiosyncratiques sont beaucoup plus indolores
quand le portefeuille est largement diversifié.*

En prenant le contrepied de ces axes de gestion classiques, la construction d'un portefeuille basée sur une méthodologie «Quant», centrée sur la gestion du risque avec une très large diversification, comporte certains avantages. Premièrement, la diversification sur cet univers apparaît fondamentale, dans le sens où les chocs idiosyncratiques (chute de prix brutale de certaines obligations) sont beaucoup plus indolores quand le portefeuille est largement diversifié (plus de 500 titres). Deuxièmement, cette diversification oblige à investir des positions mesurées sur des titres à taille d'émission plus faible. Or, des études quantitatives ont montré que des émissions dont la taille est plus modeste disposent de primes de risque plus importantes, liées à une liquidité plus faible mais également à une couverture médiatico-financière restreinte. Enfin, les obligations les plus complexes en termes de clauses optionnelles se révèlent très intéressantes car l'appréhension de ce genre d'obligations est plus laborieuse et permet d'exiger une prime de risque supplémentaire.

L'exposition au segment des obligations High Yield se révèle ainsi particulièrement avantageuse dans la construction d'un portefeuille. Cependant, l'identification à tout prix des prochains Sears, Claire's ou Noble Group s'avère non seulement hasardeuse mais peut aussi conduire à des biais et à se désintéresser de certaines obligations se trouvant hors des sentiers battus. Par opposition, une approche «Quant», robuste et affichant des coûts très bas, apporte des solutions cohérentes et permet de tirer pleinement parti des nombreux avantages du segment.

Aymeric Converset
Responsable de la gestion quantitative

Expert en modélisation d'approches de gestion, Aymeric Converset est responsable de la gestion quantitative à la Banque Profil de Gestion. Entré chez Huet & Cie en 2010 en qualité d'analyste, il est nommé responsable des investissements obligataires avant de rejoindre Dynagest en 2013. Aymeric Converset est titulaire d'un Master interuniversitaire, mention finance, délivré par les Hautes études commerciales (HEC) de Genève, Lausanne et Neuchâtel.