



PREAMBULE

Le sujet de cette note est centré sur le risque et le rendement des obligations d'entreprise à haut rendement, avec quelques clefs de lecture.

Le financement bancaire, nous le savons depuis la crise des subprimes, est soumis à des contraintes (légitimes ?) dont la conséquence fut par le secteur privé la recherche de financement hors du circuit de l'intermédiation habituelle.

La FED a exprimé il y a deux mois un risque de surchauffe des actifs dirigés vers le financement à haut rendement car les masses en jeu sont très importantes. Le financement de l'économie a globalement toujours été vers les actions et les obligations d'Etat.

Depuis quelques années, les masses des obligations d'entreprise ont littéralement explosé, partout dans le monde, les investisseurs recherchant du rendement au détriment du risque... L'épargnant, moins averti devrait mieux analyser ce dans quoi il place ses fonds...

Bonne lecture.



Le segment HY est un joli nom, avouons-le pour définir des placements obligataires "high yield", à haut rendement pour employer la langue de Molière. A l'époque du Crédit Lyonnais, et jusqu'avant la crise des subprimes (le temps passe), l'on employait davantage l'appellation, pour dire strictement la même chose, de "junk bond", et toujours dans notre chère langue de Molière, des obligations pourries. Le Crédit Lyonnais était noté BBB au plus bas à l'époque, une notation aujourd'hui qui serait recherchée par tous pour investir.

Ainsi, en l'espace d'une crise et de quelques années, le vocabulaire a-t-il changé, passant d'une logique de risque à celle du rendement escompté.

L'on devrait tous savoir qu'il y a un lien étroit et permanent entre le risque et le rendement, mais cela n'est pas toujours bien perçu quand l'on gère une asymétrie perceptuelle et psychologique : le risque fait peur, le rendement donne des couleurs aux investisseurs.

Prenons un exemple : INEOS, un groupe suisse de plus de 18 Mds E de chiffre d'affaires, constitué par l'agrégat de spin-off (cessions) dans la chimie, lequel groupe occupe des positions fortes dans le monde. Les fonds propres au 30/09/2013 sont négatifs d'environ 564 ME, et les dettes financières (obligataires en majorité) de 7,3 Mds E.

HY et Molière

Quelle banque aujourd'hui financerait une telle entreprise ? La réponse est évidente et pourtant INEOS trouve ses financements ... mais ils sont non-intermédiés.

Bien sur le groupe est en devenir, a d'importants besoins capitalistiques, mais le bilan est plus que dégradé, dans la langue de Molière, c'est un euphémisme. Nous avons choisi INEOS mais il en existe des milliers d'autres.

A force d'étudier les comptes de certaines entreprises du segment HY (là aussi pour faire joli, il y a des modes en finances), nous nous apercevons que l'accès aux comptes requiert souvent un login (désolé pour notre auteur préféré) afin d'avoir accès à l'information financière (qui n'est pas forcément publique). Et second constat, l'information produite, riche et complète, est centrée à plus de 80% sur l'activité, et le détail des dettes, et peu sur le bilan... qui ferait réagir, avec raison, tout investisseur sachant que le risque reste quand même un critère premier pour investir.

"Pour vivre heureux vivons caché" selon un adage bien connu dans la région, mais dans le haut rendement, la discrétion est plutôt signe non pas de fortune mais de risque bilanciel.

Les encours chez les particuliers d'obligations HY sont importants : les performances sont certes au rendez-vous... qui font oublier le risque (très élevé). Quand il s'agit en plus d'obligations HY de pays émergents (emerging markets, EMD), et en devises (non-hedgées), l'investisseur a plus de souci à se faire que Molière qui nous a déjà laissé son riche héritage patrimonial.

Que faut-il faire ? Connaître le risque et ne jamais oublier, comme les actions, que le rendement et le risque sont liés, et que les miracles en gestion sont peu fréquents. 2e axe de conduite : à la prochaine hausse de taux, avant si possible, réduire vite ses positions sur ce segment, toutes zones confondues.

Prochaine lecture : le 25 novembre 2013. FINADOC publiera un « livre blanc sur la finance patrimoniale efficiente ».

François Almaleh

Nouveau site web : www.finadoc.com

Bureaux : 270 Bd Clémenceau 59700 Marcq en Baroeul

FINADOC est une marque de COSALE, SAS au capital de 30 000 euros. RCS 513 969 642. NAF 7022 Z

TEL: 03 66 72 10 81 - 06 01 99 20 51 EMAIL : f.almaleh@finadoc.com WEB : www.finadoc.com

Conseiller en Investissements Financiers n° D011865, membre de la CNCIF. Courtier en assurance.

ORIAS n° 11 062 831 (www.orias.fr) sous le contrôle de l'autorité de contrôle prudentiel (61 Rue Taibout, Paris)