

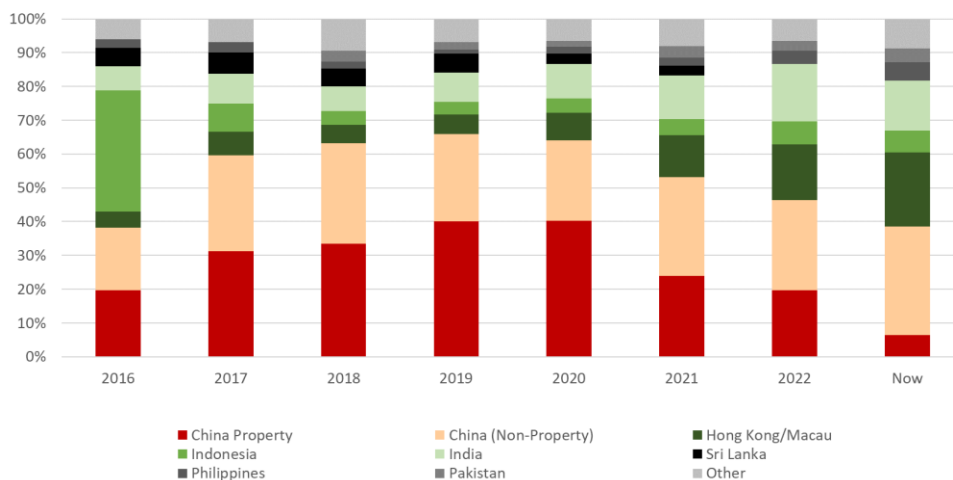
13 novembre 2023

Le marché asiatique des obligations à haut rendement n'est plus pris en otage par le secteur immobilier chinois

Le marché asiatique des obligations à haut rendement en USD a certainement connu une volatilité extrême au cours des dernières années. Depuis sa création il y a dix ans, lorsque le marché est devenu suffisamment important pour être considéré comme une classe d'actifs à part entière, l'ADN de ce secteur a connu des changements spectaculaires. Ces dernières années, la performance des obligations asiatiques à haut rendement a été entachée par une crise immobilière en Chine, à tel point qu'il serait facile d'imaginer que le secteur immobilier chinois est le seul composant du marché. Cependant, aujourd'hui, cela ne pourrait pas être plus éloigné de la vérité.

Les obligations immobilières chinoises représentent actuellement seulement une pondération à un chiffre du marché, et bien que cela n'ait pas toujours été le cas, à l'avenir, les perspectives de rendement du marché seront influencées par une gamme de facteurs diversifiés qui sont bien éloignés de la politique immobilière chinoise. Ci-dessous, nous examinons comment le marché a évolué ces dernières années et à quoi ressemble réellement le marché asiatique des obligations à haut rendement aujourd'hui en termes de pondérations et de sensibilités sectorielles.

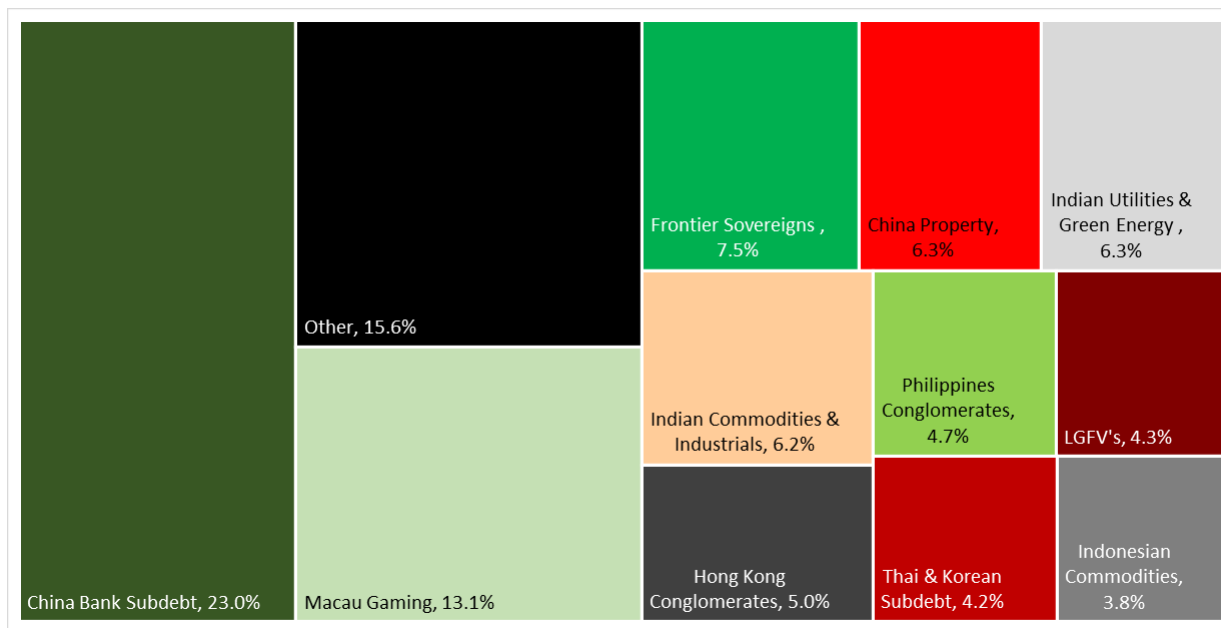
Graphique 1 : Évolution de la répartition sectorielle du marché asiatique des obligations à haut rendement ()*



Lancé en janvier 2013, l'indice AHBI, initié par HSBC et repris ultérieurement par iBoxx Markit, a célébré son dixième anniversaire cette année. Le graphique 1 montre la répartition géographique de cet indice depuis que Markit en a pris la gestion à partir de mi-2016. À l'origine, le marché asiatique des obligations à haut rendement était dominé par l'Indonésie, lorsque les obligations du gouvernement et quasi-souveraines étaient encore notées BB+. Cependant, après que l'Indonésie a été promue au statut d'investissement en 2017, la composition du marché à haut rendement a rapidement changé, et la Chine est devenue le composant le plus important, largement stimulée par l'émergence du secteur immobilier. L'émission d'obligations immobilières en Chine a surpassé tous les autres secteurs, et au début de cette décennie, ce secteur à lui seul représentait 40% de l'indice. En fait, en tenant compte du fait que de nombreuses obligations immobilières chinoises avaient une très courte échéance (< 1 an) et étaient donc exclues de l'indice, la véritable pondération du secteur immobilier chinois sur le marché asiatique des obligations à haut rendement était proche de 50% en 2020.

Cette situation s'est avérée insoutenable. La crise immobilière en Chine qui a commencé en 2021 et qui s'est poursuivie au cours des trois dernières années a entraîné l'effondrement de la pondération du secteur immobilier chinois. Selon les règles de l'indice, tout émetteur en défaut voit immédiatement ses obligations retirées de l'indice. Associée à la chute massive des cours des émetteurs qui ont jusqu'à présent évité de faire défaut, nous avons vu la pondération du secteur immobilier chinois chuter à seulement 6% aujourd'hui. En échange, on a observé une croissance correspondante dans d'autres segments du marché, en particulier en Chine non immobilière, à Hong Kong/Macao et en Inde.

Graphique 2 : Cartographie des principales expositions sectorielles des obligations asiatiques à haut rendement (*) aujourd'hui



* Répartition de l'indice Iboxx AHBI

Source: Bloomberg, Markit

Le graphique 2 montre une répartition des secteurs les plus importants qui dominent le marché asiatique des obligations à haut rendement aujourd'hui, et les résultats peuvent surprendre ceux qui considèrent encore l'Asie comme une classe d'actifs tirée par le secteur immobilier chinois. De loin, le plus grand segment aujourd'hui est celui des subdettes bancaires chinoises, principalement des obligations AT1 (Additional Tier 1) émises par des banques d'État, qui représentent près d'un quart de l'indice. Cela inclut la plus grande obligation à haut rendement de la région, l'AT1 perpétuelle d'ICBC d'une valeur de 6,2 milliards de dollars américains. Un autre secteur qui a pris de l'importance ces dernières années est celui des casinos de Macao, qui a connu une forte augmentation des émissions grâce à une expansion massive des investissements dans le secteur au cours des cinq dernières années suite à un assouplissement des licences par le gouvernement. Les opérateurs mondiaux de casinos, dont MGM China, Wynn Macau, Melco et Studio City, représentent ensemble 13% du marché asiatique des obligations à haut rendement.

Un secteur qui n'existait pas du tout lorsque l'indice a été lancé il y a 10 ans est celui des obligations des véhicules de financement des administrations locales (LGFV) chinoises offshore. Ces émetteurs, qui ont été un vecteur clé pour les investissements dans les infrastructures des administrations régionales de la Chine ces dernières années, ont connu une croissance tant sur le marché de l'investissement que sur celui des obligations à haut rendement. Ils représentent aujourd'hui 4% de l'indice des obligations à haut rendement. Les dettes souveraines de pays dits « frontière » ont toujours eu une présence sur le marché asiatique des obligations à haut rendement, bien que leurs composants continuent d'évoluer. Le Sri Lanka, à son apogée, représentait 8% de l'indice en 2017, mais a été retiré en 2022 après avoir fait défaut. En revanche, le Pakistan a été ajouté à l'indice en 2018 et représente aujourd'hui 4%. Enfin, l'Inde est un marché qui a gagné en importance ces dernières années en devenant la région économique majeure à la croissance la plus rapide. Les secteurs clés pour les obligations à haut rendement en Inde incluent les émetteurs de matières premières, industriels et d'énergie verte. Au total, l'Inde représente 15% de l'indice asiatique des obligations à haut rendement.

En résumé, les obligations à haut rendement en Asie ne devraient plus être considérées comme étant essentiellement de « l'immobilier chinois plus d'autres ». Aujourd'hui, la classe d'actifs présente probablement la meilleure diversité sectorielle et régionale qu'elle ait jamais connue. De plus, avec le contexte de taux d'intérêt élevés en dollars qui a poussé les rendements des crédits asiatiques de catégorie d'investissement inférieure et de catégorie mixte à un niveau plus élevé, la capacité à détenir un portefeuille diversifié attractif d'obligations asiatiques en dollars s'est considérablement améliorée.

De notre point de vue, les jours où la performance du marché asiatique n'était qu'un reflet de la fortune du secteur immobilier chinois appartiennent désormais au passé.

The information contained herein is issued by JK Capital Management Limited. To the best of its knowledge and belief, JK Capital Management Limited considers the information contained herein is accurate as at the date of publication. However, no warranty is given on the accuracy, adequacy or completeness of the information. Neither JK Capital Management Limited, nor its affiliates, directors and employees assumes any liabilities (including any third party liability) in respect of any errors or omissions on this report. Under no circumstances should this information or any part of it be copied, reproduced or redistributed.