
Rétrogradations, défauts et dispersion : le Covid et le crédit

Obligations | Août 2020



Gene Tannuzzo
Deputy Global Head
of Fixed Income

Les marchés ont réagi violemment aux politiques de confinement mises en place plus tôt cette année par les économies mondiales pour combattre la pandémie de Covid-19. Sous l'effet de l'incertitude accrue et des pressions sur les revenus, les spreads de crédit des obligations d'entreprises (ou primes de risque) se sont nettement élargis afin de refléter la hausse du risque de rétrogradation et de défaut. Ce mouvement, quoique d'une amplitude très marquée, semblait relativement logique au regard de l'interruption brutale du commerce international.

Depuis mars, la performance des marchés financiers s'est largement redressée. Les marchés du crédit internationaux ont profité d'injections de liquidité massives, notamment sous la forme de taux d'intérêt faibles et d'achats directs d'obligations d'entreprises et de fonds indiciels cotés par les banques centrales. Les statistiques économiques ont ensuite également commencé à s'améliorer. Toutefois, l'activité économique mondiale reste encore loin des niveaux de 2019 à de nombreux égards. A première vue, le resserrement des spreads des obligations d'entreprises paraît déconnecté de la situation économique morose, mais qui s'améliore. Dans ce contexte, nous cherchons à savoir ce que reflètent actuellement les prix des obligations d'entreprises et nous comparons ces anticipations avec nos propres prévisions.

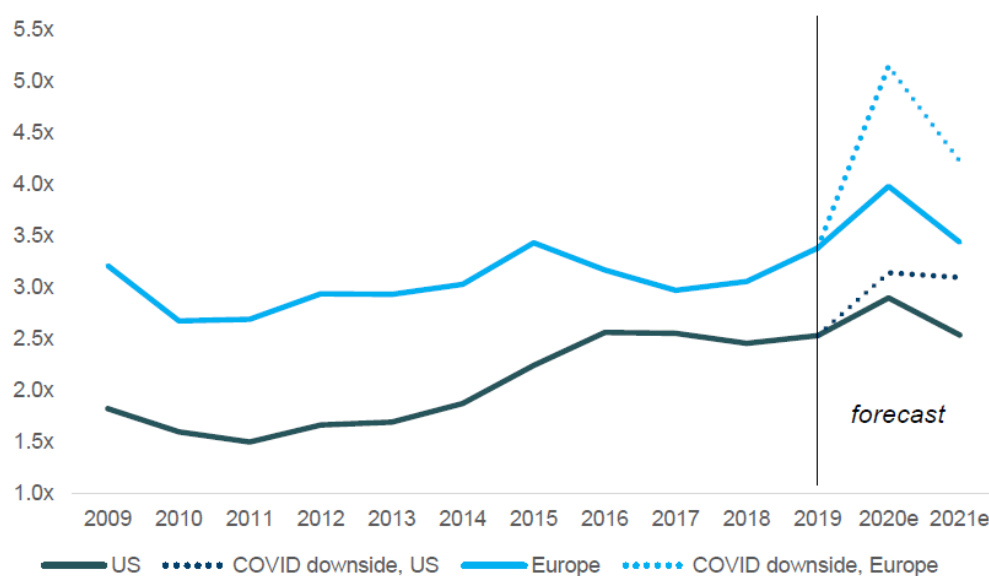
Le spread d'une obligation d'entreprise doit compenser plusieurs choses, et notamment le risque de rétrogradation. La note de solvabilité attribuée par les grandes agences de notation peut avoir une incidence sur la volonté d'acheter de divers intervenants de marché, comme les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés de gestion d'actifs. En 2009, les agences de notation ont rétrogradé 108 milliards de dollars d'obligations investment grade au rang high yield au lendemain de la crise financière mondiale. A la mi-2020, ce volume d'« anges déchus », comme on les appelle, a déjà été dépassé, puisque 189 milliards de dollars

d'obligations sont passés en catégorie high yield, dont 151 milliards de dollars rien qu'au premier trimestre¹.

Depuis le premier trimestre, le rythme de ces déclassements a nettement ralenti. Cela s'explique, selon nous, par les décisions judicieuses prises par de nombreuses entreprises pour améliorer leur qualité de crédit, entre autres par le biais de réductions des dividendes et des rachats d'actions, de reports d'investissements et de plans d'économies. Le rebond de l'activité économique et la réouverture des marchés financiers constituent d'autres facteurs de soutien. Si le rythme des rétrogradations ne devrait pas revenir aux niveaux du début de l'année, il est important de souligner que le risque est toujours présent.

La Figure 1 représente l'endettement brut – dette rapportée au bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (EBITDA) – des entreprises investment grade aux Etats-Unis et en Europe couvertes par notre équipe de recherche interne (soit environ 80% de l'univers mondial des obligations d'entreprises investment grade). Sont également représentées les prévisions de nos scénarios de base et de « ralentissement dû au Covid ». Celui-ci repose sur l'hypothèse d'une activité nettement ralentie en raison de nouvelles vagues de contaminations (ce que l'on appelle une reprise « en L »). Soulignons que dans ce scénario, l'endettement monte en flèche à la fin de l'année, ce qui coïnciderait probablement avec une nouvelle série de rétrogradations des notes de solvabilité.

Figure 1 : Endettement brut



Source : Columbia Threadneedle Investments, au 30 juin 2020. Le graphique représente des données globales et des prévisions relatives à l'univers couvert par Columbia Threadneedle. L'endettement brut correspond au ratio dette/EBITDA

Défauts

Au 30 juin, le taux de défaut sur 12 mois glissants des obligations à haut rendement américaines s'élevait à 6,19%², soit son niveau le plus élevé depuis 10 ans. Nos prévisions internes tablent pour l'instant sur un taux de défauts à 12 mois de 8,5%, ce qui correspond à une nouvelle dégradation de la situation par rapport à juin car la destruction de la demande liée à la pandémie nuit aux émetteurs les plus endettés.

Ces prévisions ne sont pas infaillibles, mais nous pensons qu'il est utile de les comparer avec le taux de défaut intégré dans les prix de marché actuels. Au milieu de l'année, l'écart de rendement entre l'indice Merrill Lynch High Yield et les bons du Trésor s'élevait à 6,46%. Il peut être divisé en deux composantes : la prime de liquidité et la prime de défaut. Si l'on suppose que

¹ Karoui, Lotfi, Credit Notes: Fallen angels: Lower, but not low, 7 juillet 2020, Goldman Sachs

² Acciavatti, Peter, Default Monitor, 1er juillet 2020, JP Morgan

la prime de liquidité moyenne à long terme est de 3%, il reste 3,46% pour compenser le risque de défaut. Sur la base d'hypothèses de recouvrement simples³, ce niveau implique que le marché anticipe un taux de défaut aux alentours de 5,5%. Cela semble inquiétant à première vue, étant donné que notre propre estimation est beaucoup plus élevée.

Revenons cependant à la prime de liquidité. Peut-être est-il injuste de supposer que les investisseurs doivent percevoir une prime de liquidité « moyenne » dans le contexte de marché actuel. L'abondance de liquidité fournie par les banques centrales est suffisante pour remettre en cause cette supposition. À elle seule, la Réserve fédérale dispose de 485 milliards de dollars d'argent frais que lui procure le Trésor américain⁴. Pour mesurer sa capacité d'achat d'actifs de crédit, l'institution a utilisé un ratio de levier de 10x. Autrement dit, la Fed a une force de frappe suffisante pour acheter 4.900 milliards de dollars d'obligations d'entreprises, soit environ la moitié de l'encours total des marchés américains des titres investment grade, high yield et des prêts à effet de levier. Compte tenu de ce chiffre, il est permis de supposer que la prime de liquidité a considérablement baissé.

Par conséquent, si l'on part du principe que les investisseurs sont rémunérés par une prime de liquidité de 1% sur le crédit à haut rendement, cela implique que le marché valorise actuellement à 8,7% le taux de défaut à venir, soit un peu plus que notre estimation. Compte tenu de ces différents facteurs, nous pensons que le marché anticipe à la fois un taux de défaut important et un soutien continu de la Fed au cours des 12 prochains mois. Si nous sommes globalement d'accord, cette situation renforce l'importance de la sélection des titres de crédit afin d'atténuer le risque de défaut étant donné la moindre protection offerte par les spreads.

Dispersion

Au 30 juin, le spread de crédit moyen des indices Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Investment Grade et Bloomberg Barclays Global High Yield s'élevait à respectivement à 156 pb et 646 pb⁵. Il devient toutefois plus difficile d'identifier une « obligation moyenne » : par exemple, moins de 25% de l'indice du haut rendement présente un spread situé dans une fourchette de +/- 100 pb par rapport à cette moyenne (entre 560 et 760 pb). Les Figures 2 et 3 illustrent la dispersion des spreads de crédit sur ces deux marchés. La dispersion s'est considérablement accrue dans le sillage de l'incertitude économique. Cette répartition reflète la distinction opérée par le marché au sein de l'univers sur la base des risques potentiels, et notamment du risque de rétrogradation, de défaut ou autre.

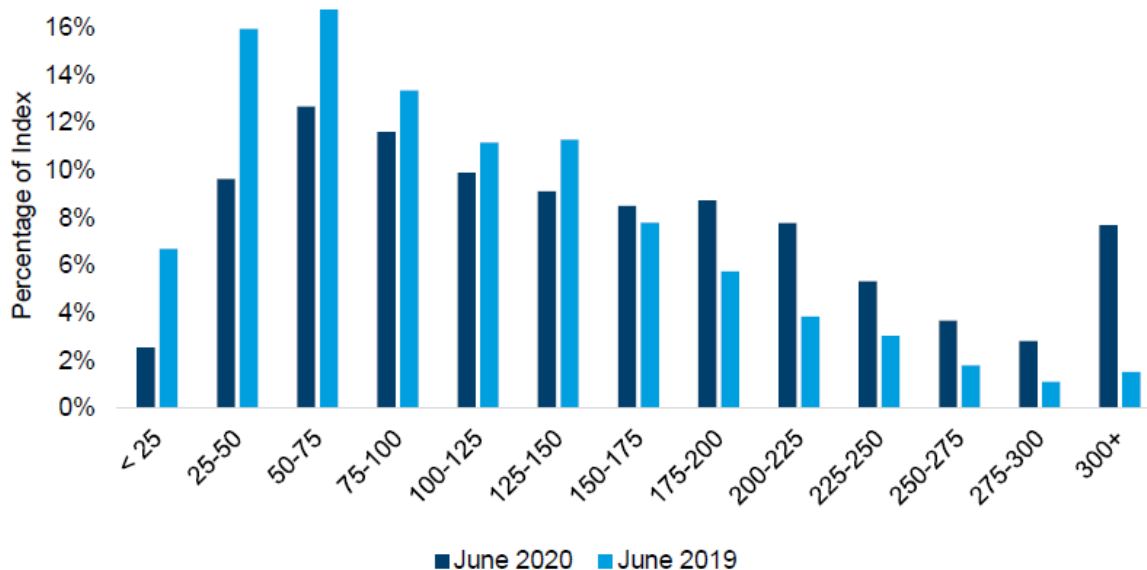
Selon nous, une telle distribution des prix crée aussi des opportunités pour les sociétés de gestion active. Une distribution plus large peut permettre de construire un portefeuille présentant des caractéristiques de risque et de rendement très différentes de celles d'un indice large.

³ Sur la base d'une hypothèse de 20% de recouvrement des défauts dans le secteur énergétique et de 40% dans les autres secteurs. Pondérations : secteur énergétique 15%/ autres secteurs 85%.

⁴ A juin 2020

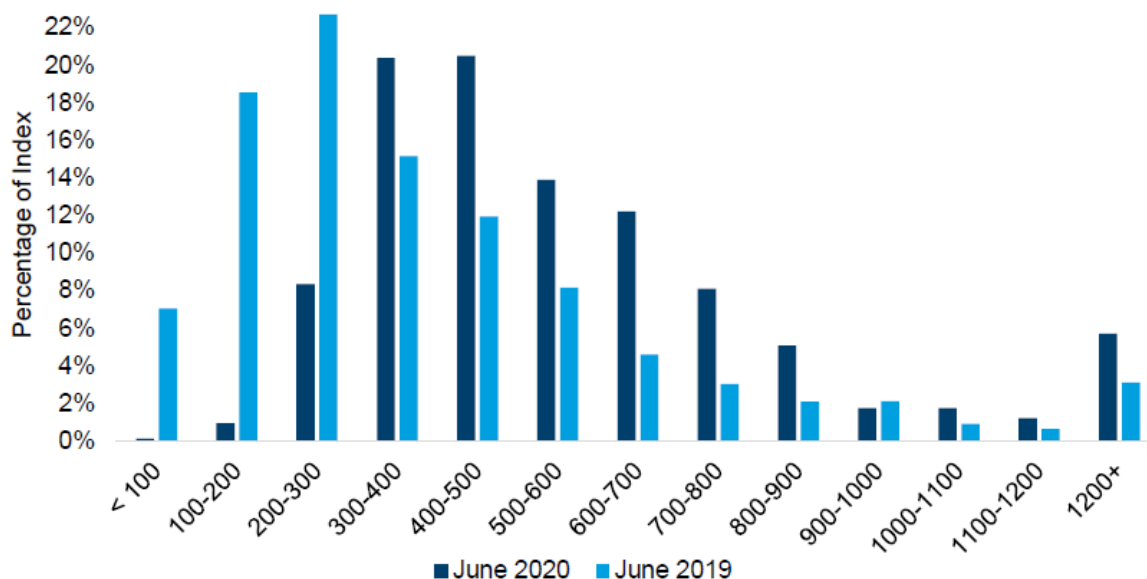
⁵ Bloomberg, 30 juin 2020.

Figure 2 : Dispersion des spreads de l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate



Source : Bloomberg Barclays, Columbia Threadneedle Investments, au 30 juin 2020

Figure 3 : Dispersion des spreads de l'indice Bloomberg Barclays Global High Yield



Source : Bloomberg Barclays, Columbia Threadneedle Investments, au 30 juin 2020

Les banques centrales mondiales offrent un soutien actif aux marchés des obligations d'entreprises. Aux Etats-Unis, la Fed achète même des titres à haut rendement. Un tel contexte entretient des facteurs techniques très favorables au marché. Toutefois, si les banques centrales peuvent aider à résoudre les problèmes de liquidité que rencontraient les entreprises plus tôt cette année, elles ne peuvent pas mettre un terme aux problèmes de solvabilité. Le risque de rétrogradation et de défaut devrait rester élevé si les réouvertures des économies sont lentes et inégales.

C'est pourquoi le marché reflète actuellement une prime de risque plus importante et plus largement distribuée que l'année dernière. Une recherche crédit performante a ainsi l'opportunité de passer l'information au crible afin d'identifier des entreprises capables de résister à la tempête. Les taux sans risque étant probablement amenés à demeurer faibles dans un avenir prévisible, les occasions de générer du revenu grâce à une allocation au crédit assurant une maîtrise des risques conservent tout leur attrait.



Informations importantes. Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs. Votre capital est exposé à des risques. La valeur des investissements et le revenu qui en découle ne sont pas garantis et peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et être affectés par des fluctuations de change. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation d'ordre en vue d'acheter ou de vendre un quelconque titre ou tout autre instrument financier, ni une proposition de conseils ou de services d'investissement. Les analyses contenues dans ce document ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication, mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Le présent document inclut des prévisions et notamment des projections relatives aux conditions économiques et financières futures. Columbia Threadneedle Investments, ses dirigeants, représentants ou employés ne formulent aucune attestation, garantie ou assurance quant à l'exactitude de ces prévisions. Toute action ou obligation spécifique mentionnée ne saurait être considérée comme une recommandation d'investissement. Les informations fournies dans ce document sont à l'usage exclusif des personnes qui le reçoivent. Elles ne peuvent être reproduites sous quelque forme que ce soit ni transmises à un tiers sans l'autorisation écrite expresse de Columbia Threadneedle Investments. Ce document est la propriété de Columbia Threadneedle Investments et doit être retourné sur demande. Le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, juridique, fiscal ou comptable. Les investisseurs doivent consulter leurs propres conseillers professionnels concernant toute question d'investissement, juridique, fiscale ou comptable relative à un investissement via Columbia Threadneedle Investments. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations. Publié par Threadneedle Asset Management Limited, une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204. Siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.