

Bienvenue dans le nouvel univers du haut rendement

L'affluence des « Anges déchus » a modifié la composition du marché du haut rendement européen. Quelle approche adopter pour aborder ce nouvel environnement ?

Angelina Chueh, Senior Client Portfolio Manager

Le cycle économique approchait de son terme au début du quatrième trimestre 2019. A l'époque, nous étions un peu gênés par le fait que les marchés se voulaient résolument optimistes après la publication de résultats au moins supérieurs aux attentes pour le troisième trimestre. Ces attentes avaient toutefois été revues à la baisse et reflétaient un environnement opérationnel globalement ralenti.

Quand la crise du coronavirus a pris de l'ampleur, notre inquiétude portait sur les perturbations au niveau de l'approvisionnement compte tenu du rôle de la Chine dans la croissance mondiale, et nous craignions d'importantes répercussions. Puis, les marchés ont pris conscience que ce virus était un problème planétaire. Au même moment, la Russie et l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) ont décidé qu'il était temps de se livrer une guerre des prix de l'or noir. Les premiers touchés ont été les fonds indiciels cotés (ETF), et on a vu souffrir des entreprises solides notées BB et disposant d'abondants flux de trésorerie. Les ventes généralisées se sont fait ressentir de façon très vive, parfois démesurément pour les obligations bien notées. L'élan du marché était rompu.

Les banques centrales ont réagi en essayant de maintenir la liquidité du marché. A la suite de tous les programmes d'aide financière dans le cadre de la pandémie, les bilans des banques centrales ont gonflé (de 645 milliards d'euros pour la Banque centrale européenne ou BCE, de 2.300 milliards de dollars pour la Réserve fédérale



américaine).¹ La Fed a pris des mesures visant à sauver les « Anges déchus » (émetteurs obligataires Investment Grade déclassés au rang spéculatif) et les ETF d'obligations à haut rendement. La possibilité que la BCE puisse lui emboîter le pas a également été évoquée.

Par conséquent, alors que les turbulences des marchés cette année ont commencé par une première phase (effondrement total), avant d'entrer dans une deuxième (intervention massive des banques centrales et des gouvernements donnant lieu à un rebond marqué), nous nous trouvons désormais dans une troisième phase (la confrontation avec la réalité), où l'on constate que les chiffres de l'économie réelle sont globalement moins

bons que prévu. Le risque que certains émetteurs ne puissent honorer le paiement de leurs coupons devient une réalité.

Flux de marché et Covid-19

Quand l'épidémie de coronavirus s'est accélérée en Europe, les sorties de capitaux ont été relativement réduites en février (1,5 milliard d'euros environ) et plus importantes en mars (près de 7,5 milliards d'euros). Toutefois, depuis, les flux sont positifs : le solde net entre le 1er janvier et le 29 juillet a représenté -1,9 milliard d'euros.²

La liquidité du marché des obligations sous-jacentes a diminué, mais elle s'améliore depuis quelques mois. Quand le crédit à haut rendement est performant, les prix du marché fluctuent généralement

► de 0,5 à 1 point. En cas d'agitation, l'écart cours acheteur / cours vendeur monte à 2 points. Fin mars, cet écart atteignait officiellement entre 3 et 5 points, mais dans la réalité, le prix pouvait être parfois 10 points inférieur à celui affiché à l'écran.³

La situation s'est grandement améliorée, sans pour autant revenir aux niveaux d'avant le Covid-19 : l'écart cours acheteur / cours vendeur est proche de 1,5 point et peut-être d'environ 1 point pour les échéances courtes. De nombreuses entreprises ont eu recours aux dispositifs de garanties publiques, ce qui a soutenu la partie courte de la courbe des taux. En réalité, une étude récente publiée par Deutsche Bank révèle que près de 10% des émetteurs High Yield européens perçoivent actuellement une aide publique.⁴

Un nouvel univers du haut rendement

La composition et la taille du marché du haut rendement ont changé, et ce en raison du nombre d'Anges déchus, dont bon nombre sont des grandes entreprises solidement établies, qui sont dans la catégorie spéculative en Europe. Parallèlement, en raison du profil sectoriel de ces nouveaux arrivants, très marqué par l'activité automobile, la représentation des différents secteurs a changé et le poids des entreprises BB est devenu plus important (Figure 1).

Perspectives

Les taux d'intérêt implicites aux Etats-Unis, en Europe et sur le marché britannique présagent peu de changements, sinon d'autres détériorations. Il faut donc s'attendre à ce que les banques centrales prolongent leurs plans de soutien.

Sur le plan microéconomique, la situation aura un impact négatif sur les bénéfices. Les bilans étaient globalement solides au début de la crise, et profitent actuellement de l'abondance des liquidités. Les spreads ont connu d'importants mouvements au cours d'une période relativement courte, d'un trimestre à l'autre, mais d'une ampleur tout de même plus réduite que lors de la crise financière mondiale. Et malgré des estimations de taux de défaut proches de 10% en Europe (et de 14% aux Etats-Unis), le pire n'a pas eu lieu et la relance a permis de revoir ces prévisions à la baisse, aux alentours de 4%.⁵ La liquidité est primordiale aux yeux des marchés, pas le

niveau de la dette. Tant que les entreprises peuvent régler leurs factures, elles pourront vivre un jour de plus.

Toutefois, le marché continue d'opérer une distinction entre les signatures de bonne et de moins bonne qualité. Un aspect important à prendre en compte ici est la solidité du bilan au début de la crise. Les entreprises assez robustes pour survivre à un ralentissement économique plus long bénéficieront certainement de liquidités suffisantes ; mais celles qui étaient déjà affaiblies auront plus de mal. Un autre aspect important est de savoir si l'activité sera encore présente une fois l'économie rétablie.

Avec le soutien de plus en plus vaste et ciblé des banques centrales, on s'imagine difficilement que des entreprises puissent être nombreuses à périr à cause de problèmes de trésorerie. Mais à l'arrivée, chaque entreprise devra montrer qu'elle dispose d'un modèle économique durable dans l'ère de l'après-coronavirus. Enfin, il faudra observer si toutes les mesures de politique budgétaire et monétaire suffisent pour empêcher une récession grave et prolongée. La situation actuelle permet difficilement d'en juger.

Les résultats du deuxième trimestre ont été parfois largement supérieurs aux attentes et les facteurs techniques demeurent très bien orientés.

Les spreads s'établissent à 485 pb,⁶ ce qui correspond à une rémunération appropriée du risque de défaut de 4%. Par ailleurs, les entreprises des secteurs cycliques parviennent à réduire leurs coûts,

ce qui permet d'émettre des prévisions de flux de trésorerie entre neutres et positives. Mais le revers de la médaille est que les perspectives sont plutôt vagues en raison du manque d'indications sur l'avenir et que l'incertitude à long terme s'accroît. Certains secteurs ne connaîtront probablement pas de reprise en forme de V, notamment l'automobile, qui ne devrait pas se rétablir avant 2024. Les chiffres en variation annuelle sont déterminants pour savoir si c'est de la lumière ou un camion à l'approche qui se trouve au bout du tunnel.

Jusqu'à présent, le marché du haut rendement européen a reçu des soutiens. Les Anges déchus ont gonflé l'univers d'environ 20%,⁷ et le marché a enregistré une offre record pour un mois de juillet, laquelle a facilement trouvé preneur.

Si vous considérez que les anticipations de taux de défaut de 4% sont correctes, alors les spreads actuels vous couvrent contre ce risque ; mais c'est moins le cas si vous estimez que les perspectives à long terme sont plus incertaines, ce qui correspond effectivement au sentiment de notre équipe en ce moment.

¹ Bloomberg, juillet 2020.

² JP Morgan, juillet 2020.

³ Analyse de Columbia Threadneedle Investments.

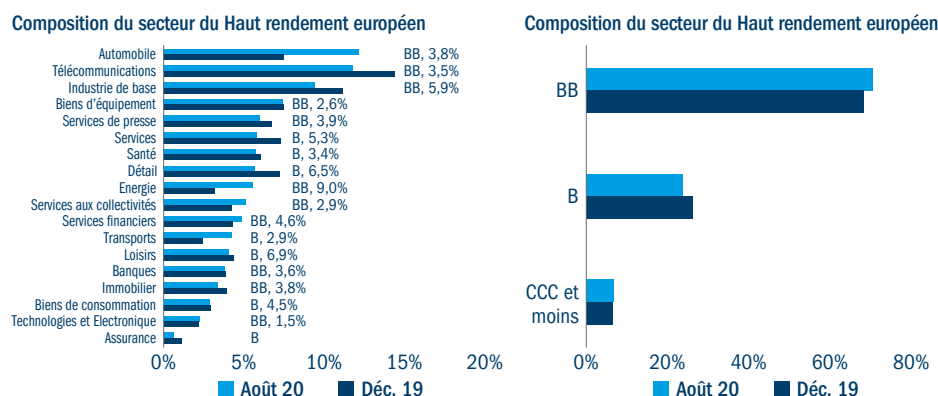
⁴ Deutsche Bank, juillet 2020.

⁵ Deutsche Bank, juillet 2020.

⁶ Indice ICE BoAML HPS2.

⁷ Analyse de Columbia Threadneedle Investments.

Figure 1 : changement dans la composition du marché



Source : Columbia Threadneedle, Bloomberg et Aladdin, au 31 août 2020.

Pour en savoir plus, rendez-vous sur
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Informations importantes : Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente de tous titres ou autres instruments financiers, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. **Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques.** Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les **investissements internationaux** impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. **Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement.** Les opinions exprimées sont celles à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.** Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

En Australie : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés et s'appuie sur le Class Order 03/1102 relatif à la commercialisation et à la fourniture de services financiers à des clients « wholesale » australiens, tels que définis à la section 761G de la Loi de 2001 sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

A Singapour : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par la Monetary Authority of Singapore.

A Hong Kong : Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités réglementées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

Dans la région EMEA : Publié par Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. 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. **Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.**
columbiathreadneedle.com

Publié en septembre 2020 | Valable jusqu'en mars 2021 | J30888 | 3235525