

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Cycle des défauts des obligations spéculatives : pic plus rapide qu'anticipé et tendance favorable

Le niveau exceptionnel d'intervention politique a considérablement raccourci la durée de ce cycle de défaut du haut rendement, contribuant à limiter de manière significative le nombre de défauts parmi les entreprises de note moyenne ou élevée de catégorie spéculative. Le passage à une tendance baissière plus favorable au cours des prochains trimestres devrait être soutenu par l'amélioration des perspectives macroéconomiques, par les progrès attendus en matière de vaccination ainsi que par les signaux encourageants du côté des facteurs financiers.

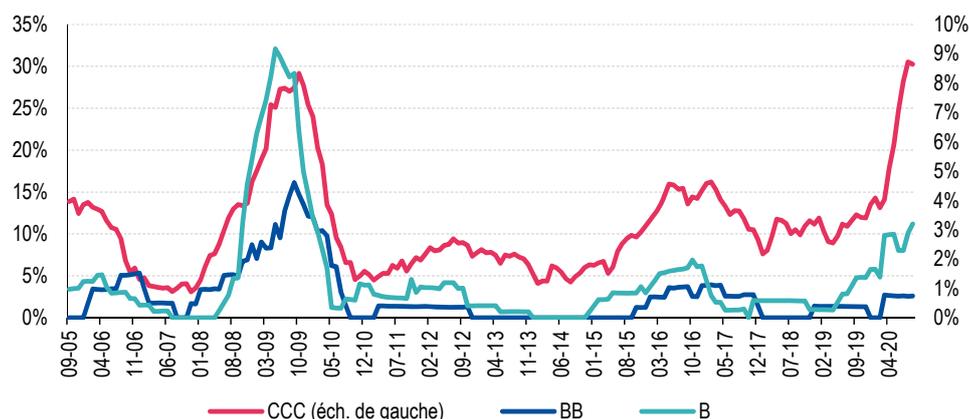
Un cycle court et assez singulier

Le cycle actuel a été marqué par une hausse très rapide des taux de défaut, due aux répercussions sur le crédit de la récession provoquée par le coronavirus et au stress déjà présent avant la crise dans certains secteurs comme l'énergie et le commerce de détail, notamment aux États-Unis. Après être resté très bas par rapport aux normes historiques pendant une longue période, le taux de défaut mondial des entreprises de catégorie spéculative a rapidement atteint ses niveaux les plus élevés de la décennie, **doublant en quelques mois seulement pour atteindre 6,6 %, contre 3,3 % en février de l'année dernière**. Le choc économique initial et l'impact sur les marchés financiers, même si ce dernier ne fut que de courte durée, entraînent une évolution rapide des événements de crédit entre mars et l'été. De ce fait, **les taux de défaut américains augmentèrent immédiatement, passant très vite d'environ 4 % à 9 % durant l'été**. **Les taux de défaut européens firent**

preuve de davantage de résilience durant les premiers mois de la crise, en raison notamment de leur exposition nettement moindre au secteur de l'énergie et de leur qualité de crédit moyenne supérieure, **mais ils comblèrent ensuite quelque peu l'écart avec les États-Unis, passant d'un niveau initial de 2 % à 5 % durant l'automne**.

Comme nous l'avons souligné dans nos analyses précédentes, les principaux moteurs de cette tendance haussière ont été les **entreprises américaines du secteur de l'énergie**, confrontées à la chute des prix du pétrole qui a créé un environnement opérationnel difficile pour le secteur du pétrole et du gaz, notamment dans les sous-secteurs de l'exploration, de la production et des services pétroliers. Les deux autres secteurs dans lesquels se concentre une grande partie des défauts aux États-Unis et qui sont plus touchés que d'autres par les perturbations liées à la pandémie sont le commerce de détail et les services aux entreprises.

1/ Taux de défaut US HY, par notation



Source : BofA ML, Recherche Amundi - Données mars 2021

THÉMATIQUE

Les agences de notation ont progressivement revu à la baisse leurs anticipations de défauts

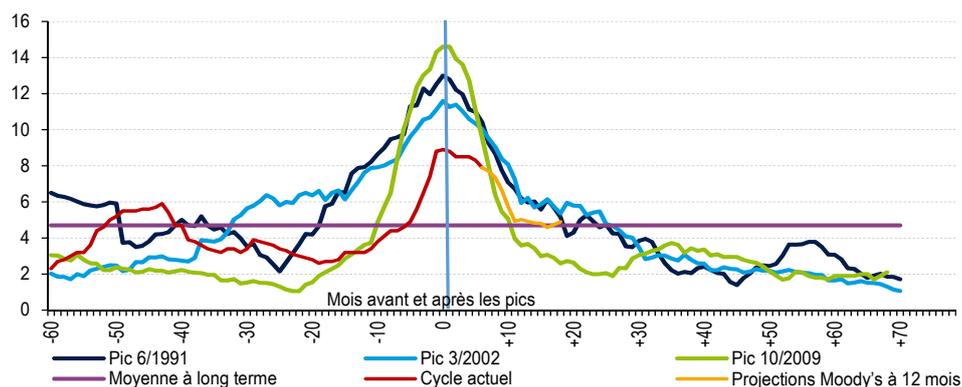
En ce qui concerne le **niveau de qualité des entreprises affectées**, c'est sans doute la répartition des notes de crédit des entreprises faisant défaut qui constitue la plus forte divergence par rapport aux crises précédentes. Au moment où nous écrivons ces lignes, alors même que la tendance des défauts commence déjà à repartir à la baisse, ce cycle de défauts semble encore ne concerner **que les entreprises notées CCC**, les défauts d'entreprises de note moyenne ou élevée étant très peu nombreux, avec un taux proche des plus bas niveaux historiques. Il est intéressant de noter que, comme le montre le graphique 1, les taux de défaut actuels des entreprises notées BB et B, sont encore assez bas par rapport aux récessions passées et le seraient encore plus si l'on tient compte de la gravité de la contraction de 2020. En effet, le graphique montre que ces deux catégories de notation ont atteint leur pic en nombre de défauts à moins d'un tiers des niveaux habituellement observés lors des phases de récession. Au contraire, le taux de défaut des entreprises de catégorie CCC, la plus vulnérable et la moins « soutenue par les dispositifs politiques » a rapidement grimpé vers les niveaux records atteints lors de la crise de 2008, à savoir environ 30 %.

Une autre caractéristique propre à ce cycle de défaut est sa brièveté, résultant des interventions sans précédent de politique budgétaire et monétaire, avec le déploiement très rapide de programmes de relance massifs, empêchant toute pénurie du crédit et réduisant encore davantage les coûts de financement. Par ailleurs, pour la première fois lors d'une crise, la

multiplication des refinancements a fait en sorte que les défauts restent l'affaire des entreprises et des secteurs les moins bien notés. De fait, la Fed a été très efficace pour empêcher la hausse des défauts grâce à une approche active sans précédent, en procédant notamment pour la première fois à des achats de titres d'entreprises et allant même jusqu'à soutenir les anges déchus. En Europe, la combinaison de mesures budgétaires sans précédent, notamment par le biais de garanties d'État et des mesures de politique monétaire déployées par la BCE, via les TLTRO dans un premier temps, s'est également avérée assez efficace pour éviter le risque de pénurie de liquidité pour les prêts bancaires, qui constituent la principale source de financement des entreprises européennes. Ces dernières se sont fortement appuyées sur les facilités de crédit bancaire et n'ont pas eu besoin de faire appel au marché obligataire pour se refinancer et constituer des réserves de liquidités. Enfin, l'environnement caractérisé par des taux bas a également freiné les défauts, en particulier pour les entreprises de note élevée ou moyenne. Ainsi, si l'on considère la gravité de la contraction du PIB, le niveau du pic de défauts semble également assez bas.

À cet égard, nous rappelons qu'au cours des deux derniers trimestres, **les agences de notation ont progressivement revu à la baisse leurs prévisions pour les taux de défaut**, notamment aux États-Unis, où elles étaient plus élevées entre mars et l'été. En outre, la durée du cycle a également été raccourcie, puisqu'il y a quelques mois, son pic était encore attendu à la fin du premier trimestre 2021, soit un an

2/ Cycle de défaut actuel du HY américain vs. précédent



THÉMATIQUE

Bien que la volatilité récente ait entraîné une hausse des rendements à long terme, le coût global du financement reste proche de ses plus bas historiques pour les entreprises de catégorie spéculative

après le début de la crise. Récemment, au vu des tendances plus favorables qu'anticipé depuis le début de l'année et de l'amélioration des perspectives macroéconomiques, Moody's a revu à la baisse ses prévisions à 12 mois, indiquant également que le pic cyclique serait atteint plus tôt, celui-ci étant même probablement déjà derrière nous. Selon ses toutes dernières projections publiées dans son rapport de mars sur les défauts, l'agence de notation s'attend désormais à ce que les taux de défaut européens et du HY américain tombent respectivement à 2,8 % et 4,9 % d'ici février 2022. L'écart entre les deux régions devrait donc rester en faveur de l'Europe, bien que cet écart soit désormais moins important qu'au cours des derniers mois. En ce qui concerne les facteurs sectoriels, les tendances vont également évoluer, puisque l'hôtellerie, les jeux et les loisirs devraient figurer parmi les secteurs les plus impactés d'ici un an dans les deux régions avancées.

2021 : tendances préliminaires et indications prévisionnelles fournies par les facteurs financiers des défauts

Les défauts ont reculé en février, le taux de défaut mondial sur 12 mois pour les obligations de catégorie spéculative s'établissant à 6,6 %. Les défauts d'entreprises HY américaines sont passés de 8,4 % en décembre à 7,9 %, tandis que les défauts européens ont légèrement reculé à 4,7 %. La période d'avril à juillet 2020 a été la plus active en termes de défauts, avec une moyenne mensuelle de 28 défauts d'émetteurs de dette d'entreprise dans le monde. Depuis lors, ce rythme

s'est essoufflé, le nombre de défauts tombant à 13 en août et septembre et restant relativement stable jusqu'à la fin de l'année. La tendance à la baisse s'est poursuivie en janvier et février. La baisse du nombre de défauts, observée principalement aux États-Unis, a été soutenue par la reprise macroéconomique, la persistance de conditions financières souples et le très faible coût du financement. De fait, selon Moody's, l'Europe n'a enregistré qu'un seul défaut au cours des deux premiers mois de 2021 pendant que quatre entreprises américaines faisaient défaut sur cette même période. L'amélioration de la tendance globale observée au cours des derniers mois n'a pas altéré la répartition des défauts par note de crédit ni la forte concentration d'entreprises mal notées que nous signalions plus haut. Ainsi, une poursuite durant le reste de l'année de la tendance à la baisse des défauts viendrait-elle confirmer l'une des caractéristiques les plus singulières de ce cycle, à savoir l'impact différencié par note de crédit.

Parmi les facteurs financiers des défauts que nous suivons de près, les ratios de dette d'entreprises en difficulté ou « *distressed* » (pourcentage d'obligations dont le *spread* est égal ou supérieur à 1 000 pb) avaient déjà chuté de manière rapide et spectaculaire depuis leurs pics de mars (supérieurs à 30), pour tomber à 5,4 % et 5,1 % respectivement aux États-Unis et en Europe en décembre de l'année dernière. Fin février, ces ratios étaient encore tombés plus bas, autour de 3 %, ce qui renforce la probabilité de taux de défaut bas d'ici un an.

3/ Taux de défaut HY



Source : Moody's, Recherche Amundi, Données mars 2021

Les **enquêtes sur les conditions d'octroi des prêts bancaires** ont émis des signaux différents aux États-Unis et en Europe. Ainsi, grâce à l'injection massive de liquidités par la BCE et à l'utilisation intensive des garanties gouvernementales, les conditions d'octroi des prêts bancaires dans les pays de l'Union européenne sont restées pratiquement stables et proches des niveaux d'avant-crise, jusqu'aux deux derniers trimestres. En revanche, les conditions d'octroi se sont considérablement durcies aux États-Unis au lendemain de la crise, ce qui a entraîné une réduction de l'activité sur le marché des prêts à effet de levier, par rapport aux émissions sur le marché obligataire. Toutefois, les toutes dernières données trimestrielles ont fait apparaître un revirement assez décisif, l'écart entre les deux régions s'étant réduit avant de s'inverser récemment, les banques européennes ayant durci leurs exigences, tandis que les banques américaines les ont assouplies. La toute dernière enquête publiée récemment par la BCE a fait état d'un nouveau durcissement dans la zone euro, confirmant le premier mouvement haussier observé dans l'enquête du troisième trimestre, malgré quelques disparités entre les pays.

Il est intéressant de noter que ce **durcissement des conditions d'octroi en zone euro a touché davantage les PME** au quatrième trimestre, le pourcentage net de banques ayant procédé à un tel durcissement étant passé de 19 % à 25 %, tandis qu'elles ont été 16 % à maintenir des conditions stables, voire à les assouplir pour les grandes entreprises sur la même période. À l'inverse, la dernière enquête de la Fed fait apparaître une baisse sensible du pourcentage net de **banques américaines** ayant durci leurs conditions de prêt, celui-ci passant de 37 % à 5 %. Cette évolution récente de l'attitude des banques vis-à-vis des conditions de prêt aux États-Unis s'explique probablement par l'amélioration du contexte économique américain.

Les adjudications de TLTRO en mars ont été plutôt réussies, avec un taux de souscription global élevé, supérieur aux prévisions du consensus, ce qui, indirectement, constitue un signal encourageant pour les tendances du

crédit et les données futures sur les conditions de prêt. L'amélioration de la situation macroéconomique attendue au second semestre de cette année et en 2022 devrait réduire le potentiel de nouveau durcissement des conditions d'octroi des prêts et contribuer à stabiliser la tendance des deux derniers trimestres, même si les garanties gouvernementales sont appelées à disparaître.

Conclusion

Grâce aux interventions budgétaires et monétaires extraordinaires, ce cycle a été exceptionnellement court, ce qui a contribué à contenir la hausse des défauts et à en limiter l'impact négatif sur les obligations spéculatives de moyenne et haute qualité de manière significative. Le passage à une tendance baissière plus favorable au cours des prochains trimestres devrait être soutenu à la fois par l'amélioration des perspectives macroéconomiques découlant des nouvelles mesures de relance budgétaire récemment approuvées et des progrès attendus en matière de vaccination, ainsi que par les signaux encourageants du côté des facteurs financiers. Bien que la volatilité récente des marchés obligataires ait entraîné une hausse des rendements à long terme, le coût global du financement reste proche de ses plus bas historiques pour les entreprises de catégorie spéculative, car l'orientation des politiques monétaires maintient les taux à court terme à des niveaux bas dans les économies avancées, ce qui, indirectement, rend les *spreads* relativement résilients face à la pentification des courbes de rendement. Par ailleurs, nous nous attendons à ce que les banques centrales maintiennent des conditions financières favorables aussi longtemps que nécessaire pour que la reprise gagne du terrain et que la croissance retrouve ses niveaux d'avant-crise, de manière, en fin de compte, à soutenir indirectement l'amélioration des paramètres de crédit sur le plan fondamental. Pour autant, les défis spécifiques et globaux posés par la crise en termes d'endettement des entreprises et de temps nécessaire à la reprise dans certains secteurs font que la qualité et la sélection doivent être privilégiées : ce sont elles qui feront toute la différence pendant la phase de reprise.

Achévé de rédiger le 19 mars 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé à une sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com
Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - piola666

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELHAJJAM Inès, stratégeste

BELLAICHE Mickael, Stratégeste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégeste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégeste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégeste, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégeste, Marchés émergents

DRUT Bastien, Responsable de la Macro Stratégie Thématique - CPR AM

GEORGES Delphine, Stratégeste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégeste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégeste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit