

THÉMATIQUE

Cycle de défauts du *high yield* et variations de notation : une situation « différente » cette fois-ci

SERGIO BERTONCINI
Stratège Senior Taux



MICKAEL BELLAICHE
Stratège Taux

Pour la première fois, il n'y a pas eu de pénurie de crédit sur les marchés du haut rendement et la multiplication des refinancements a permis que les défauts restent l'affaire des notations les plus faibles et de certains secteurs

Malgré une sévère contraction macroéconomique, les mesures politiques adoptées pour faire face à la crise du Covid ont limité les dégradations et les défauts sur le segment du high yield. Cet article expose nos prévisions concernant le cycle des notations et celui des défauts.

A) Le cycle des défauts

1. Le taux de défaut sur le segment du haut rendement mondial a doublé en l'espace de quelques mois seulement pour atteindre son niveau le plus élevé en dix ans, tiré essentiellement par les entreprises américaines

Le taux de défaut mondial des entreprises de catégorie spéculative a désormais atteint un sommet par rapport à la dernière décennie, reflétant les effets sur le crédit de la récession provoquée par le coronavirus et les tensions qui prévalaient déjà dans le secteur de l'énergie avant la crise. Selon Moody's, depuis le déclenchement de la crise pandémique, en six mois à peine, le taux de défaut du haut rendement américain a presque doublé, passant d'un niveau pré-Covid de 4,5 % à 8,7 % fin août, avant de marquer le pas en septembre à 8,5 %. Le taux de défaut européen a lui aussi doublé, mais partait d'un niveau bien plus bas. Il est ainsi passé de seulement 1,7 % en février, à 3,4 % en juillet et 3,9 % en septembre. L'écart entre les taux de défaut américains et européens est donc passé de 2,8 % en février à près de 5 % en septembre.

À ce jour, le cycle mondial de défauts d'entreprises de catégorie spéculative dans les économies avancées semble surtout concerner les États-Unis et,

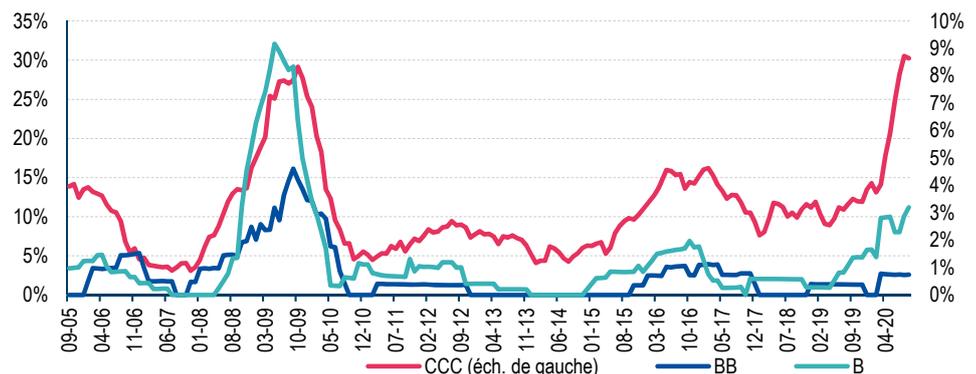
au-delà de la hausse du taux de défaut, l'Amérique du Nord a enregistré 117 défauts dans les neuf premiers mois de l'année, contre 27 en Europe. La participation prépondérante des entreprises américaines à la hausse du nombre de défauts au niveau mondial est évidente et, bien que cette situation soit attribuable à plusieurs facteurs, elle semble être principalement le fait de divergences en termes d'exposition sectorielle et de répartition des notations.

Une affaire essentiellement sectorielle et de dette mal notée

a. Les défauts américains en grande partie tirés par l'énergie et le commerce de détail...

La chute des prix du pétrole a créé un environnement opérationnel difficile pour le secteur du pétrole et du gaz et plus particulièrement pour les sociétés d'exploration, de production et de services pétroliers qui ont été les plus sensibles à la forte baisse des prix de l'énergie. En septembre, quatre nouvelles entreprises de ces secteurs d'activité ont fait défaut, ce qui porte le total annuel de l'ensemble du secteur à 41.

Les deux autres secteurs dans lesquels se concentre une grande partie des défauts aux États-Unis et qui sont

1/ Taux de défaut du haut rendement américain

Source : BofA ML, Recherche Amundi - Données à septembre 2020

THÉMATIQUE

plus touchés que d'autre part les perturbations liées à la pandémie sont le commerce de détail, avec 21 défauts depuis le début de l'année et les services aux entreprises avec 19 défauts. Moody's a souligné récemment que les nouveaux venus dans le cycle des défauts sont généralement les secteurs les plus touchés par les perturbations provoquées par la crise pandémique: « Au cours de l'année à venir, nous nous attendons à ce que les services aux entreprises enregistrent le plus grand nombre de défauts, suivis par le secteur de l'hôtellerie, celui des jeux et loisirs et celui du pétrole et du gaz. Cependant si l'on se base sur les taux de défaut, il est probable que le secteur de l'hôtellerie et des jeux et loisirs soit le plus affecté au niveau mondial. »

b ...et une plus grande proportion d'entreprises moins bien notées

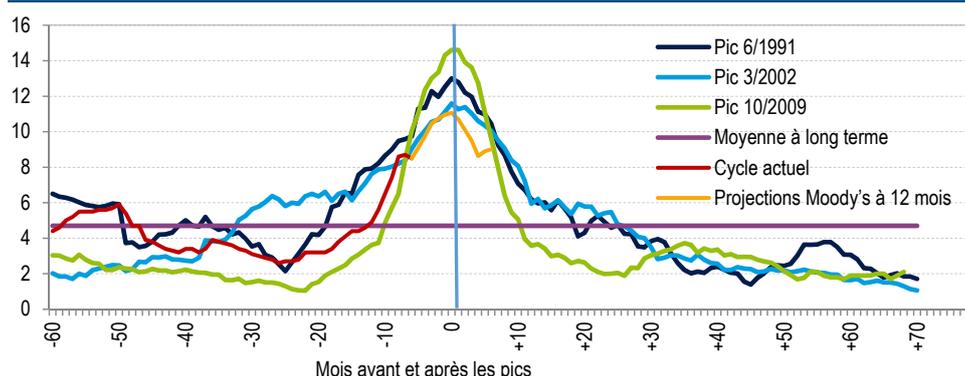
En élargissant l'analyse à la répartition par notation, la crise actuelle semble bien différente des précédentes. Au moment où nous écrivons ces lignes, sept mois après le début de la crise, le doublement du taux de défaut concerne presque exclusivement les entreprises notées CCC, tandis que les entreprises de notation élevée ou moyenne enregistrent encore très peu de faillites, avec un taux proche des plus bas niveaux historiques. En effet, comme le montre le graphique ci-dessous, les taux de défaut actuels de la dette notée BB- et B ne sont que de 0,7 % et 3,2 % respectivement, tandis que le taux de défaut de la dette notée CCC- a déjà atteint les niveaux enregistrés lors de la crise de 2008, soit près de 30 %.

L'évaluation par Moody's de ce point laisse supposer que cette divergence pourrait persister au cours des deux prochaines années,

Après quoi un rebond macroéconomique est attendu, car « la reprise économique inégale ne permettra probablement pas aux entreprises les plus faibles d'échapper au défaut, notamment celles des secteurs les plus durement touchés ou celles qui étaient déjà en difficulté avant l'arrivée du coronavirus ».

Les réactions budgétaires et monétaires exceptionnelles, tant aux États-Unis qu'en Europe, ont permis de limiter, pour l'essentiel, l'impact de la crise sur les entreprises les plus vulnérables de catégorie spéculative, dont la plupart ont une note de crédit faible et qui, par exemple, ne bénéficient pas, comme les crédits notés BB, du soutien de la Fed en faveur des anges déchus. Pour la première fois, il n'y a pas eu de pénurie de crédit sur les marchés du haut rendement et la multiplication des refinancements a permis que les défauts restent l'affaire des notations les plus faibles et de certains secteurs. 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 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, par le biais des TLTRO dans un premier temps, s'est également avérée très efficace pour éviter le risque

2/ Trois derniers cycles de défaut du haut rendement américain vs cycle actuel avec un pic anticipé en fonction des dernières prévisions de Moody's



Source : Moody's, Recherche Amundi - Données à septembre 2020

THÉMATIQUE

de pénurie de crédit sur 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 devrait également freiner les défauts, en particulier parmi les entreprises de notation élevée et moyenne.

« Il serait légitime de supposer que la trajectoire des taux de défaut sera plus inégale que lors des cycles précédents. »

2. Les perspectives à court terme annoncent un pic au T1 2021, suivi d'une baisse des défauts au T2

Malgré une accalmie des défauts durant les deux derniers mois, en raison du petit nombre de défauts d'émetteurs, les projections des agences de notation annoncent toujours une nouvelle hausse, bien que limitée, notamment aux États-Unis où Moody's prévoit un pic proche de 11 % d'ici le premier trimestre de l'année prochaine. Les projections relatives aux défauts européens anticipent un pic plus bas, à 5,6 % avec un écart entre les deux régions qui reste donc important. Moody's mentionne également l'effet indirect des notations sur ses estimations: « *Notre prévision de hausse des taux de défaut d'ici mars 2021 se fonde sur la proportion accrue des entreprises moins bien notées ces dernières années et sur la dynamique baissière des notations en début d'année suite aux turbulences économiques provoquées par la pandémie.* » Nous abordons cet aspect important du cycle de crédit actuel plus bas. Nous partageons l'avis qu'un écart important risque de persister entre les deux régions au cours des prochains mois, car la dette spéculative européenne est bien moins exposée aux secteurs en difficulté (énergie et secteurs fortement touchés par la crise pandémique, tels que le commerce de détail et les transports) et comprend une proportion moindre de dette moins bien notée que celle des États-Unis. Nous estimons également que le pic devrait être atteint au

premier trimestre 2021 compte tenu des conditions financières et des indicateurs avancés du marché. Les ratios de titres en difficulté, notamment, sont rapidement tombés à des niveaux très faibles et ceux-ci précèdent généralement les défauts de 9 à 12 mois. Dans le graphique ci-dessus, nous comparons les trois cycles de défaut précédents avec le cycle actuel, en combinant les défauts effectifs de la première phase du cycle avec les 12 prochains mois tels qu'anticipés par Moody's. Le pic devrait être plus bas que ceux observés précédemment, grâce essentiellement à l'intervention des banques centrales et aux mesures de relance budgétaire, tandis que la progression vers le pic devrait être rapide et similaire à celle enregistrée lors de la crise de 2008. Au risque de trop simplifier, nous pourrions dire que les interventions monétaires et budgétaires semblent être à l'origine de la dynamique plus rapide de la crise de 2008 et du cycle (anticipé) actuel et que le pic plus faible attendu l'année prochaine est probablement attribuable aux volumes plus importants des mesures de relance actuelles par rapport à ceux observés lors de la crise de 2008.

3. Quelle évolution à plus long terme ?

Compte tenu de la reprise inhabituelle et, dans une certaine mesure, artificielle des déterminants financiers des taux de défaut, les risques à plus long terme de hausse des taux de défaut sont principalement liés, d'une part, aux tendances macroéconomiques et microéconomiques difficiles et d'autre part à la réduction future probable des aides publiques actuelles (par exemple, les subventions ou les garanties de prêts). Sur le plan macroéconomique, le degré d'effondrement et le temps nécessaire pour revenir aux niveaux d'avant-crise constituent les principaux défis. Sur le plan microéconomique, il faut souligner le niveau élevé d'endettement de nombreuses entreprises au début de la crise, l'héritage de quelques secteurs déjà en difficulté, la forte proportion de dette BBB et la probabilité que les effets de la crise persistent à plus long terme dans certains secteurs. Au cours des derniers mois, le niveau d'endettement

THÉMATIQUE

L'action des banquiers centraux et des politiciens a largement contribué au ralentissement des dégradations à partir de mai 2020

a généralement augmenté, en raison de la forte diminution des bénéfices et des flux de trésorerie et du recours accru à l'endettement pour constituer des réserves de liquidités et faire face à la chute soudaine des recettes. Ainsi, à plus long terme, les entreprises du secteur du voyage et des loisirs qui ont obtenu des financements au cours de cette phase devront-elles encore faire face à des difficultés liées à leurs modèles économiques et à leur capacité à renouer avec leurs niveaux d'activité d'avant crise. Or, de même que les perspectives de défaut à court terme demeurent assez clémentes au vu de la gravité du contexte macroéconomique, il est peu probable que la phase de reprise soit normale. En effet, bien qu'un deuxième cycle de défauts semble peu probable, à moins d'un nouveau choc, et compte tenu des développements en matière de vaccins, le contexte d'endettement très élevé laisse supposer que la tendance des taux de défaut sera plus inégale. En d'autres termes, il pourrait rester à des niveaux moyens pendant plus longtemps, durant la phase de reprise, plutôt que de simplement descendre vers des niveaux historiquement bas et se stabiliser comme lors des cycles précédents.

B) Changements de notation liés à la crise

1) Tendances récentes post-Covid

Les agences de notation ont dégradé un nombre record d'émetteurs et ont radicalement révisé à la baisse leurs prévisions de croissance économique suite aux mesures de confinement prises dans le monde entier en mars 2020 pour limiter la propagation du Covid-19.

Les interventions coordonnées et d'ampleur inédite des gouvernements et des banques centrales ont joué un rôle clé dans cette crise. Les banques centrales ont créé un filet de sécurité pour les marchés obligataires, en particulier pour la dette des entreprises, en soutenant le refinancement de nombreuses entreprises et en limitant considérablement le nombre de défauts. En effet, de nombreuses entreprises ont utilisé les liquidités collectées pour augmenter leurs flux de trésorerie et prolonger la maturité

moyenne de leur dette. Cela avait déjà fait une grande différence lors de la crise de 2008.

L'action des banquiers centraux et des politiciens a largement contribué au ralentissement des dégradations à partir de mai 2020. Le nombre de dégradations est ainsi passé de 10 à 20 par semaine, contre plus de 100 par semaine en fin mars, début avril 2020.

2) Détails sur les notations, secteurs et régions plus touchés

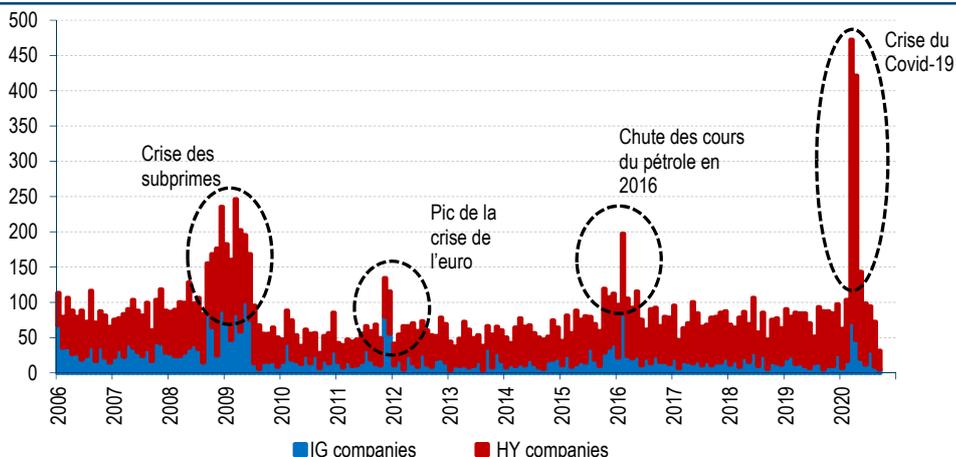
Le nombre de dégradations de notation pour les émetteurs investment grade est resté limité, ces entreprises ayant bénéficié d'un soutien plus important de la part des banques centrales. **Les « fallen angels » (entreprises dégradées de catégorie IG à HY) sont au nombre de 28 émetteurs au total** en Europe et aux États-Unis depuis le début de 2020. Ces entreprises appartiennent aux secteurs les plus touchés par la crise : l'énergie (32 % des « fallen angels »), le commerce de détail (14 %) et les voyages (14 %). **En revanche, les entreprises de catégorie high yield ont fait l'objet de nombreuses dégradations.** Ces entreprises ont une structure financière plus fragile et sont bien plus sensibles au ralentissement de l'activité économique. Comme illustré par le graphique n°5 présentant le nombre de dégradations par an, les dégradations ont été bien plus nombreuses dans la catégorie HY que dans la catégorie IG en 2020. Nous constatons en outre que les entreprises IG ont, proportionnellement, été davantage dégradées durant la crise financière de 2008 qu'en 2020.

- Aux États-Unis, les émetteurs HY représentent 85 % du nombre total de dégradations depuis le début de l'année 2020.
- En Europe, en revanche, il y a eu moins de dégradations de ces émetteurs, qui représentent 68 % du total des dégradations depuis le début de l'année.

Au niveau sectoriel, cette détérioration se concentre sur les secteurs de consommation cyclique (30 %) et plus particulièrement sur les médias, les divertissements, les loisirs et les voyages. Ces secteurs ont

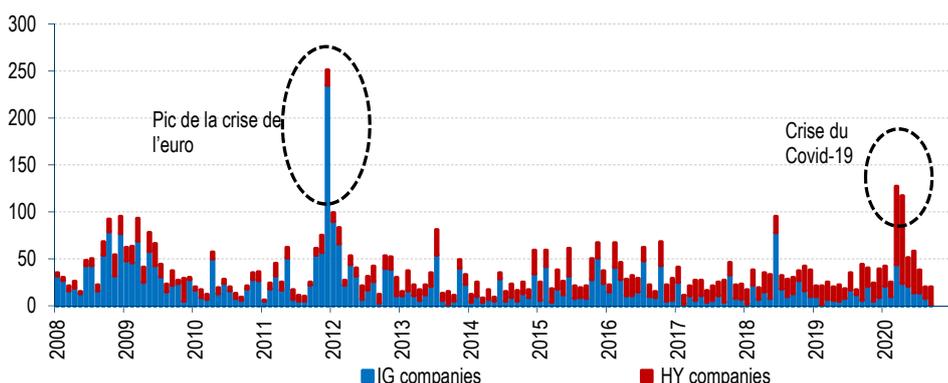
THÉMATIQUE

3/ **Entreprises américaines - Nombre de décisions négatives de S&P (dégradations et mises « sous observation négative » CreditWatch)**



Source : S&P, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 14 septembre 2020

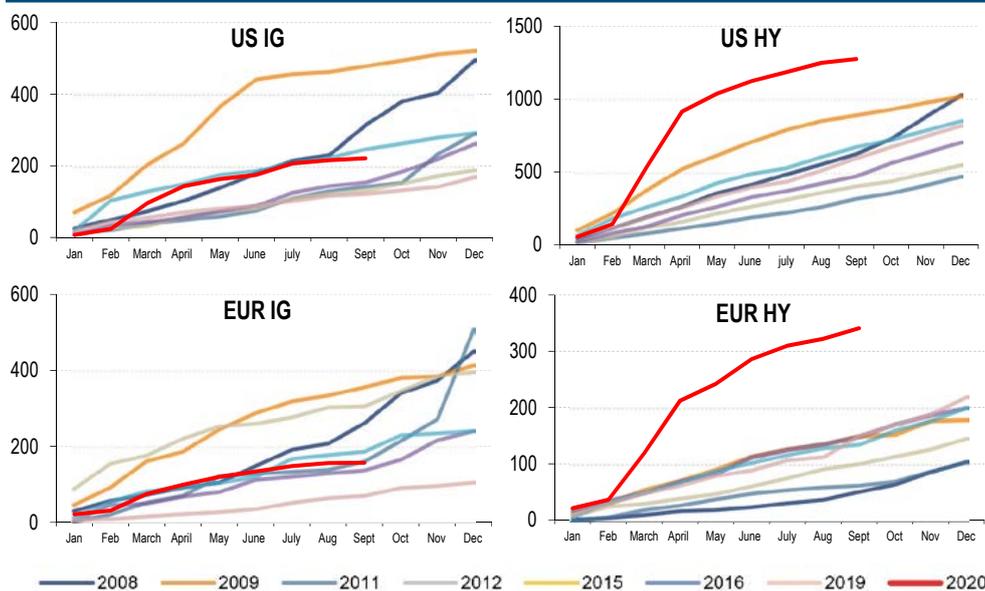
4/ **Entreprises de la zone euro et britanniques - Nombre de décisions négatives de S&P (dégradations et mises « sous observation négative » CreditWatch)**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 14 septembre 2020

Les agences de notation suivent de près l'évolution (1) de la crise sanitaire et (2) le déploiement des mesures de soutien budgétaire et monétaire

5/ **Entreprises américaines, de la zone euro et du Royaume-Uni - Nombre cumulé de décisions négatives par période de crise - S&P (dégradations et mises « sous observation négative » CreditWatch)**



Source : S&P, Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 14 septembre 2020

THÉMATIQUE

été directement affectés par la crise du Covid-19. Les secteurs de l'énergie et de l'industrie ont également été touchés par cette détérioration.

3) Quels sont les risques de deuxième vague de détériorations ?

Les agences de notation suivent de près l'évolution (1) de la crise sanitaire et **(2) le déploiement des mesures de soutien budgétaire et monétaire**. Il est important de noter que les agences de notation semblent se montrer plus conciliantes envers les entreprises dont le niveau d'endettement est élevé, mais qui conservent leur capacité à générer des flux de trésorerie. En fait, les taux d'intérêt historiquement bas permettent aux entreprises de mieux faire face à des niveaux d'endettement élevés. Pour autant, les entreprises qui ont emprunté pour compenser la baisse de leur activité et qui, en définitive, ont augmenté leur niveau d'endettement, suscitent toujours des inquiétudes.

Conclusions

Dans les phases de récession ou de crise, les cycles de défaut sont à la fois une affaire de conditions financières et de macro/microéconomie, mais contrairement au passé, des divergences sont apparues sur ces deux points. Bien que le choc économique

attendu (du pic au creux) soit bien pire que lors des précédentes récessions et malgré le temps considérable qui sera nécessaire pour revenir aux PIB de départ, le scénario central reste celui d'une récession de courte durée, grâce à l'ampleur extraordinaire des interventions budgétaires et monétaires. Cette perspective de court terme semble corroborée par la tendance des changements de notation et par le fait que les mesures de relance sans précédent ont réduit les impacts négatifs sur les entreprises mieux notées, tant en ce qui concerne la gravité de la correction macroéconomique que par rapport aux cycles passés. Parallèlement, les difficultés spécifiques et globales provoquées par la crise en matière d'endettement des entreprises et le temps nécessaire pour se redresser pourraient entraîner une plus grande volatilité que lors des cycles précédents, dans la phase où les taux de défaut retombent après avoir passé leur pic. À cet égard, nous pensons que la qualité élevée des titres et l'accent mis sur la sélection feront également toute la différence durant la phase de redressement.

Achevé de rédiger le 26/10/2020

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 Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset 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 ni à 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.

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 - Sensay

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

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

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

LETORT Valérie, Stratégiste Taux

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sasi, Marchés émergents, Économiste Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit