



La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT - BLUE PAPER | AVRIL 2020

## Révisions des perspectives du *high yield* mondial suite à la pandémie de COVID-19





**Kenneth J. MONAGHAN**

Co-directeur de la gestion High Yield



**Andrew FELTUS**

Co-directeur de la gestion High Yield



**Matt SHULKIN**

Gérant de portefeuille, Obligations internationales High Yield

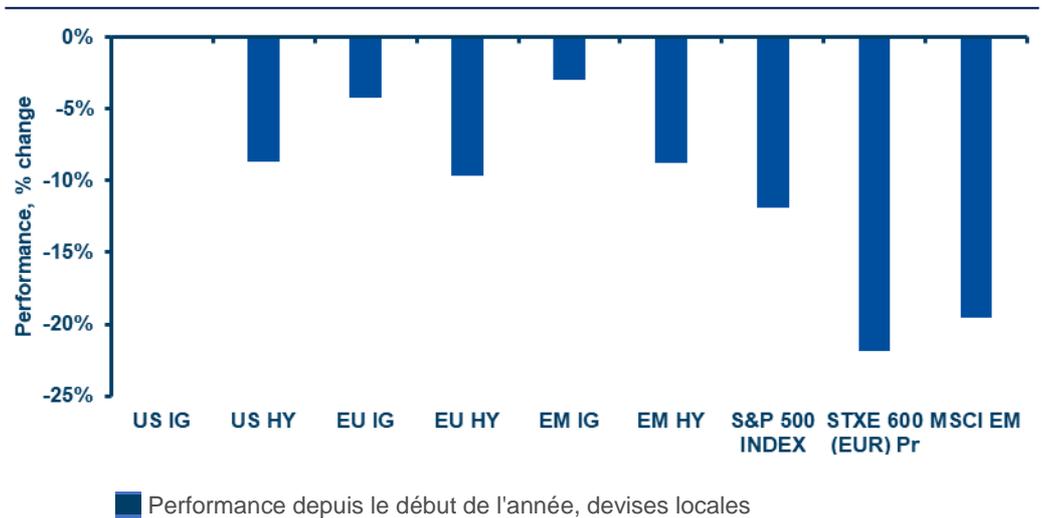
- **Les marchés High Yield (HY) mondiaux ont fortement chuté** entre février et mars en réaction à l'épidémie COVID-19, la guerre des prix du pétrole et le gel des liquidités sur certains marchés. Une analyse des épisodes passés de pics et de creux sur le marché HY américain montre que, dans la plupart des cas, les investisseurs ont bénéficié de rendements positifs un an seulement après le pic. Trois ans après un tel pic, les performances du marché se sont avérées positives dans les six cas depuis 2000.
- **La correction actuelle n'est peut-être pas la plus sévère en termes de baisse, mais sa rapidité a été sans précédent** puisqu'elle s'est réalisée en un mois seulement. La phase de reprise a été historiquement plus lente que la correction, car une vague de défauts se déclenche après que le marché a atteint son point bas. Ce pourrait être également le cas en 2020, mais les conditions sont différentes de celles de 2008 où la crise provenait du secteur financier. Aujourd'hui, la crise trouve son origine dans la pandémie et l'impact de cette dernière sur l'économie mondiale.
- **Les fondamentaux des entreprises se sont détériorés après la Grande Crise Financière (GCF), avec un endettement généralement plus élevé et un ralentissement de la croissance des ventes. Toutefois, le coût du service de la dette est moins élevé aujourd'hui qu'en 2008 et les mesures de relance sont mises en œuvre rapidement, avec un assouplissement significatif non seulement du côté de la politique monétaire, mais aussi du côté budgétaire.** Pour la première fois de son histoire, la Fed a lancé un programme d'achat d'obligations HY récemment dégradées. **Ces mesures devraient contribuer à amortir la spirale de défaut du HY.** Avec une contraction du PIB américain de 2 % cette année (notre scénario de base) et compte tenu des niveaux de difficulté actuels, nous anticipons que le taux de défaut du HY américain bondira à 11,5 % en février 2021 contre 4,5 % en février 2020, puis qu'il baissera rapidement au fur et à mesure que l'économie se redressera. Par conséquent, le marché HY américain semble avoir déjà intégré la plupart des mauvaises nouvelles et une nouvelle détérioration est peu probable.
- **Convictions d'investissement : sur le HY américain, la sélectivité sera d'une importance capitale, avec une attention particulière aux industries et aux entreprises relativement épargnées par les effets du virus.** Les investisseurs actifs de long terme pourraient identifier les titres mal valorisés et repositionner leurs portefeuilles pour obtenir une liquidité abondante et tirer parti d'éventuelles perturbations de prix. Compte tenu des tensions actuelles sur les marchés, la vague de déclassement devrait être une dynamique importante. Toutefois, les « anges déchus » ont historiquement des profils de rendement très solides et la décision de la Fed de les acheter pourrait limiter les pressions sur ce segment. La volatilité du marché n'est probablement pas encore terminée et les marchés ne se stabiliseront que lorsque des éléments indiqueront que le virus peut être maîtrisé grâce à un vaccin efficace et que le taux de mortalité peut diminuer grâce à des médicaments qui en atténuent les effets.
- **Sur le HY de l'Union Européenne (UE), nous privilégions les titres BB au sein de secteurs défensifs en raison de la faible visibilité actuelle sur les perspectives économiques.** Le marché primaire du HY UE a été fermé en mars, mais cette situation devrait s'avérer transitoire et nous pensons que de solides émetteurs BB dans les secteurs défensifs reviendront avec de nouvelles émissions. Dans les secteurs cycliques, les investisseurs devraient attendre plus de précisions sur la durée des mesures de confinement. La répartition par notation des émetteurs de HY UE par rapport à leurs homologues américains montre une part plus élevée d'émetteurs notés BB. Par conséquent, le marché HY UE est en moyenne de meilleure qualité et pourrait offrir des opportunités de diversification.
- **Sur le HY des marchés émergents : nous pensons que cette classe d'actifs est survenue.** Le HY émergent offre une forte diversification, à la fois d'un point de vue régional et sectoriel, et affiche une duration faible, ce qui devrait soutenir le rebond une fois que le marché se redressera. La volatilité pourrait rester élevée et **les investisseurs devraient rechercher une combinaison de styles « value » et « qualité », avec une préférence pour les secteurs défensifs.** Nous pensons qu'il y a de la valeur dans des secteurs comme les TMT (technologie, media, télécom), l'immobilier, la santé et - de manière sélective - les financières et les services aux collectivités. D'un point de vue régional, nous identifions des opportunités en Chine et en Amérique latine. Il existe des risques et des opportunités sur ces marchés. Le risque réside dans la possibilité que la faiblesse économique se prolonge avec une extension des confinements dans l'ensemble de l'économie mondiale. Toutefois, des opportunités pourraient émerger grâce à une analyse crédit robuste permettant de détecter des titres de crédit résilients et affichant des valorisations particulièrement faibles.
- **Du point de vue du HY mondial, les conditions de marché actuelles sont complexes, avec une crise sans précédent accompagnée d'une réponse politique sans précédent. Une grande partie de la morosité actuelle est déjà intégrée dans les cours, mais la diversification est primordiale. L'exposition au marché HY mondial permet aux investisseurs de bénéficier de différents moteurs de croissance, fondamentaux des entreprises et délais de reprise de la pandémie. Même si nous ne pouvons pas parler de point bas du marché et que nous considérons que la volatilité risque de rester élevée, nous pensons que le marché se normalisera et se renforcera une fois que la pandémie aura atteint son pic . Les dislocations actuelles peuvent être considérées comme des opportunités pour les investisseurs capables de supporter une certaine volatilité et disposant d'un horizon d'investissement approprié.**

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

# Garder son sang-froid et envisager le marché HY au-delà de la dislocation liée au COVID-19

Depuis nos perspectives sur le HY mondial au S1 2020, beaucoup d'évènements se sont produits sur les marchés financiers. Les actifs risqués ont subi des corrections d'une ampleur jamais vue depuis la Grande Crise Financière mondiale (GCF). Cette correction est intervenue en réponse à trois catalyseurs négatifs différents : **l'épidémie de coronavirus, la guerre des prix du pétrole entre l'Arabie saoudite et la Russie et le gel des liquidités sur certains segments de marché**, en particulier le HY et les marchés émergents. Depuis le point bas du marché en mars, les banques centrales et les gouvernements ont mis en place des mesures à grande échelle dans une course contre la montre ; la décision de la Fed d'acheter des titres HY étant la dernière d'une longue série de mesures. **Les conditions de marché se sont améliorées depuis, mais nous sommes encore loin de la normalisation.**

Graphique 1. Réaction des marchés au coronavirus et au choc pétrolier



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 14 avril 2020.

Sur les marchés du crédit, le montant de la dette en difficulté a atteint son plus haut niveau depuis avril 2009, la valeur des obligations d'entreprises américaines se négociant à des spreads supérieurs à 1 000 pb par rapport aux bons du Trésor ayant quadruplé en moins d'une semaine pour atteindre près de 1000 Mds \$ (données Bloomberg). Les spreads du HY US - qui ont débuté l'année à 362 bp et se sont resserrés à 338 bp mi-janvier - se sont élargis à plus de 1 000 bp et ont culminé à 1 087 bp le 23 mars.

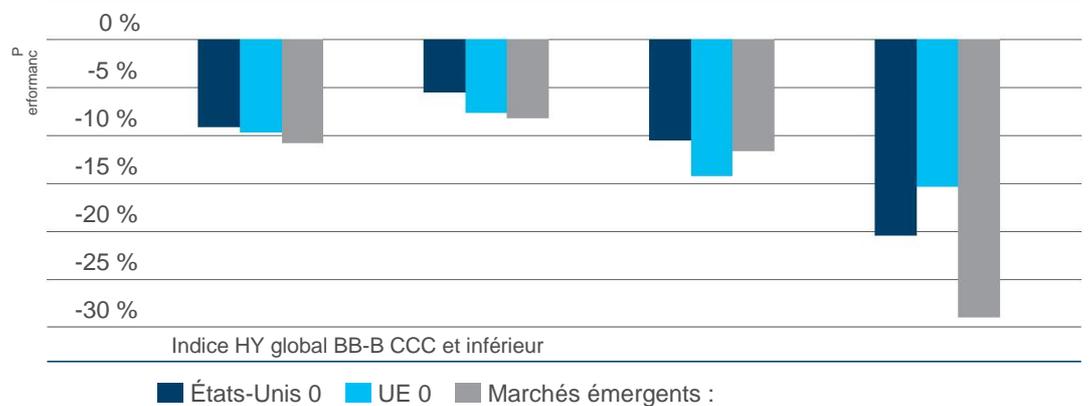
Les spreads du HY UE ont suivi une tendance similaire, même s'ils ont culminé à un point bas de -866 pb. La surperformance de l'UE est principalement due à son exposition plus faible au secteur de l'énergie en difficulté. Dans la lignée du reste du HY mondial, le segment HY émergent a connu une forte baisse en peu de temps, avec un ajustement brutal des prix des obligations, où les spreads ont atteint un pic de crise actuel de 1 300 pb en mars avant de se resserrer quelque peu pour se rapprocher de 950 pb à la fin du mois.

**Graphique 2. Spreads des obligations HY et comparaison avec les crises précédentes**

Source : Amundi, indices ICE BofA. Données au 14 avril 2020.

« Le tourisme, les transports, les jeux de hasard et le commerce de détail ont été les secteurs les plus touchés en raison de mesures de confinement sans précédent dans de nombreux pays de l'UE. »

Dans le **HY américain**, l'énergie a été le secteur le moins performant, tandis que dans les secteurs cycliques du **HY UE** comme le tourisme, les transports, les jeux de hasard et la distribution ont été les plus touchés en raison des mesures de confinement sans précédent dans de nombreux pays. Dans les obligations cycliques **émérgentes HY**, les secteurs de l'énergie, des transports et de l'industrie ont été les plus touchés. Sur le plan géographique, l'Asie centrale et l'Amérique latine ont sous-performé, tandis que le CEEMEA et l'Asie-Pacifique se sont légèrement mieux comportés. Plus généralement, **les BBs ont surperformé les émetteurs B et CCC**, les entreprises des deux dernières catégories ayant moins de marge de manœuvre pour absorber un tel choc de croissance en raison de leur bilan plus endetté.

**Graphique 3. Performance des obligations HY américaines, européennes et émergentes depuis le début de l'année par catégorie de notation**

Source : Amundi, indices ICE BofA. Données au 15 avril 2020.

« En analysant les épisodes de crise précédents, la seule période où le marché HY américain a mis plus d'un an pour revenir au pic précédent fut pendant la crise financière mondiale. »

### Que pouvons-nous apprendre du passé ?

Les marchés HY ont connu d'autres corrections au cours des 20 dernières années. De tels événements peuvent constituer une comparaison utile pour avoir quelques indices sur les tendances possibles à venir. Outre la correction actuelle, nous avons identifié **six pics sur le marché HY américain**. Souvent, ces ventes massives n'ont pas été assorties d'une récession économique et ont plutôt découlé d'autres conditions de stress (crise de la dette souveraine, baisse du prix du pétrole, par exemple). La crise financière mondiale de 2008 a été le seul cas où une telle correction s'est accompagnée d'une récession. Ce fut également l'épisode de la plus forte correction du marché et de la plus longue période de reprise.

Toutefois, même dans des circonstances aussi extrêmes, les investisseurs ont bénéficié de performances positives deux ans après leur pic.

**Tableau 1. Corrections passées et épisodes de reprise sur le marché HY américain**

Pic du Marché	Rendement Pics au Point Bas	Durée reprise (jours)	Perf. 1 an (%)	Perf. 2 ans (%)	Perf. 3 ans (%)	Récession
Fév. 2020	-21,50%	NA	NA	NA	NA	NA
Oct. 2018	-5,60%	126	5,50%	NA	NA	Non
Nov. 2015	-8,90%	164	9,00%	19,80%	21,10%	Non
juil-11	-9,70%	181	6,40%	17,40%	28,20%	Non
juin-08	-34,50%	424	-7,30%	17,70%	38,80%	Oui
mai-02	-14,00%	314	7,90%	23,40%	31,50%	Non
Sept. 2000	-8,90%	145	-4,20%	-8,10%	14,60%	Non

Source : Amundi, indices ICE BofA. Données au 9 avril 2020. Les données se rapportent à l'indice H0A0 total return. Le temps de reprise est le temps nécessaire pour que l'indice revienne à son niveau record précédent. Les performances sur 1 an, 2 ans et 3 ans sont celles prévues par rapport au pic précédent. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.**

Le temps de reprise du marché **dépend d'une série d'éléments, dont l'ampleur de la correction et le fait que l'économie entre ou non en récession**. Dans la plupart des cas, les investisseurs n'ont bénéficié de rendements positifs sur le marché qu'un an après le pic. Trois ans après le pic, le rendement du marché a été positif au cours des six épisodes.

« Ce n'est peut-être pas la baisse la plus sévère mais sa rapidité est sans précédent puisqu'elle a eu lieu sur un seul mois. »

### Où en sommes-nous aujourd'hui ?

La correction du marché de 2008 a été la plus importante des baisses du marché, avec un rendement de -35 % environ entre le pic et le creux. En 2020, le marché HY américain a culminé le 20 février et a depuis perdu plus de 20 %. Ce n'est peut-être pas la baisse la plus **sévère mais sa rapidité est sans précédent** puisqu'elle a eu lieu sur un seul mois ; l'indice a ensuite quelque peu rebondi de son creux.

**Graphique 4. Le HY américain dans les principales baisses après un an**



Source : Amundi, indices ICE BofA. Données au 14 avril 2020. Les données se rapportent à l'indice H0A0 total return. M1, M2, etc. font référence au 1er mois, au 2ème mois, etc. après le pic. Indice rebasé à 100 aux dates de pics.

Dans le passé, la phase de reprise a généralement été plus lente que la phase de correction car une vague de défauts se déclenche généralement après que le marché a atteint son point bas, freinant la reprise. **Ce pourrait être le cas en 2020 également, mais il convient de noter que**

« Les fondamentaux des entreprises se sont détériorés depuis la GCF, mais la nature de cette crise et sa réponse politique devraient éviter une issue similaire. »

**les conditions sont très différentes de celles de 2008**, la crise la plus sévère jamais survenue sur le marché HY.

**La crise économique actuelle est différente de la GCF.** Alors qu'en 2008, la crise provenait du secteur financier, elle provient aujourd'hui de la pandémie de coronavirus et de son impact sur l'économie mondiale en raison de restrictions et de mesures de confinement dans de nombreux pays. C'est un choc agissant sur la demande et sur l'offre en même temps, touchant à la fois les secteurs manufacturier et des services, mais cette fois le secteur financier n'est pas à l'origine de la crise.

D'une part, **les fondamentaux des entreprises se sont détériorés après la GCF**, avec un endettement généralement plus élevé et un ralentissement de la croissance des ventes. D'autre part, **le coût du service de la dette des entreprises américaines HY est moins élevé aujourd'hui qu'en 2008** : cette année, le « *yield-to-worst* » moyen du marché HY américain a culminé le 23 mars à environ 11 %, chutant à environ 9 % actuellement. Au plus fort de la crise de 2008, il a culminé au-dessus de 22 %.

**En outre - et contrairement à 2008 - les mesures de relance sont mises en œuvre rapidement, avec un assouplissement significatif non seulement du côté de la politique monétaire, mais aussi du côté budgétaire, qui avait pris du retard durant la GCF.** Les pays où le soutien budgétaire était massif à l'époque délivrent aujourd'hui des plans de soutien budgétaire encore plus importants. A titre d'exemple, en 2009, les États-Unis avaient publié *l'American Recovery and Reinvestment Act*, d'une valeur d'environ 800 Mds \$ ; aujourd'hui, le Congrès américain a déjà mis à disposition une enveloppe de 2000 Mds \$. Ces mesures sont plus importantes, plus opportunes et plus complètes qu'elles ne l'étaient en 2008. En détail :

- La **Fed** a abaissé ses taux à 0,00-0,25 % et a annoncé des mesures drastiques pour stimuler le marché : elle achètera un montant illimité de titres du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). Elle a également mis en place deux mécanismes pour soutenir les marchés du crédit : le mécanisme de crédit aux entreprises du marché primaire (*Primary Market Corporate Credit Facility* ou PMCCF) pour les nouvelles émissions d'obligations et de prêts ; le mécanisme de crédit aux entreprises du marché secondaire (*Secondary Market Corporate Credit Facility* ou SMCCF) pour fournir de la liquidité aux obligations d'entreprises. La Fed a également élargi les lignes de swaps de liquidité des banques centrales. Compte tenu de toutes ces mesures, le bilan de la Fed pourrait atteindre jusqu'à 9000 Mds \$. Dans le cadre de ses efforts continus pour soutenir l'économie américaine tout au long de la crise de COVID-19, **la Fed a dévoilé le 9 avril un plan d'achat d'obligations HY qui était qualifiées d'Investment Grade (IG) au 22 mars et dégradées par la suite à une note inférieure à BB-**. Elle va également acheter des ETF qui suivent la dette HY. Avec ce plan, la Fed soutiendra jusqu'à 850 Mds \$ de crédit et est prête à acheter un nombre potentiellement important d'obligations qui pourraient tomber en territoire HY au cours des prochains mois à mesure que la crise frappe les flux de trésorerie des entreprises. Ceci va changer la donne sur le marché ;
- Dans la zone euro, la **BCE** a annoncé un programme d'achat d'urgence (*Pandemic Emergency Purchase Programme* ou PEPP). Il s'agit d'un programme d'achat de titres publics et privés d'une valeur de 750 Mds € qui s'ajoute aux programmes existants (20 Mds € par mois et une enveloppe de 120 Md € jusqu'à la fin de l'année). **La BCE achètera des actifs à un rythme jamais vu auparavant, y compris lors des crises précédentes** : elle achètera plus de 110 Mds € par mois d'ici décembre ; par le passé, la BCE a acheté au plus 80 Mds € par mois.

*« Les mesures politiques mises en œuvre devraient cette fois-ci contribuer à amortir la spirale de défaut du HY. »*

**Les mesures décrites ci-dessus devraient cette fois-ci contribuer à amortir la spirale de défaut du HY.** Seule exception : le secteur américain de HY, où le plongeon des prix du pétrole menace de nombreuses sociétés américaines du pétrole de schiste, qui pourraient subir une importante vague de défauts.

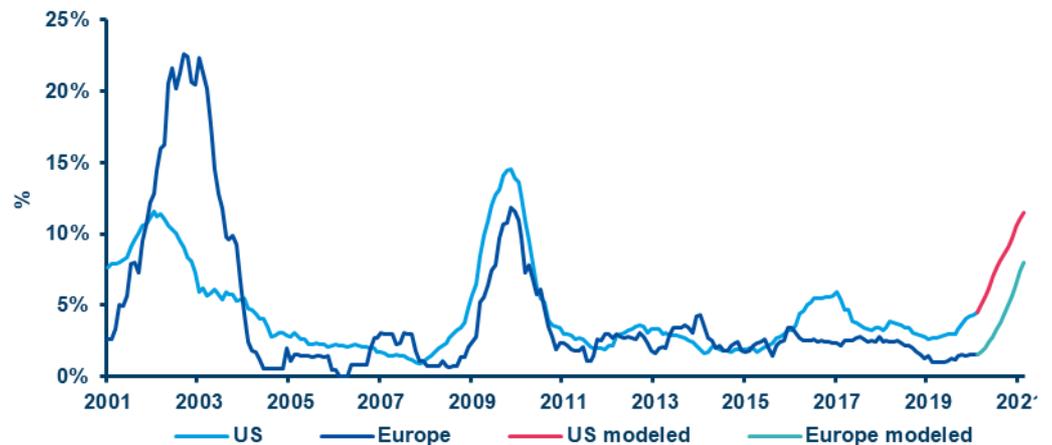


**Sergio BERTONCINI**  
Responsable des  
taux et la  
recherche sur le  
marché des  
changes

## Quel est le prix de marché actuel ?

Le marché HY américain a fortement chuté depuis février pour refléter le nouveau scénario de croissance et les niveaux de difficulté actuels. Avec une contraction du PIB américain de 2 % cette année - selon nos dernières prévisions macroéconomiques - et compte tenu des niveaux de difficulté actuels, nous prévoyons que le taux de défaut du HY américain **bondira à 11,5 % en février 2021, contre 4,5 % en février 2020**. Dans un scénario de baisse de 5 % du PIB américain en 2020 - similaire à ce qui s'est passé pendant la crise financière - un tel taux de défaut pourrait atteindre 15 % sur la même période, ce qui correspondrait essentiellement au pic enregistré durant la GCF. Toutefois, ce n'est pas notre scénario de base. Le secteur américain de l'énergie HY est une autre histoire : il pourrait connaître un taux de défaut plus élevé (estimé à environ 25-30 %) en raison de ses problèmes idiosyncratiques. **Le taux de défaut du HY UE devrait atteindre environ 8 % en février 2021.**

**Graphique 5. Taux de défaut du HY américain et européen : perspective historique et prévisions**



Source : Bloomberg, Moody's, Amundi Research. Données au 6 avril 2020.

Compte tenu du niveau actuel des spreads du marché HY américain et d'un taux de recouvrement d'environ 40 % en cas de défaut, le marché intègre actuellement un taux de défaut d'environ 10-11 %, conformément à nos estimations selon un scénario de croissance négative du PIB américain de -2 %. Par conséquent, **le marché HY américain semble avoir déjà intégré la plupart des mauvaises nouvelles et une nouvelle détérioration est peu probable compte tenu des mesures politiques importantes déjà prises.**

# Convictions d'investissement

## HY US

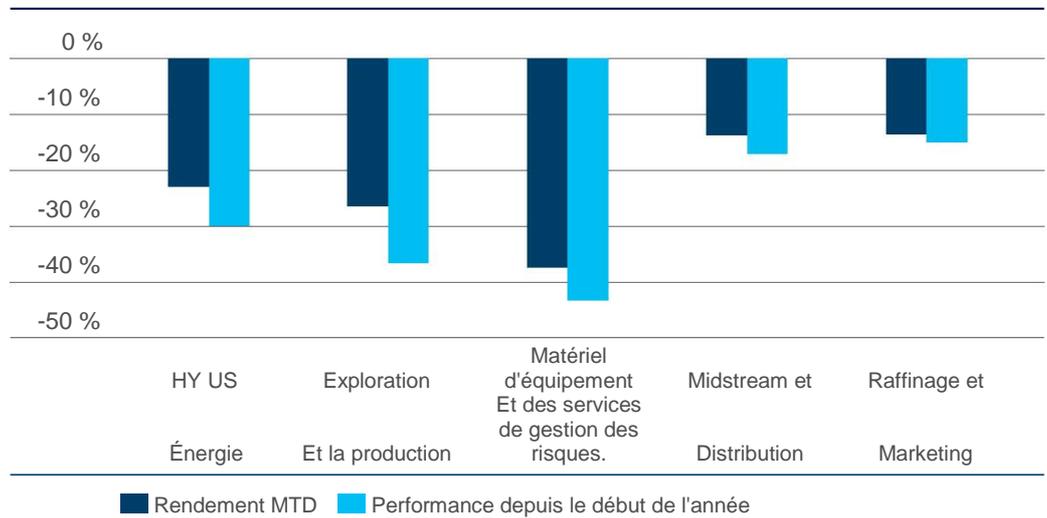
« La sélectivité sera d'une importance primordiale, avec une attention particulière aux industries et entreprises relativement à l'abri des pires conséquences du virus. »

En ces temps difficiles, la **sélectivité** sera d'une importance capitale, avec une attention particulière aux industries et entreprises relativement à l'abri des pires conséquences virus, comme celles qui produisent des biens et des services essentiels (les supermarchés, par exemple). Dans le même temps, **les entreprises dépendantes des dépenses discrétionnaires de consommation pourraient être les plus touchées**, comme, par exemple, les théâtres et les restaurants. **La liquidité et la flexibilité** sont des priorités absolues dans la phase actuelle et doivent faire l'objet d'un suivi attentif. Les investisseurs actifs de long terme pourraient identifier les titres mal valorisés et repositionner leurs portefeuilles **afin d'obtenir une liquidité abondante et de tirer parti des éventuelles perturbations du prix des actifs**.

Compte tenu des tensions actuelles sur les marchés, **la vague de déclassement devrait être une dynamique importante**. Selon JP Morgan, nous pourrions faire face à jusqu'à 215 Mds \$ de dégradations sur le marché HY américain cette année, ce qui serait un record. Cela augmenterait de 15 % la taille actuelle du marché HY et remanierait considérablement cet univers. Les « anges déchus » ont historiquement des profils de rendement très solides, dans la mesure où les entreprises *Investment Grade* (IG) sont généralement plus importantes et plus diversifiées que les entreprises qui ont toujours été de type HY. Néanmoins, de nombreux « anges déchus » devront faire face à des défis majeurs pour leurs modèles économiques, de sorte que la sélectivité sera essentielle. A titre d'exemple, dans la mesure où de nombreuses sociétés énergétiques américaines sont susceptibles d'être dégradées, les gérants de portefeuille devront analyser leurs opérations en profondeur afin de déterminer gisement par gisement si elles peuvent survivre au plongeon du prix du pétrole. **La décision de la Fed d'acheter des « anges déchus » est un puissant garde-fou qui pourrait limiter les pressions sur ce segment**.

Même si depuis la dernière semaine de mars nous avons assisté à un rebond significatif des marchés, **la période de volatilité n'est probablement pas encore terminée**, bien que les réponses politiques des banques centrales et des gouvernements soient encourageantes. Les marchés ne devraient se stabiliser que lorsque des éléments indiqueront que le virus peut être maîtrisé grâce à un vaccin efficace et que le taux de mortalité peut diminuer grâce à des médicaments qui atténuent les effets du virus.

**Graphique 6. Performance des secteurs et sous-secteurs de l'énergie**



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 14 avril 2020.

Au niveau sectoriel, l'énergie a été fortement touchée mais les différences entre ses sous-secteurs sont importantes, **les sous-secteurs de l'exploration et de la production (E & P) et des équipements et services (E & S) ayant été les moins performants**. Nous nous attendions auparavant à ce que de nombreuses sociétés de l'E & P fassent défaut en 2021 et au-delà. **Aujourd'hui, nous considérons que ces défauts devraient se produire en 2020**. Les sociétés parapétrolières dépendantes des dépenses d'E & P seront soumises à une pression extrême. Le « *midstream* » et les sous-secteurs de la distribution, du raffinage et de la commercialisation apparaissent plus sûrs.



**Marina COHEN**

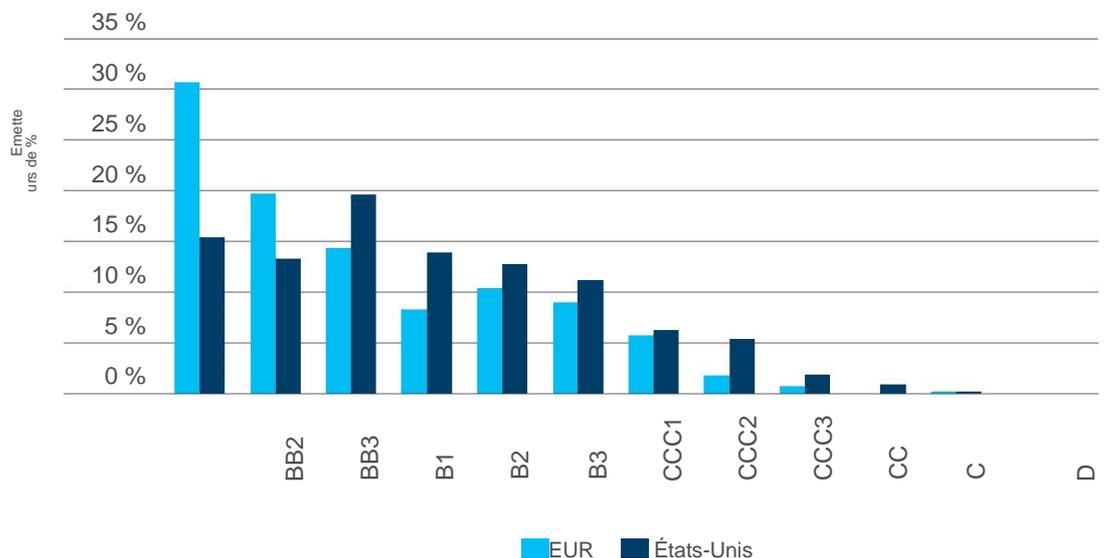
Responsable de la gestion Euro HY

« Les marchés ne se stabiliseront que lorsque des éléments indiqueront que le virus pourra être maîtrisé grâce à un vaccin efficace et que le taux de mortalité sera réduit. »

## HY euro

Dans le **HY UE**, nous privilégions les émetteurs BB dans les secteurs défensifs comme les télécommunications, les médias et la technologie (TMT), la santé et l'emballage en raison de la faible visibilité actuelle sur les perspectives économiques. **Nous pensons que ces émetteurs plus résistants vont rouvrir le marché primaire au cours des prochaines semaines.** Le marché primaire du HY UE a été fermé en mars, une situation qui devrait s'avérer transitoire et nous pensons que de solides émetteurs BB dans les secteurs plus défensifs reviendront avec de nouvelles émissions. Cela pourrait même se réaliser à très court terme, surtout si les flux reviennent, comme cela a été le cas récemment aux Etats-Unis. Pour les titres notés B- et CCC, cela pourrait être plus difficile, bien que réalisable s'ils sont prêts à payer un prix plus élevé. Dans **les secteurs cycliques** comme l'automobile, les investisseurs devraient attendre plus de clarté sur la durée des mesures de confinement, d'autant plus que ce secteur est susceptible de croître, avec une nouvelle vague « d'anges déchus » offrant de nouvelles opportunités. Enfin, concernant les entreprises notées B- et CCC, les investisseurs devraient adopter une **approche au cas par cas**, à la recherche d'obligations vulnérables qui pourraient surmonter avec succès la crise du coronavirus. La répartition par notation des émetteurs HY de l'UE par rapport à leurs homologues américains montre une part plus élevée des émetteurs notés BB. Le marché HY EU est en moyenne de meilleure qualité que le marché américain et pourrait donc offrir des opportunités de diversification attractives.

### Graphique 7. HY US vs HY UE : répartition des notations en part des émetteurs



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 6 avril 2020.

## Les marchés HY émergents

Les marchés émergents (ME) sont entrés dans cette crise en meilleure santé que lors des crises précédentes, avec de bons fondamentaux de crédit et des vulnérabilités souveraines généralement plus faibles qu'à n'importe quel moment dans un passé récent. Nous pensons qu'en tant que classe d'actifs, **le HY émergent est survenu pour plusieurs raisons :**

- Une grande partie de l'élargissement des spreads a été provoquée par **les sorties de capitaux de la dette émergente**, ce qui a créé un excédent technique. Le HY émergent, en tant que classe d'actifs moins liquide par nature, a souffert de manière disproportionnée par rapport aux autres classes d'actifs ;
- Une partie de l'illiquidité a été provoquée par **des perturbations dans les infrastructures de négociation** à la lumière de l'épidémie de COVID-19 et des actions gouvernementales incitant au télétravail.

Les rendements des obligations HY des marchés émergents étant actuellement supérieurs à 10 %, **le taux de défaut induit par les spreads actuels est supérieur à 50 % pour les cinq prochaines années.** Nous pensons qu'il est très peu probable qu'il connaisse un taux de défaut aussi élevé pour les raisons suivantes :

- **Près de 50 % de l'univers des obligations émergentes HY sont notées BB**, nombre de ces entreprises étant d'importance systémique pour leurs pays respectifs ;
- **Le risque de refinancement est relativement faible**, la plupart des entreprises ayant déjà refinancé leur dette au cours des dernières années ; et



**Colm D'ROSARIO**

Responsable adjoint de l'équipe Obligations des marchés émergents

- Historiquement, **les taux de défaut n'ont pas atteint un tel niveau même pendant la GCF**. A titre d'exemple, en 2009, le taux de défaut a culminé à 10,5 %. En outre, à cette époque, la crise provenait du secteur financier, alors que cette année, nous ne prévoyons pas de crise bancaire. Les taux de défaut ont fortement baissé les années suivantes et les rendements ont été importants.
- **Le HY émergent est bien diversifié**. D'un point de vue **régional**, l'exposition aux obligations souveraines les moins bien notées est modeste, avec des expositions plus importantes au Brésil, à la Russie, à la Turquie, à l'Inde et à la Chine. D'un point de vue **sectoriel**, dans les indices de référence standards du marché HY émergent la finance est le secteur le plus important, suivi par les télécommunications et les autres secteurs liés à la consommation. D'autres secteurs comme le transport - fortement touchés par la crise actuelle - ont un faible poids dans ces indices de référence ;
- Le HY émergent a, en moyenne, **une durée faible** (environ 3,65 ans), ce qui pourrait contribuer au rebond des crédits performants une fois que le marché se redressera. A la lumière d'autres corrections récentes, **le HY émergent a plus que compensé dans les années suivantes les pertes subies par les investisseurs, et il est possible de trouver de la valeur dans le marché au bon moment**.

*« Nous pensons qu'il y a de la valeur à trouver dans des secteurs comme les TMT, l'immobilier, la santé et - de manière sélective - les financières et les services aux collectivités. »*

En revanche, les investisseurs doivent garder à l'esprit que tous **les effets du choc de la pandémie et de la guerre des prix du pétrole sur la croissance ne se sont pas encore complètement matérialisés**. En outre, si le choc sur le marché pétrolier était au départ un choc sur l'offre, il s'est également transformé en choc sur la demande, ce qui a encore pesé sur les cours du pétrole. Les gouvernements et les banques centrales se sont engagés à mettre en place des mesures de relance budgétaire et monétaire et les discussions au sein de l'OPEP pourraient reprendre, mais il faudra peut-être un certain temps pour en voir les effets. En conséquence, la volatilité restera élevée et les investisseurs devraient rechercher **une combinaison de styles « value » et de qualité, tout en privilégiant les secteurs défensifs**.

Depuis que la correction s'est généralisée, nous pensons qu'il y a de la valeur dans des secteurs tels que les **TMT, l'immobilier, la santé et - de manière sélective - les financières et les services aux collectivités**. Dans **l'énergie**, malgré la baisse des prix du pétrole, **nous privilégions les acteurs intégrés** qui pourraient surmonter la crise actuelle ou **les producteurs indépendants (de préférence le gaz naturel) affichant des bilans solides**.

D'un point de vue **régional**, nous identifions des **opportunités en Chine** car nous pensons que les différents échelons de gouvernement et les entreprises disposent de la flexibilité nécessaire pour s'adapter aux conditions changeantes, la Chine étant le pays le plus avancé sur la courbe du COVID-19. Malgré cela, nous considérons que les industriels chinois sont moins attractifs. De plus, nous pensons que l'exposition sélective à **l'Amérique latine** apporte de la valeur, en particulier au **Brésil et au Chili**, qui offrent actuellement des valorisations attractives, **tandis qu'en Europe centrale et de l'Est, nous recherchons de la valeur dans des obligations de qualité supérieure en Turquie et en Ukraine**.

*« Des opportunités ont pu être trouvées grâce à une analyse crédit robuste pour détecter des crédits résilients avec de faibles valorisations qui pourraient bénéficier de toute reprise du cycle mondial. »*

**Il existe des risques et des opportunités sur ce marché. Le risque réside dans la possibilité que cette période de faiblesse économique soit prolongée par l'extension des confinements** dans l'ensemble de l'économie mondiale et que la faiblesse prolongée des prix des matières premières continue de peser sur les économies émergentes. Cela étant dit, nous pensons qu'il est possible de détecter des opportunités grâce à une analyse crédit robuste permettant de trouver des crédits résilients, affichant de faibles valorisations et qui pourraient bénéficier d'une reprise du cycle mondial. Si de nombreuses entreprises sont dépendantes des moteurs de croissance locaux au sein des pays émergents, beaucoup sont également dépendantes des exportations. Dans ce contexte, tandis que les bénéficiaires seront sous pression tant que l'économie mondiale sera ralentie, il devrait également y avoir une reprise rapide quand l'économie mondiale se redressera. D'importantes mesures de relance seront à l'origine de ce mouvement. Des équipes de gestion expérimentées seront en mesure de minimiser les défauts grâce à une **sélection de titres rigoureuse et pourraient offrir aux investisseurs des rendements attractifs en USD**.

## Conclusion

Au niveau mondial, les conditions de marché actuelles sont complexes, avec une crise sans précédent accompagnée d'une réponse politique sans précédent. **Une grande partie de la morosité actuelle est déjà intégrée dans les cours, mais les investisseurs devraient rester vigilants et flexibles.** Investir sur le long terme a généralement porté ses fruits dans le passé, permettant ainsi aux investisseurs de compenser les pertes enregistrées pendant les corrections.

**La diversification** est primordiale. L'exposition au marché mondial des obligations HY permet aux investisseurs de bénéficier de différents moteurs de croissance et de différents horizons de reprise post pandémie. Même si nous ne pouvons pas parler de point bas du marché et que nous considérons que la volatilité devrait rester élevée, nous pensons que le marché se normalisera et se renforcera une fois que le pic de la pandémie sera passé. **Les dislocations actuelles peuvent être considérées comme des opportunités pour les investisseurs capables de supporter une certaine volatilité et disposant d'un horizon d'investissement approprié.**

## Définitions :

- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Notations des obligations** : si les notations fournies par Moody's et S & P pour un titre différent, la plus élevée des deux notations est utilisée. Les notations des obligations sont les plus élevées et les plus basses au sein d'un portefeuille. Sur la base des mesures S & P : AAA (notation la plus élevée possible) à BBB sont considérées comme « investment grade » ; Les notations BB ou inférieures sont considérées comme non investment grade. Les équivalents de trésorerie et certaines obligations peuvent ne pas être notés.
- **CEEMEA** : Europe centrale et orientale, Moyen-Orient et Afrique.
- **Spread de crédit** : écart entre le rendement d'une obligation de crédit et celui du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajusté pour prendre en compte d'éventuelles options intégrées.
- **Secteurs cycliques vs. défensifs** : les sociétés cycliques sont des sociétés dont les bénéfices et les cours des actions sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les valeurs défensives sont au contraire moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques du MSCI GICS sont : La consommation discrétionnaire, la finance, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux, tandis que les secteurs défensifs sont les biens de consommation de base, l'énergie, la santé, les services de télécommunications et les services aux collectivités.
- **Taux de défaut** : pourcentage d'émetteurs qui n'ont pas effectué de paiements d'intérêts ou de principal au cours des 12 mois précédents. Taux de défaut basé sur les indices BofA. L'univers est composé d'émetteurs de l'indice correspondant 12 mois avant la date de défaut. Les indices considérés pour le marché des entreprises sont ICE BofA.
- **Perte de valeur** : baisse de pic à creux au cours d'une période record spécifique d'un investissement, d'un fonds ou d'une matière première, généralement exprimée en pourcentage entre le pic et le creux.
- **Ange déchu** : un ange déchu est une obligation qui a reçu une note « investment grade » mais qui a depuis été réduite au statut « junk bond » en raison de l'affaiblissement de la situation financière de l'émetteur.
- **Spread ajusté des options (OAS)** : la mesure du spread d'un taux de titres à revenu fixe et du taux de rendement sans risque, ajusté pour prendre en compte une option incorporée.
- **Assouplissement quantitatif (QE)** : le QE est un instrument de politique monétaire utilisé par les banques centrales pour stimuler l'économie en achetant des actifs financiers aux banques commerciales et autres institutions financières.
- **Spread** : différence entre deux prix ou taux d'intérêt.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. Généralement, plus la volatilité est élevée, plus le titre/marché est risqué.
- **Yield to worst (YTW)** : le rendement potentiel le plus faible pouvant être perçu sur une obligation sans que l'émetteur ne fasse réellement défaut.

Avec la contribution de



**Claudia BERTINO**  
Responsable d'Amundi  
Insight Unit



**Francesca PANELLI**  
Amundi Investment  
Insight Unit

## Amundi Investment Insights Unit

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (AIIU) est de transformer notre expertise en CIO, ainsi que les connaissances globales d'Amundi en matière d'investissement, en connaissances et outils pratiques adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à des informations provenant de sources multiples, nous visons à devenir le partenaire de choix pour la fourniture régulière, claire, opportune, engageante et pertinente d'informations susceptibles d'aider nos clients à prendre des décisions d'investissement éclairées.



## Informations Importantes

Le Global Industry Classification Standard (GICS) SM a été développé par et est la propriété exclusive et une marque de service de Standard & Poor's et MSCI. Ni Standard & Poor's, ni MSCI, ni aucune autre partie impliquée dans l'élaboration ou la compilation de classifications GICS ne donne aucune garantie ou déclaration expresse ou implicite à l'égard de cette norme ou classification (ou des résultats devant être obtenus par son utilisation), et toutes ces parties déclinent expressément par les présentes toute responsabilité quant à l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la qualité marchande ou l'adéquation à une fin particulière de cette norme ou classification. En aucun cas, Standard & Poor's, MSCI, leurs sociétés affiliées ou tout tiers impliqué dans l'élaboration ou la compilation d'une classification GICS ne sauraient être tenus pour responsables de tout dommage direct, indirect, spécial, punitif, consécutif ou autre (y compris le manque à gagner), même s'ils sont informés de la possibilité de tels dommages. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 15 avril 2020.

Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Date de première utilisation : 22 avril 2020.

## Rédacteurs en chef

**Pascal BLANQUÉ**

*Directeur des investissements  
(« Chief Investment Officer »)*

**Vincent MORTIER**

*Directeur des investissements adjoint  
(« Deputy Chief Investment Officer »)*



Visitez-nous sur :

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT