



Reprise de la pandémie

La recrudescence des contaminations de Covid-19 en Europe a poussé les gouvernements à adopter de nouvelles mesures restrictives pour lutter contre l'épidémie et relâcher la pression sur les services de soins.

Ainsi, La France, le Royaume-Uni, l'Irlande, le Pays de Galles et la Grèce ont opté pour un 2^{ème} confinement. D'autres pays comme l'Espagne, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas ont choisi, pour l'instant, des mesures plus ciblées comme la fermeture des restaurants, des bars et des couvre-feux avancés...

Les marchés ont réagi négativement à ces annonces avec une baisse des actions européennes et américaines de, respectivement, 7,5% et 5,6% la semaine du 26 octobre¹. Les spreads de crédit se sont également écartés de +30pb² avec une sous-performance des Etats-Unis et de l'Europe (+36pb et +31pb respectivement)

Quels impacts pour les marchés ?

« Peut-on s'attendre à une réaction des marchés de crédit similaire à celle de mars avec un écartement des spreads d'environ 550pb ? »

La configuration actuelle est différente du mois de mars 2020 sur plusieurs points.

Tout d'abord, au niveau sanitaire :

- Les scientifiques disposent aujourd'hui d'une meilleure connaissance du virus : les délais de rétablissement et sorties de l'hôpital sont plus rapides.
- Les avancées sur le vaccin sont plus significatives : 13 candidats vaccins sont en phase 3 (dernière phase d'homologation) et les scientifiques tablent sur des résultats pour la fin d'année (ex : Moderna et Astra Zeneca avec l'Université d'Oxford)³.

Puis économique :

- Les mesures de confinements sont plus souples que la première fois :
 - **Plus localisées géographiquement** : concernent certains pays européens et non pas 90% des économies mondiales comme en mars (avec les principales économies émergentes, les Etats-Unis et l'Europe)
 - **Plus ciblées sectoriellement** : l'industrie, le BTP et autres secteurs ne sont pas concernés cette fois-ci.

¹ Source : Bloomberg, indices Eurostoxx 50 et S&P 500.

² Source : Bloomberg, BofAML, indice global (HW00), euro (HE00), US (H0A0), 30/10/2020.

³ Source : Bloomberg, 30/10/2020.

- **Les entreprises ont réalisé l'essentiel de leurs programmes de refinancement** pour 2020 et T1 2021. Pour rappel, le volume des émissions primaires sur le High Yield américain totalise 300Md\$ depuis le début d'année (soit deux fois plus que la moyenne des émissions sur les 5 dernières années) et les émissions primaires pour le High Yield Euro sont de 60Md€. Ainsi, l'effet de surprise et le risque d'une crise de liquidité sera moindre que lors du premier confinement.⁴
- **Les retombées de dette obligataire au cours des 2 prochaines années sont relativement limitées** aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis, suite aux importantes opérations de refinancement et de rallongement des maturités obligataires effectuées au cours des dernières années :
 - En Europe, environ 50Md€ de dettes obligataires High Yield sont exigibles à horizon fin 2022 (dont 20Md€ en 2021 et à 80% sur des émetteurs « BB » qui ont un accès plus aisé au marché), ce qui représente moins de 15% de l'encours total High Yield européen.
 - Aux Etats-Unis, près de 170Md\$ de dettes obligataires High Yield sont exigibles à horizon fin 2022 (dont moins de 60Md\$ en 2021 et à 50% sur des émetteurs « BB »), ce qui représente également moins de 15% de l'encours total HY US⁵

Par conséquent, nous estimons que ces faibles montants de maturités à horizon 2 ans (<15% des encours aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis) viennent **limiter le risque de refinancement pour les émetteurs et par conséquent le risque de défaut prospectif** sur le marché du High Yield européen et américain. En effet, malgré l'impact de la pandémie COVID-19 sur les ratios de crédit de la plupart des émetteurs High Yield, nous estimons qu'ils seront en mesure de se redresser opérationnellement au cours des deux prochaines années afin de pouvoir se refinancer sur le marché dans de meilleures conditions.

« Qu'en est-il des défauts d'entreprises ? Ces nouvelles mesures sanitaires vont-elles impacter à la hausse les anticipations de défauts et, ce faisant, les spreads à court-moyen terme (à horizon 3-6 mois) ? »

L'impact des nouvelles mesures sanitaires dépendra de deux paramètres : la généralisation de ces nouvelles mesures à d'autres régions/pays dans le monde et leur durée.

- **Si le confinement est de courte durée (4/6 semaines) et n'est pas généralisé** : l'impact sur les entreprises sera relativement faible. Ecartement des spreads High Yield de 70 à 100pb, localisé sur certains secteurs (retail, restauration, hôtellerie, loisirs...) et sans impact significatif sur les taux de défauts à moyen terme.
- **Si le confinement est plus long que prévu (2 à 3 mois) et se généralise à d'autres pays/régions** : l'impact sur les entreprises sera plus important. Ecartement des spreads High Yield de 100 à 300pb. L'ensemble du marché High Yield serait alors concerné par une hausse plus significative des taux de défaut sur les secteurs les plus sensibles (retail, restauration, hôtellerie, loisirs...).

⁴ Sources : Bloomberg, 30/10/2020.

⁵ Sources : Bloomberg, 30/10/2020.

En résumé, il est encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur l'impact des nouvelles mesures sanitaires en Europe. **L'incertitude sur l'évolution de l'épidémie reste importante.**

Les conséquences sanitaires d'une 2^{ème} vague seront probablement plus faibles que la 1^{ère}, grâce aux avancées médicales et la capacité de la population et de la communauté médicale à mieux appréhender la pandémie.

Sur le plan économique et la solvabilité des entreprises, **les conséquences sur la marché du crédit ne devraient pas être similaires à la 1^{ère} vague (+550pb)** en raison des soutiens déjà mis en place par les banques centrales, de la situation actuelle de liquidité des entreprises qui ont largement couverts leurs besoins de trésorerie pour la fin d'année et le T1 2021 et, enfin, du choix des gouvernements de mieux cibler les mesures sanitaires.

Nos convictions

A ce stade, il convient d'être attentif à l'exposition sectorielle, la qualité des émetteurs et la structure du capital pour être en mesure d'absorber les deux scénarios mentionnés plus haut.

Ainsi, nous restons très prudents dans notre allocation sur les **secteurs qui sont les plus impactés** par cette épidémie, notamment : le retail hors alimentaire, la restauration, l'hôtellerie, l'immobilier commercial et tertiaire (bureaux, commerce), les loisirs (voyage, jeux, sport, cinéma, théâtre, parc d'attraction), transport aérien et tous les secteurs qui sont liés (location, services aéroportuaires...).

Nous sommes également très vigilants quant à la **qualité des émetteurs** et à notre **position dans la structure de capital** des émetteurs opérants dans ces secteurs.

Sur les secteurs que nous considérons comme sensibles, nous sommes majoritairement exposés à des émetteurs Investment Grade/Fallen Angel ou « BB ».

Notre exposition sur des émetteurs purs High Yield porte sur des obligations Senior/Secured.

AVERTISSEMENT

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF II.

- Risques associés à la classe d'actifs – High Yield : perte en capital, taux, crédit, défauts, investissement en titres high yield dits spéculatifs, émergents, obligations convertibles, contrepartie, titres de créance subordonnés, dérivés, liquidité liée aux acquisitions et cessions temporaires de titres et/ou contrats d'échange sur rendement global (TRS).

Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier et boursier du moment et reflètent le sentiment à ce jour du Groupe La Française sur les marchés et leurs évolutions. Ils n'ont pas de valeur contractuelle, sont sujets à modification et peuvent différer des opinions d'autres professionnels de la gestion. Il est rappelé, par ailleurs, que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ce document est destiné uniquement à l'information de la personne à laquelle il a été remis par le Groupe La Française.

Cette présentation est réalisée par La Française Asset Management, société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP97076 le 1er juillet 1997 ; La Française AM Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 et enregistrée à l'ORIAS sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016, Carte Professionnelle délivrée par la CCI Paris Ile-de-France sous le n°CPI 7501 2016 000 010432 - Transaction sur Immeubles et Fonds de commerce.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org, Registre des Intermédiaires en Assurance (ORIAS) www.orias.fr



128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

www.la-francaise.com

La Française AM • Société par actions simplifiée • Share capital of 17 696 676 € • RCS Paris 314 024 019 • TVA FR 18 314 024 019
Investment company authorised by the AMF under n° GP9707076 du 01/07/1997 • www.amf-france.org