



PERSPECTIVES OBLIGATAIRES

CHARLES DE QUINSONAS LES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS ÉMERGENTS : BAISSÉ DES TAUX DE DÉFAUT ET RENDEMENTS ÉLEVÉS. TROP BEAU POUR ÊTRE VRAI ?

UNE AMÉLIORATION DE LA SITUATION EN 2017

Avec un seul émetteur ayant fait défaut au cours du premier trimestre 2017 (contre huit à la même période un an plus tôt), la classe d'actifs de la dette des entreprises émergente en devise forte s'est jusqu'à présent révélée conforme aux prévisions d'une baisse significative de son taux de défaut en 2017. Cette situation est le résultat de l'amélioration de l'environnement macroéconomique et des fondamentaux des entreprises. Elle offre ainsi un répit à de nombreux gérants d'obligations des marchés émergents qui avaient eu à faire face à une période particulièrement éprouvante.

Il existe de nombreuses idées fausses à propos des défauts au sein de la dette émergente. Trop souvent, les entreprises des pays émergents sont considérées comme des « défaillants en série » par rapport à leurs homologues des pays développés ou comme appartenant à une région unique et homogène. En fait, les taux de défaut suivent les cycles économiques une approche régionale, pour ne pas dire par pays, en matière de risque de défaut demeure crucial en raison de la divergence des systèmes juridiques et des taux de recouvrement entre les régions et les pays.

Les investisseurs doivent tenir compte de questions clés telles que celles-ci : les notations de crédit sont-elles de bons indicateurs des défauts futurs ou dans quels pays les défauts d'émetteurs ont-ils été les plus nombreux.

LES ENTREPRISES ÉMERGENTES : PAS LES « DÉFAILLANTS EN SÉRIE » QUE VOUS POURRIEZ PENSER

Les obligations d'entreprises des marchés émergents sont devenues une classe d'actifs importante. En janvier 2017, les obligations d'entreprises en devise forte s'élevaient à 1850 milliards de dollars. Contrairement aux marchés développés, la plupart des fonds obligataires à capital variable disposent d'un mandat leur permettant d'investir dans l'ensemble de l'univers et plus rares sont ceux qui disposent de mandats distincts par qualité de crédit. En d'autres termes, moins de fonds émergents, par rapport aux États-Unis ou en Europe, n'investissent que dans le haut rendement ou que dans les obligations « investment grade ».

L'indice JP Morgan Corporate EMBI (CEMBI), l'un des indices les plus couramment utilisés pour les obligations d'entreprises des marchés émergents, offre actuellement un rendement de 4,7 %. Toutefois, une erreur peut consister à comparer le rendement offert par l'ensemble des émetteurs privés émergents (« investment grade » et à haut rendement) avec les taux de défaut des émetteurs à haut rendement. Plus pertinemment, le Graphique 1 illustre les taux de défaut historiques des entreprises des pays émergents dans leur ensemble et



Bond Vigilantes

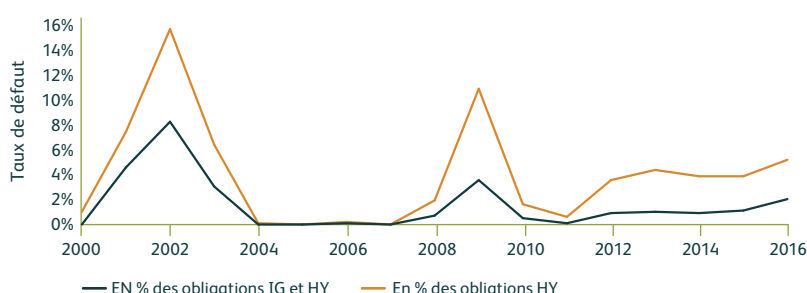
 bondvigilantes.com/francais

 [@bondv_francais](https://twitter.com/bondv_francais)

du seul segment à haut rendement : la ligne orange foncé indique les taux de défaut en pourcentage de l'ensemble des obligations à haut rendement, tandis que la ligne en couleur bleu foncé représente les taux de défaut en pourcentage de l'ensemble des obligations d'entreprises émergentes (« investment grade » + à haut rendement). La première ligne est utile à des fins de comparaison avec les marchés développés, mais la ligne en couleur bleu foncé est la plus représentative de la véritable exposition des investisseurs au risque de défaut. Entre 2012 et 2015, l'indice CEMBI a offert un rendement moyen de 5,3 % avec un taux de défaut moyen de 1,2 %, d'où un profil de rendement/risque extrêmement attractif pour les investisseurs dans la dette émergente.

suite à la page suivante

Graphique 1. Taux de défaut des entreprises des marchés émergents



Source : M&G, au 31 décembre 2016.

Une autre idée fausse est celle selon laquelle le taux de défaut des émetteurs à haut rendement est plus élevé dans les pays émergents qu'en Europe ou aux États-Unis. En réalité, les défauts des émetteurs à haut rendement émergents sont peu ou prou équivalents à ceux du haut rendement européen ou américain. Au cours de la dernière crise financière mondiale de 2008-2009, le taux de défaut du segment à haut rendement émergent a culminé à un niveau inférieur à celui de son homologue des marchés développés.

LES LOIS SUR LES FAILLITES SONT CRUCIALES POUR LES INVESTISSEURS OBLIGATAIRES ÉTRANGERS

Si les investisseurs rencontrent ainsi les mêmes taux de défaut sur les marchés émergents et développés, il demeure toutefois nécessaire de choisir le bon pays. Sur le plan du risque de défaut, considérer les marchés émergents comme une seule et même classe d'actifs présente de nombreuses imperfections en ce sens où les différents pays possèdent des dynamiques d'endettement des États et des entreprises, des systèmes bancaires ou des risques judiciaires qui leur sont propres. Au cours des dernières années, les investisseurs sur les marchés émergents ont dû faire face à un bien plus grand risque de défaut en Amérique latine (5,5 %), en raison de l'endettement élevé et de quelques défaillances d'émetteurs très importants, qu'en Asie (1,6 %) ou en Europe émergente (2,9 %). Certains pays semblent éprouver plus de défauts que d'autres : l'Afrique du Sud, le Brésil et l'Ukraine figurent au premier rang des mauvais choix d'investissement à l'heure actuelle en termes de risque de défaut des sociétés à haut rendement.

Outre le taux de défaut effectif, les investisseurs obligataires doivent prêter une grande attention au risque judiciaire et aux taux de recouvrement. La meilleure approche doit consister à définir les droits des détenteurs d'obligations en cas de restructuration judiciaire. Ce pays est-il favorable aux détenteurs d'obligations ou

la loi est-elle plutôt accommodante avec les actionnaires ? La complexité, la variété et parfois la difficulté d'identifier les lois sur les faillites/restructurations ne rendent jamais cela aisé à déterminer. Toutefois, par exemple, le passé nous enseigne que l'Afrique du Sud est considérée comme un pays plutôt respectueux des détenteurs d'obligations, alors que l'Indonésie a démontré qu'elle est loin d'être un modèle en ce qui concerne le traitement des investisseurs obligataires.

La seconde étape est d'identifier si oui ou non les investisseurs obligataires étrangers, qui pourraient sur le papier se retrouver sur un pied d'égalité en matière de droit avec les banques locales et les investisseurs locaux, pourraient, dans la pratique, devoir finalement passer après. En cas de défaut d'entreprises extrêmement endettées, cette situation pourrait se traduire par un piètre taux de recouvrement pour les investisseurs obligataires étrangers.

LES TAUX DE DÉFAUT EN CHINE DÉFIENT LES LOIS DE L'ANALYSE CRÉDIT CLASSIQUE

C'est énoncer une lapalissade que de dire que la recherche fondamentale est essentielle afin d'éviter des défauts. Au niveau d'un portefeuille, certaines mesures de crédit sont utiles pour identifier l'exposition au risque de défaut. Outre l'amélioration/la détérioration des mesures opérationnelles, l'endettement brut (ratio dette totale/EBITDA), la couverture des frais financiers (ratio EBITDA/intérêts nets) ou le ratio trésorerie/dette à court terme font partie des quelques ratios clés afin d'évaluer la solvabilité d'un émetteur obligataire, d'une région et des secteurs. En ce qui concerne l'endettement en particulier, les taux de défaut des émetteurs à haut rendement émergents ont semblé évoluer au même rythme que l'augmentation/la diminution de l'endettement : la hausse de l'endettement brut observée depuis 2011 a conduit à une hausse des taux de défaut au cours des six dernières années.

Toutefois, la classe d'actifs est hétérogène et analyser les mesures d'endettement n'est pas toujours efficace. Si les taux de défaut en Amérique latine semblent emboîter le pas à l'augmentation de l'endettement des émetteurs à haut rendement latino-

américains, les émetteurs d'obligations à haut rendement en Asie n'ont en fait subi que peu de défauts, alors même que leurs mesures d'endettement ont atteint des niveaux que beaucoup considéreraient comme intenables. Cette situation est principalement due à la Chine, les investisseurs nationaux pensant que le gouvernement va continuer de cautionner des issues acceptables via des restructurations ou des renflouements favorables aux détenteurs d'obligations. Cet aléa moral pourrait changer à l'avenir dans la mesure où la Chine s'emploie à permettre une plus grande fréquence des défauts. Lorsque cela se produira (ou si cela se produit), on pourrait dès lors bien observer une considérable augmentation des défauts au sein de la première économie d'Asie si les taux de défaut commencent à rendre compte des tendances à la hausse de l'endettement.

DE L'IMPORTANCE DE LA MACROÉCONOMIE

Les taux de défaut historiques (Graphique 1) concourent clairement à indiquer que des taux de défaut élevés se produisent durant les périodes économiquement difficiles. Il existe plusieurs canaux de contagion et les plus fréquents sont la faiblesse de la demande intérieure, la dépréciation du taux de change, la hausse des coûts des intrants due à l'inflation élevée, l'accès limité au financement extérieur, un contrôle des capitaux ou toute autre intervention du gouvernement. Par conséquent, une recherche « bottom-up » est nécessaire, mais non suffisante, et des points de vue macroéconomiques demeurent décisifs afin de sélectionner les entreprises.

suite à la page suivante

Graphique 2. Obligations d'entreprises émergentes se négociant à un prix de marché < 70

	# d'obligations	Poids en % de tout l'univers (IG + HY)	Poids en % du HY émergent	Taux de défaut du HY	Poids de l'univers HY
2 janv. 15	38	1,52 %	4,8 %	2015 : 3,58 %	31,50 %
1 ^{er} janv. 16	74	3,76 %	10,3 %	2016 : 5,10 %	36,56 %
18 avril 17	12	0,25 %	0,6 %	2017 : ?	40,04 %

Source : JPM CEMBI BD, M&G.

Selon l'agence de notation Moody's, 71 % des défauts des entreprises des pays émergents sont intervenus durant des temps de crise entre 1995 et 2008. Plus récemment, le taux de défaut des entreprises à haut rendement au Brésil s'est établi à 9,7 % en 2016 dans le contexte de la plus grave récession jamais enregistrée par le pays. Toutefois, une crise souveraine ne se traduit pas nécessairement par des taux de défaut élevés parmi les entreprises. Les taux de défaut des entreprises à haut rendement russes se sont révélés relativement modestes à 1,2 % en 2015 et 0,9 % en 2016 au regard de la faiblesse du prix du pétrole et de la récession du pays due aux sanctions des Occidentaux durant la même période.

LES TAUX DE DÉFAUT DEVRAIENT BAISSER EN 2017

Utiliser une notation de crédit comme seule mesure du risque de défaut est donc insuffisant. Un autre indicateur utile est le prix de marché. Le pic (à 5,1 %) des taux de défaut des entreprises des pays émergents en 2016 a coïncidé avec un grand nombre d'obligations ayant débuté l'année avec des cours dignes de sociétés en difficulté. 74 obligations, représentant 10 % de l'indice EM High Yield (la portion à haut rendement de l'indice JPM CEMBI BD), se négociaient à des cours inférieurs à 70 au 1er janvier 2016 (Graphique 2).

Nous entrevoyons une baisse significative des taux de défaut cette année. En avril 2017, nous n'avons constaté que 12 obligations avec des cours dignes de sociétés en difficulté au sein de l'indice, soit 0,6 % de l'indice à haut rendement. Le taux de défaut des émetteurs à haut rendement n'était que de 0,1 % au 1er trimestre 2017. La plupart des pays connaissent également une amélioration des conditions de refinancement. Enfin, la faiblesse des spreads a permis une réduction du coût de la dette (et du refinancement).

LES VALORISATIONS REFLÈTENT DÉJÀ L'AMÉLIORATION DES TAUX DE DÉFAUT

La baisse attendue des taux de défaut a été un facteur majeur de la contraction des spreads. Les spreads de crédit des émetteurs à haut rendement émergents ont baissé de près de 200 points de base (pb) en un an pour s'établir à 445 pb en avril 2017. Aussi, combien sommes-nous rémunérés en plus du risque de défaut ? Selon notre calcul⁽¹⁾, nous estimons que les spreads supplémentaires du haut rendement émergent sont de l'ordre de 340 pb sur la base d'un taux de défaut de moins de 5 % en 2017. Par comparaison, ils étaient de 430 pb il y a un an. Toutefois,

cette analyse n'est véritablement pertinente que pour les investisseurs passifs achetant un indice et étant ainsi pleinement exposés au risque de défaut. En effet, l'on peut s'attendre à ce qu'une gestion active et une recherche approfondie permettent d'éviter les défauts et de bénéficier des spreads supplémentaires et des spreads rémunérant pour le risque de défaut.

Enfin, les taux de défaut ne sont pas le seul déterminant de la classe d'actifs dans la mesure où la contraction des spreads des obligations a également été révélatrice du regain d'appétit pour le risque et de l'environnement technique favorable grâce à une demande de dette émergente supérieure à une offre nette d'obligations toujours négative. Selon nous, l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques des pays émergents et l'environnement favorable prévu en matière de taux de défaut continuent d'offrir la possibilité de bénéficier de rendements attractifs sur les marchés obligataires émergents.

¹Nous prenons pour hypothèse : (i) des spreads de crédit reflétant une opinion prévisionnelle à six mois à l'égard des défauts ; et (ii) un taux de recouvrement de 35 % au sein de la dette émergente à haut rendement.

