

# I-CV repère les anges déchus pour une protection contre la deuxième vague

**OBLIGATIONS.** La société de recherche zurichoise invite les investisseurs à ne pas se fonder uniquement sur les ratings ni même les indicateurs de crédits.

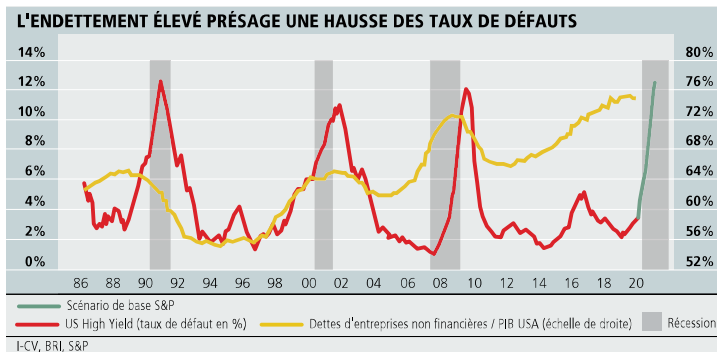
PIOTR KACZOR

La pandémie Covid-19 et, en parallèle, l'effondrement des cours du pétrole ont fait éclater la bulle obligataire qui s'était formée ces dernières années. Aussi, les entreprises dont la croissance des bénéfices a été inférieure à celle de leurs dettes – si celles-ci ont été investies dans des acquisitions ou rachats d'actions non productifs – apparaîtront au grand jour dans les trimestres à venir selon une expertise de la société de recherche obligataire indépendante I-CV, basée à Zurich.

Les analystes de la société ont procédé à une série de réduction de ratings sur la base de tests de résistance à grande échelle visant à mettre en évidence la vulnérabilité des modèles d'affaires de certains secteurs cycliques.

## Effet dilatoire des banques centrales

Mais surtout ils anticipent que les volumes obligataires dans la catégorie des anges déchus, autrement dit des sociétés notées dans la catégorie Investissement (IG), au moins BBB-, mais exposées à une dégradation en catégorie spéculative, se montent à un volume de 450 milliards de dollars en tout pour l'Union eu-



ropéenne et les Etats-Unis. D'autant que, à leurs yeux, les programmes de soutien mis en place par les banques centrales n'auront pour effet que de différer cette vague de dégradations, sans pouvoir l'empêcher.

Ils s'attendent par conséquent à ce que les agences de notation se montrent plus actives en août et en septembre, dans le sillage de la publication des résultats d'entreprises du deuxième trimestre 2020. Compte tenu de la faiblesse des indicateurs économiques, de l'augmentation des cas d'insolvabilité et des dangers de dégradations dans le segment BBB, les

analystes de la société jugent l'euphorie boursière actuelle dépourvue de fondements. Nombre d'entreprises ont en effet annulé leurs objectifs annuels au vu de l'ampleur et de la durée de la récession en cours, ainsi que des incertitudes liées à l'efficacité des mesures de soutien économique.

## Exemples d'anges déchus

Les taux provisionnels de défaillance d'entreprises ont d'ailleurs déjà atteint des points culminants et se situent même, dans le scénario de base, au-dessus des valeurs affichées durant la crise financière, souligne I-CV.

La société zurichoise avait par exemple déjà sorti de la catégorie Investissement (IG) les titres du spécialiste des machines d'emballages Bobst, noté BB+ depuis juillet 2019 et du groupe immobilier bâlois HIAG, noté BB depuis septembre. Dans la liste des anges déchus (ou fallen angels) de la société zurichoise, figurent aussi les noms d'Accor Hotels et du groupe technologique Infineon. Mais les analystes d'I-CV craignent surtout que les agences établies réduisent à leur tour les notes de crédit d'entreprises actives dans des secteurs cycliques, considérant qu'un certain nom-

bre d'entre elles sont exposées au risque de figurer dans cette catégorie des anges déchus, notamment le groupe chimique bâlois Clariant, la compagnie aérienne easyJet, ainsi que le numéro trois mondial des parfums et arômes IFF ou l'armateur danois AP Moeller Maersk.

## Risques de tumultes

Analyste crédit Senior chez I-CV, Fabian Keller ne manque pas d'avertir que certaines de ces dégradations de ratings à venir pourraient donner lieu à des tumultes sur les marchés. D'où l'importance pour les investisseurs d'assainir leurs portefeuilles obligataires suffisamment tôt pour se protéger contre la deuxième vague de la pandémie. La chute du groupe allemand Wirecard, montre une fois de plus, selon I-CV, qu'il ne suffit pas de s'appuyer sur les ratings des agences de notation, ni même sur les principaux indicateurs de solvabilité.

## Holcim et Implemia intéressants dans le segment BBB-

I-CV privilégie dès lors les émetteurs des secteurs défensifs, en particulier dans les télécommunications, la pharma, la santé ainsi que l'approvisionnement en énergie, par exemple les instru-

ments subordonnés de EDP ou de Enel, car ceux-ci comptent parmi les gagnants de la phase actuelle.

«DANS LES INSTRUMENTS DE CRÉDITS, IL N'Y A PAS EN SOI DE MAUVAIS INVESTISSEMENTS, MAIS SEULEMENT DES RISQUES MAL (RÉ)COMPENSÉS», SOULIGNENT LES SPÉCIALISTES DE I-CV.

La catégorie de débiteurs BBB- n'en recèle pas moins des opportunités d'investissement, même dans le segment cyclique, lorsque les modèles d'affaires et profils financiers font preuve d'une certaine résistance aux crises, à l'exemple notamment de Holcim et d'Implemia ou du groupe industriel allemand Schaeffler. Et même le segment des débiteurs notés BB-, en comparaison avec le segment IG, peut lui aussi offrir des rendements intéressants après une phase d'extension des écarts de taux ou des primes de risques. Car ainsi que le rappellent les spécialistes de I-CV : «dans les instruments de crédits, il n'y a pas en soi de mauvais investissements, mais seulement des risques mal (ré)compensés». ■

## Les taux négatifs ne sont pas près de disparaître

**POLITIQUE MONÉTAIRE.** Le virus et la crise qui a suivi ont encore renforcé l'appréciation du franc contre laquelle la BNS lutte.

La pandémie a durablement installé le mécanisme de taux négatifs, selon Thomas Jordan, président de la BNS. Le Covid-19 et la crise qu'il a provoquée ont renforcé l'appréciation du franc, un problème devenu structurel au fil des années.

Afin de répondre aux défis économiques posés par le coronavirus, la BNS s'est appuyée sur deux instruments auxquels elle avait recouru avant l'éclatement de la crise, à savoir les taux négatifs et l'intervention dans le marché des changes, a expliqué M. Jordan. Ces deux mesures visent à freiner l'appréciation du franc, renforcée par la pandémie et la vague d'incertitudes qu'elle a répandue dans le monde, poussant les flux de capitaux vers le franc, considérée comme une valeur refuge.

Cette tendance a été renforcée par la baisse des taux d'intérêts décidée par d'autres banques centrales. L'assouplissement monétaire s'est traduit par une diminution des rendements à l'étranger, par un resserrement de l'écart initial avec le taux suisse et donc par une pression sur le franc. — (awp)

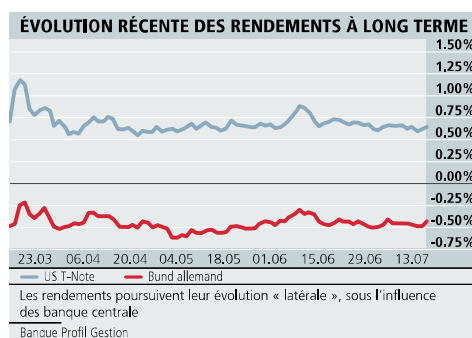
# Un optimisme aux fondations très précaires

**OBLIGATAIRE.** Privés d'actifs sans risque rémunérés, les investisseurs continuent à plébisciter les actions.

FRANÇOIS CHRISTEN

Avérée, la «deuxième vague» de Covid-19 aux USA ne fait pas obstacle à une progression des indices boursiers. Parallèlement, les emprunts du Trésor présentent des rendements en légère baisse, notamment sur les échéances longues (-4 points de base, à 0,66 % pour le T-Note à dix ans). On observe ainsi une dissonance entre l'optimisme qui s'exprime à Wall Street et l'avertissement transmis par l'aplatissement de la courbe des rendements en dollars US. Il faut toutefois se garder d'accorder trop d'importance aux signaux émis sur un marché où la Réserve Fédérale joue désormais un rôle prépondérant.

En réalité, la dissonance la plus troublante réside dans la complète indifférence des marchés financiers face à l'évolution inquiétante de la pandémie de Covid-19. L'émergence de foyers d'infections régionaux aux USA a conduit le nombre de nouveaux cas détectés quotidiennement au-delà de 60.000! A elle seule, la Floride comptait 15.000 nouveaux cas ce dimanche. Le nombre de décès n'a certes pas augmenté dans les mêmes proportions, et on peut imputer une partie de l'augmentation des cas à un dépistage accru. Cela étant, les courbes de décès et d'hospitalisation sont réparties à



la hausse, et les capacités hospitalières sont déjà amplement utilisées dans certaines régions. Épargnés en mars-avril, les États «républicains» du sud constituent le nouvel épice de la crise sanitaire aux USA.

## Reprise en V

A l'échelle mondiale, le tableau n'est guère réjouissant. Le coronavirus continue à se propager à un rythme soutenu dans de nombreuses régions, telles que l'Amérique latine, l'Inde, le Moyen-Orient. L'Europe n'est pas épargnée, car il s'y développe des nouveaux foyers dans les pays de l'est qui avaient été relativement épargnés le printemps passé et plusieurs pays, dont la Suisse, sont confrontés à l'émergence de nouveaux foyers d'infection qui

semblent, pour l'heure, encore sous contrôle (grâce aux mesures de traçage et de quarantaine). La persistance du Covid-19 remet en question le scénario de «reprise en V» qui a commencé à se matérialiser en mai. Après un fort rebond post-confinement, l'horizon s'assombrit pour le second semestre 2020 et pour 2021, à défaut de vaccin ou de progrès thérapeutiques tangibles. Pour certains secteurs d'activité, comme le transport aérien ou les événements impliquant de grands rassemblements (sport, culture), aucun retour à la normale post-covid-19 ne se profile à l'horizon.

Parmi les indicateurs récents, le déficit budgétaire abyssal enregistré en juin retient l'attention en totalisant 864 milliards de dol-

lars selon le CBO, un montant proche du déficit réalisé sur l'ensemble de l'année fiscale 2018/19! Le déficit cumulé sur les neuf premiers de l'année fiscale atteint 2.700 milliards de dollars (contre 700 l'an passé). Par rapport à juin 2019, les recettes ont chuté de 28% (13% cumulés sur 9 mois), les dépenses ont bondi de 182% (+49% cumulés). Ces chiffres préfigurent un déficit budgétaire qui excédera 10% du PIB sur l'ensemble de l'année fiscale. Il convient de garder ce point à l'esprit avant de saluer la robustesse de la consommation privée durant le deuxième trimestre. Les circonstances justifiaient un dérapage budgétaire, mais le rééquilibrage des finances publiques pourrait entraver durablement la reprise après avoir limité les dégâts durant le deuxième trimestre à moins de poursuivre la fuite en avant jusqu'à la chute finale.

## Taux d'intérêt en euros stationnaires

En bref, l'optimisme qui s'exprime à Wall Street n'est pas solidement étayé au regard des menaces sanitaires qui continuent à planer sur l'économie mondiale. Relégué au second plan, l'antagonisme Chine-USA s'est aggravé avec la Covid-19 et les aspirations hégémoniques de la Chine de Xi Jinping. A cet égard, la flambée des actions chi-

noises alimentée par une propagande aux accents patriotiques invite aussi à la prise de profits et à un rééquilibrage vers des actifs peu risqués, peu cycliques, après un rebond aussi ample que rapide.

En Europe, les taux d'intérêt en euros sont stationnaires. Le rendement du Bund allemand à dix ans est quasiment inchangé, à -0,42%. La mise à jour des prévisions économiques de la Commission Européenne annonce une contraction du PIB plus sévère qu'escomptée le printemps passé (-8,7% ou lieu de -7,7% en 2020, suivi d'un rebond de 6,1% en 2021). L'inflation est attendue à 0,3% cette année, puis à 1,1% l'an prochain. Les indicateurs récents mettent en lumière un rebond marqué de la production industrielle en France et en Italie (respectivement 20% et 42% par rapport à avril), laquelle reste néanmoins plus de 20 % inférieure aux niveaux observés en mai 2019.

Pour conclure ce survol, il n'y a rien à signaler du côté des primes de risque de crédit qui sont stationnaires tant pour les entreprises de la catégorie «Investment Grade» (1,5% en moyenne globalement) que pour le segment spéculatif «High Yield» où le spread moyen excède légèrement 6%.

Barque Profil de Gestion à Genève