

OBLIGATIONS

Progresser dans la qualité du crédit pour une meilleure durabilité

October 10, 2018

Certaines obligations investment grade sont plus risquées que ne l'indique leur notation, tandis que les obligations à haut rendement ont bénéficié de quelques effets positifs. Parallèlement, un grand nombre d'accords de prêts bancaires favorise désormais les emprunteurs par rapport aux prêteurs. Glenn Voyles, Marc Kremer, Matt Fey, Brian French et Reema Agarwal du Franklin Templeton Fixed Income Group se penchent sur ces aspects de l'univers du crédit aujourd'hui. Ils expliquent de quelle manière la recherche dédiée au crédit et l'orientation à long terme les aident à percevoir la durabilité des flux de trésorerie dans les entreprises qu'ils analysent et décrivent de quelle façon ils négocient de meilleures conditions pour les contrats de crédit.

En tant qu'investisseurs à long terme, notre recherche dédiée au crédit vise dans une large mesure à déterminer si les entreprises sont en mesure de rembourser leur dette tout au long d'un cycle de crédit. Dans l'univers encombré à l'heure actuelle des obligations notées investment grade, notre recherche nous aide également à distinguer les sociétés surendettées de celles dont l'endettement est raisonnable et les business models durables. Dans le segment du haut rendement, nous observons une dynamique différente de celle du vaste univers IG. Compte tenu de la contraction de l'offre, les obligations à haut rendement ont tiré parti de certains atouts.

C'est une toute autre histoire s'agissant du marché des prêts bancaires qui rivalise désormais avec le haut rendement en termes de taille.^[1] La demande des investisseurs dépassant l'offre des prêts bancaires, nous observons un nombre croissant d'investisseurs abandonner le contrôle des conditions de crédit. Cela pourrait être source de difficultés lors du changement du cycle du crédit.

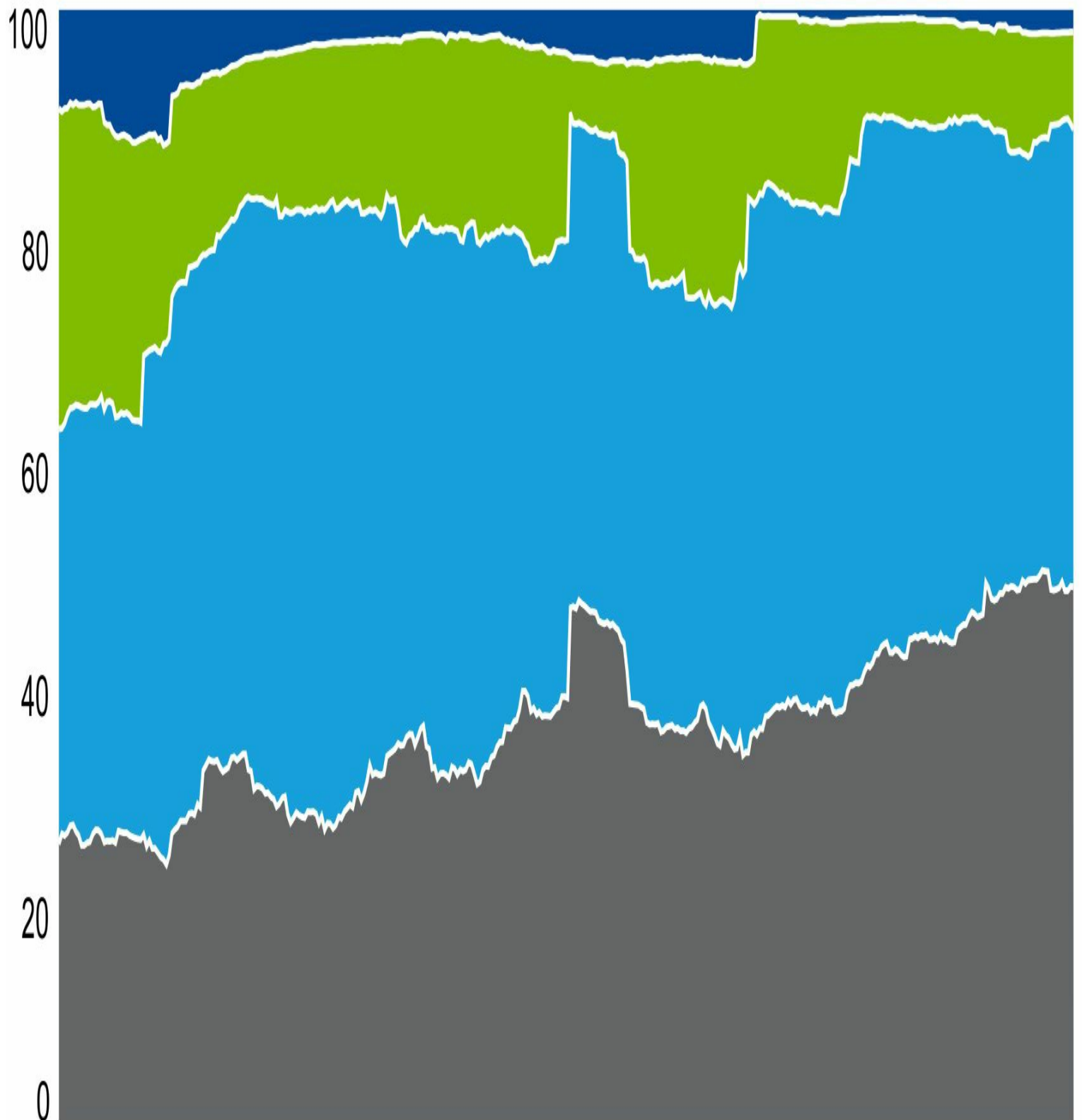
OBLIGATIONS INVESTMENT GRADE

Le sceau de l'agrément investment grade confère souvent un statut de sécurité que certains investisseurs pourraient mal interpréter. D'après notre expérience, nous savons que ces obligations peuvent toujours être volatiles si les conditions économiques au sens large se dégradent ou pour des raisons propres à l'entreprise. Pour mieux évaluer les risques d'une obligation notée investment grade par rapport à une autre, certains investisseurs examinent les notations de crédit d'agences telles que Moody's et Standard & Poor's. Historiquement, la grande majorité des obligations d'entreprise IG a affiché les meilleures notations de crédit, telles que les désignations AAA, AA et A par l'agence S&P.

Néanmoins, la notation de l'univers IG a constamment diminué ces dernières années. Dans le sillage de la faiblesse des taux d'intérêt, bon nombre d'entreprises ont émis plus de dette pour financer des projets, acquérir de nouvelles entreprises et même racheter des parts de capitaux propres. À mesure d'une contraction toujours plus excessive d'emprunts par les entreprises, les niveaux d'endettement ont augmenté et les indicateurs de crédit ont chuté. Les obligations notées BBB (la notation la plus basse de l'univers IG) représentent désormais près de la moitié des titres IG, en hausse depuis la part de 25 % dans les années 1990, comme le montre le graphique précédent.



Dégradation de la qualité de crédit dans la catégorie investment grade



Aug 1988 Jun 1991 Avr 1994 Fév 1997 Déc 1999 Oct 2002 Aug 2005 Jun 2008 Avr 2011 Fév 2014 Déc 2016



Source : Indice Bloomberg Barclays US Corporate, juillet 2018.

Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement.
Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée.

Compte tenu du caractère tardif du cycle de crédit actuel, certains investisseurs pourraient trouver judicieux de sortir totalement de l'univers des titres notés BBB et de remonter dans l'échelle de la notation de crédit. Nous pensons que progresser en termes de solvabilité fait sens. Nous n'avons toutefois pas besoin de sortir complètement du vaste univers de la notation BBB du fait de nos recherches approfondies en matière de crédit. Grâce à notre propre analyse, nous cherchons à identifier les entreprises notées BBB qui ont, selon nous, le potentiel de générer des flux de trésorerie solides, même au sein de secteurs concurrentiels et évoluant rapidement.

Survie du plus fort

Le pouvoir disruptif d'Amazon est un thème de haute visibilité donnant vie à des changements sectoriels durables et à une concurrence offensive. L'achat de Whole Foods par Amazon en juin 2017 a assombri le paysage des chaînes d'épicerie américaines. Du jour au lendemain, les marchés ont réagi en procédant à une baisse sans discernement des actions de vente au détail dans le secteur de l'épicerie, tandis que les spreads se sont creusés pour les obligations.

Dans le cas de Kroger, la principale chaîne de supermarchés traditionnelle américaine en termes de revenus,^[2] nous avons pensé que le marché obligataire surréagissait. L'envergure de Kroger lui confère d'énormes avantages en termes de coûts par rapport à ses concurrents de taille plus restreinte. Mais Kroger s'oppose également à d'immenses magasins discount bien pourvus en ressources humaines tels que Wal-Mart et l'allemand Aldi qui ont décimé des épicerie pourtant bien établies au Royaume-Uni. En tant qu'exploitant hautement performant, Kroger dispose d'une réputation enviable pour générer des flux de trésorerie robustes en dépit de concurrents puissants.

Le groupe Kroger est-il donc équipé pour affronter ses semblables d'Amazon ? Nous pensons que oui. Kroger possède plus de 1 000 magasins click-and-collect où les clients peuvent commander leurs produits en ligne, l'objectif étant de doubler cette empreinte cette année. Le groupe met aussi l'accent sur la livraison de nourriture à domicile et teste les kits de repas préparés à l'avance. La direction tire aussi pleinement parti de son importante base d'analyses de données clients, accumulées au fil des décennies. En comprenant les comportements, les besoins et les modèles de clients, Kroger adapte ses promotions de vente pour accroître les visites renouvelées.

Kroger possède également toutes les qualités fondamentales que nous recherchons auprès d'un émetteur d'obligations intéressant : une position concurrentielle défendable, une capacité éprouvée à générer des flux de trésorerie et une équipe de gestion intelligente et avant-gardiste prête à affronter Amazon.

OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT

Les spreads resserrés, sur le marché du haut rendement d'aujourd'hui, n'offrent pas beaucoup de marge de manœuvre à ce stade tardif du cycle de crédit. Et pourtant, cette année[3], les obligations à haut rendement ont largement surperformé le crédit IG jusqu'ici. Cela s'explique en partie par le fait que les durations à haut rendement[4] sont généralement plus courtes que celles des obligations d'entreprise IG et moins sensibles au relèvement des taux par la Fed. Mais nous avons trouvé une autre raison d'apprécier le haut rendement : la contraction de l'offre.

Turbulences macroéconomiques positives

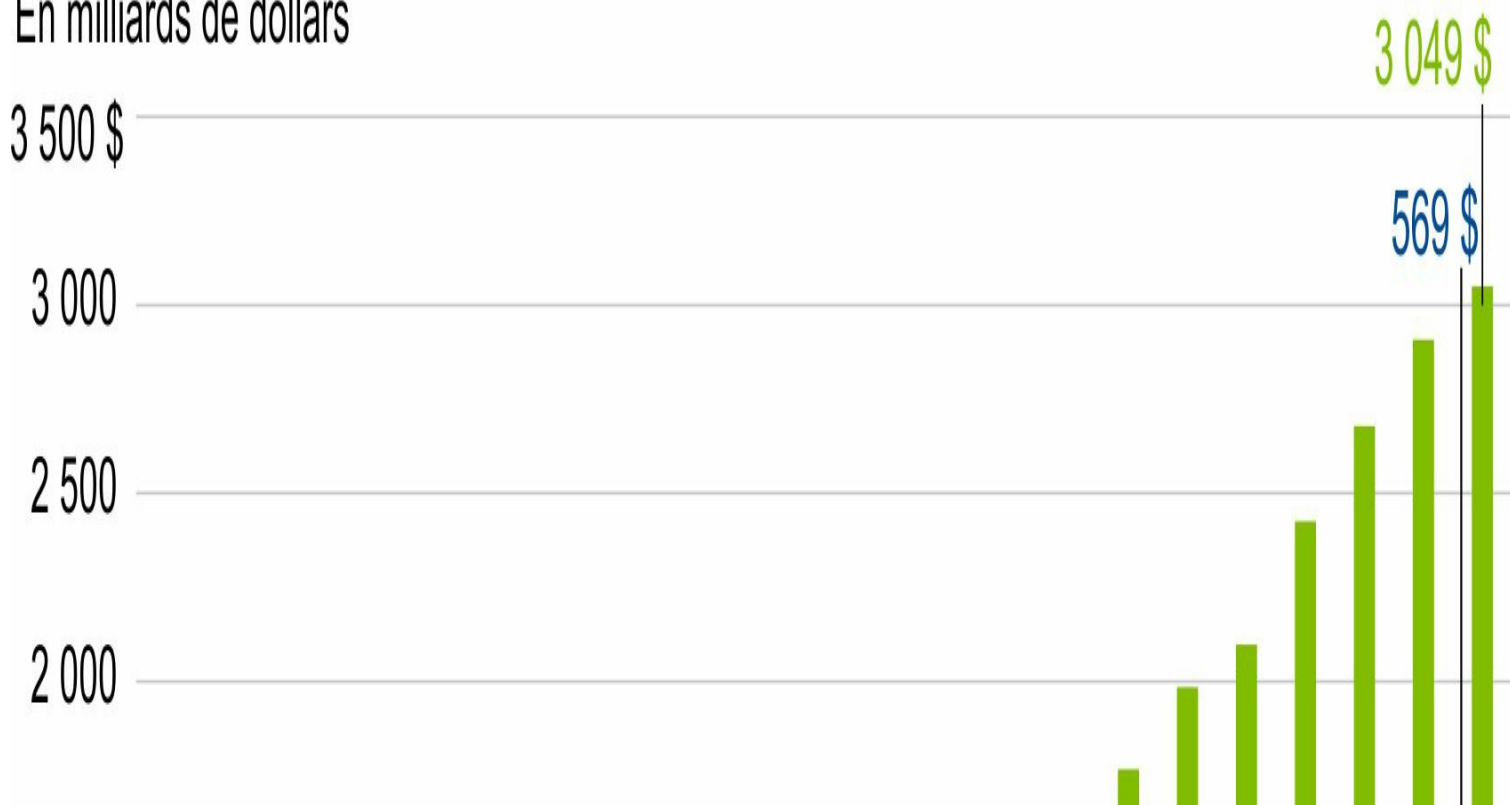
Contrairement à l'augmentation constante des nouvelles émissions IG, les nouvelles émissions nettes à haut rendement ont été négatives au cours des dernières années,[5] alors que davantage d'entités à haut rendement choisissent de lever des capitaux au moyen de prêts à effet de levier. Cela signifie qu'il y a moins d'arrivées d'obligations à haut rendement sur le marché que de retraits. La contraction de l'offre devrait donner aux obligations à haut rendement un élan technique positif pouvant encourager les valorisations, une tendance que ne connaissent pas les obligations investment grade. La gamme la plus basse des obligations IG (notation BBB) incline désormais la balance à plus de 3 000 milliards de dollars, contre seulement 569 milliards de dollars pour les obligations à haut rendement notées BB, comme le montre le graphique ci-dessous.

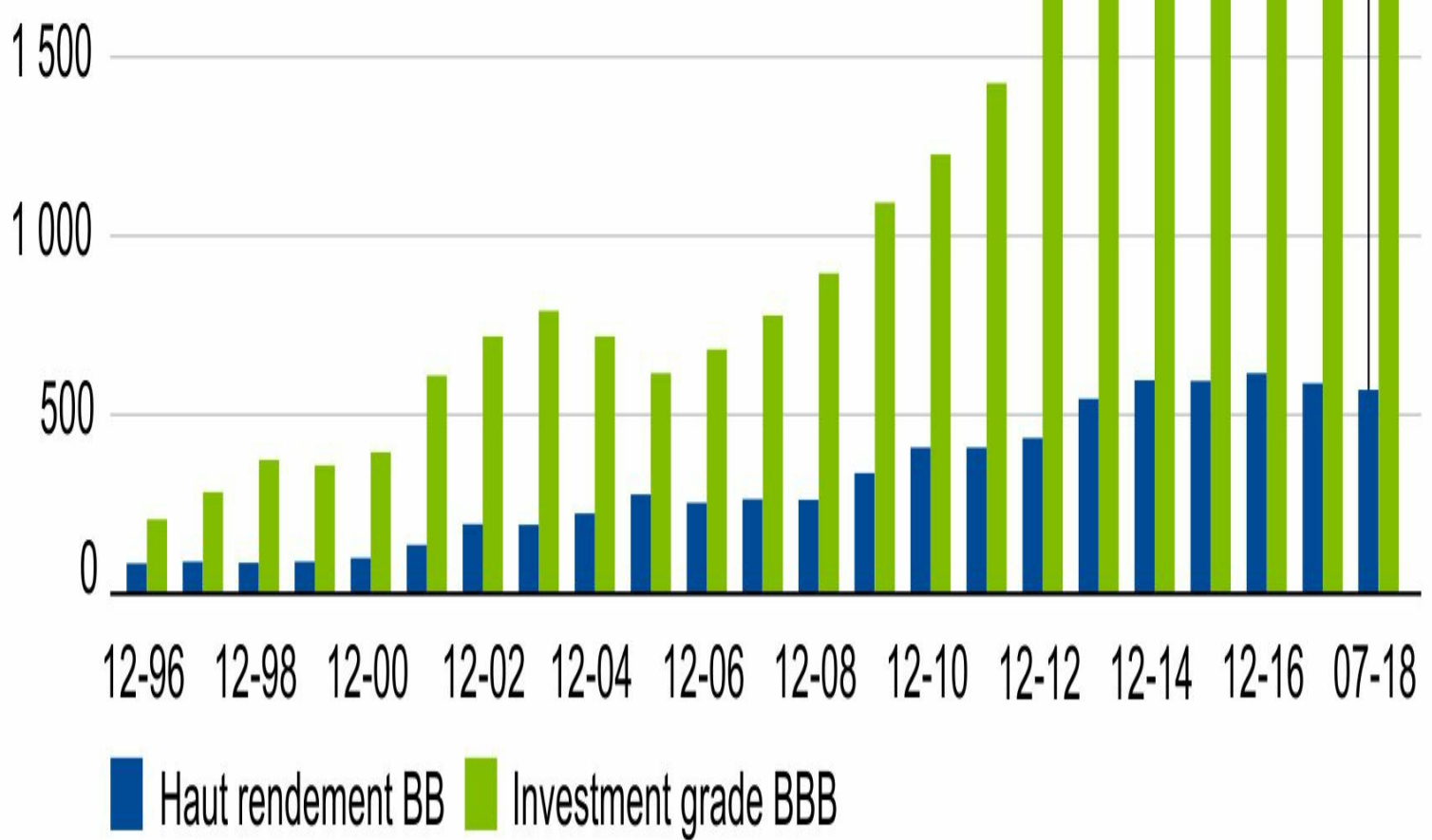


FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

S'établissant à 3 000 milliards de dollars, les obligations investment grade notées BBB éclipsent les obligations à haut rendement notées BB

En milliards de dollars





Source : Indice ICE BofAML BBB US Corporate, indice ICE BofAML BB US High Yield, juillet 2018.
 Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement.
 Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée.

Les taux de défaut relativement bas, actuellement inférieurs à la moyenne historique, sont un autre moteur potentiel pour les valorisations à haut rendement.^[6] L'effondrement des cours des matières premières en 2015 a alimenté ce scénario, parallèlement au plongeon massif des cours pétroliers en février 2016. À l'instar d'un nettoyage vigoureux, la correction des cours des matières premières a permis d'éliminer les acteurs surendettés du secteur énergétique, ouvrant, selon nous, désormais la voie à davantage de stabilité.

Indépendamment de ces mouvements macroéconomiques favorables, nos capacités de recherche en termes de crédit demeurent indispensables pour éviter les débâcles d'une entreprise et pour découvrir des opportunités que d'autres pourraient occulter. Le cas de Bausch Health Companies (Bausch) illustre également la révélation de réalités différentes par une recherche minutieuse et une actualité sensationnelle.

Anciennement connue sous le nom de Valeant, Bausch est une entreprise pharmaceutique et dédiée à la santé des consommateurs. En 2015, tandis que de nombreuses sociétés pharmaceutiques réalisaient des bénéfices records, le marché a plébiscité Valeant en menant ses parts de capitaux propres à des valorisations extrêmes. Lorsque la société Valeant a comparu devant le Congrès américain pour débattre des prix des médicaments, elle a été mise en cause par un vendeur à découvert de grande envergure. Rapidement, des rumeurs de fraude à grande échelle et de faillite potentielle ont déferlé et ses actions ont plongé. Bien que les préoccupations en matière de fixation de prix aient été légitimes, nous avons émis l'idée que les médias et certaines parties prenantes audibles avaient fortement exagéré les risques encourus par Valeant.

Notre analyste de crédit dans le domaine de la santé a fait fi du tintamarre du marché et n'a pas hésité à examiner le portefeuille de produits et les projets en développement de Valeant. Deux segments de Valeant, Bausch & Lomb et Salix, ont immédiatement attiré son attention. Ces deux segments ont eu des produits attrayants, des flux de trésorerie solides et des homologues dont les valorisations d'entreprises ont largement dépassé ce que le marché avait alloué à Valeant. Bausch & Lomb a octroyé à Valeant une certaine stabilité financière et une diversification des revenus, l'entreprise ne réagissant pas à l'expiration de brevets comme une société pharmaceutique classique. Les principaux atouts de Bausch & Lomb ont été sa marque bien connue auprès des consommateurs et les ventes réitérées de produits de base comme les lentilles de contact et les solutions salines. Les valorisations de ses homologues du secteur comme Cooper Cos. et Alcon ont été également bien supérieures à celles que les investisseurs avaient octroyées à Bausch & Lomb.

En évaluant Salix, nous avons estimé que le marché n'appréciait pas pleinement son expansion à venir dans le vaste marché du traitement des affections gastro-intestinales avec un produit existant peu en concurrence avec des traitements équivalents. En procédant à une évaluation globale, nous avons conclu que même avec une infime contribution de 1 500 autres produits de Valeant, les valorisations et flux de trésorerie de Bausch & Lomb et de Salix pourraient à eux seuls quasiment couvrir la dette de Valeant.

Quelle est la principale leçon que nous pouvons tirer de la situation de Bausch et de Kroger ? Les marchés et les investisseurs réagissent parfois de manière excessive aux gros titres. Les gérants de portefeuille ayant une orientation à long terme et la volonté d'effectuer leur propre analyse de crédit peuvent déceler des opportunités d'investissement que d'autres peuvent négliger en raison de leur manque de vision.

PRÊTS BANCAIRES

Contrairement à la contraction du marché du haut rendement, l'offre de prêts bancaires a doublé depuis 2010, atteignant désormais plus de 1 000 milliards de dollars, selon S&P Global Market Intelligence. Néanmoins, la demande des investisseurs dépasse cette offre du fait de la forte performance relative dans le contexte actuel de hausse des taux. Avec autant de capitaux en quête de prêts bancaires, nous avons constaté une érosion constante des normes en termes de prêts bancaires, favorisant selon nous les emprunteurs au détriment des investisseurs. Fait notable, les prêteurs sont en train de perdre tout pouvoir à l'égard des évolutions des taux de référence, ce qui a des implications majeures pour les rendements futurs. Examinons de plus près ces changements déconcertants pour les contrats de crédit.

La hausse des taux accélère la demande

L'un des principaux attraits des prêts bancaires est leur taux variable. Contrairement aux obligations à taux fixe, les coupons des prêts bancaires s'adaptent aux environnements de hausse des taux, car ils sont liés au London Interbank Offer Rate (LIBOR). Ce taux de référence représente le taux d'intérêt moyen appliqué entre les principales banques pour les prêts. Cette flexibilité est attrayante pour les investisseurs cherchant à tirer parti de la hausse des revenus ou à éviter l'exposition à des taux d'intérêt négatifs que les obligations à taux fixe peuvent supporter.

REMPACEMENT DU LIBOR : QUELLE EST LA PRINCIPALE PROBLÉMATIQUE ?

Jusqu'à présent cette année, cette flexibilité a été payante. Dans le sillage de deux relèvements de taux par la Fed cette année, les prêts bancaires ont généré des rendements attrayants par rapport à certains homologues à taux fixe. À mesure de l'augmentation de la demande en prêts bancaires, nous avons observé une baisse constante des protections des prêteurs au sein des contrats de crédit. Les emprunteurs modifient ou suppriment des couvertures que les prêteurs considèrent comme intangibles, ce qui crée fréquemment un risque plus important pour les prêteurs. À titre d'exemple, les émetteurs de prêts bancaires intègrent des dispositions leur permettant d'émettre plus de dette, de verser des dividendes aux actionnaires et même de mettre des garanties hors de la portée des prêteurs. Ainsi, dans la foulée de la probable fin annoncée du taux LIBOR au mois de juillet dernier, une nouvelle vague de modifications des accords de crédit a retenu notre attention. Selon nous, davantage d'investisseurs devraient réagir et en prendre note.

Bien qu'il soit trop tôt pour savoir quel taux ou quelle méthodologie [remplacera au final le LIBOR](#), un nouveau taux de référence pourrait significativement affecter le marché des prêts bancaires et engendrer de la volatilité. Si le nouveau taux de référence ne reproduit pas fidèlement le rendement implicite ajusté au risque du LIBOR, cela pourrait conduire à un réajustement des spreads que les prêteurs appliquent et que les emprunteurs sont prêts à payer pour les prêts. En d'autres termes, en fonction du substitut du LIBOR, il existe une probabilité réelle de changement de valeur notable, soit de la part des prêteurs à destination des emprunteurs ou inversement.

Du fait d'une série de scandales liés à la fixation des taux du LIBOR, les banques ne seront plus tenues, à compter de 2021, de se baser sur le LIBOR.^[7] Bon nombre d'observateurs estiment que les banques cesseront de favoriser le LIBOR dans les prochaines années, même s'il n'existe pas encore d'équivalent comparable officiel. En réponse à ces changements prévus, les emprunteurs ont commencé à mettre en place de nouvelles dispositions d'accord de crédit, supprimant les droits des prêteurs à donner leur avis concernant les futures solutions de référence substitutives au LIBOR.

Plus précisément, l'agent administratif d'un émetteur est désormais en mesure d'identifier les futures solutions de référence alternatives au LIBOR, mais sans que les prêteurs aient leur mot à dire, ou en ne leur octroyant que cinq jours ouvrables pour les refuser. Dans ce dernier cas, à moins que la majorité des prêteurs dans le cadre d'un prêt syndiqué ne refuse par écrit la proposition d'alternative au LIBOR, le nouveau taux de référence devient effectif à la discrétion de l'agent.

Les emprunteurs enfreignent une règle essentielle

Selon nous, cette pratique enfreint une règle fondamentale des prêts bancaires : Toute proposition de réduction ou de modification des taux d'intérêt reçue par les prêteurs ne peut pas aboutir sans le consentement exprès des prêteurs. Selon nous, il est inapproprié d'imposer aux prêteurs de répondre par la négative (p. ex. se désengager) dans un délai de cinq jours ouvrables. Les prêteurs ne connaissent généralement pas leurs autres homologues dans le groupement, ou n'ont pas le temps nécessaire pour évoquer les atouts d'une solution particulière de remplacement du LIBOR en tout juste cinq jours. Nous estimons que ces actions risquent de désavantager les investisseurs dans le fait de voir leur revenu attendu changer, et ce, sans avoir le moindre mot à dire à ce sujet.

Nous ne croyons pas que ces dispositions portant sur la documentation des nouveaux prêts ou des prêts modifiés servent les meilleurs intérêts de nos clients. C'est pourquoi l'une de nos conditions avant d'investir réside dans le fait que les contrats de crédit octroient aux prêteurs le droit à un consentement préalable à tous changements propres au LIBOR. Dans plusieurs situations où nous avons observé des dispositions défavorables concernant le LIBOR et ayant été introduites dans les prêts que nous avons pour l'heure, nous avons soit éliminé, soit revu massivement à la baisse notre exposition à ces emprunteurs. En valeur nominale, seulement 17 % de nos positions actuelles en prêts bancaires comportent une clause de remplacement inacceptable du LIBOR. En comparaison, nous estimons actuellement que 50 % du marché élargi des prêts contient ce libellé de substitution.^[8]

L'assouplissement des accords de crédit combiné à des niveaux d'émission records devrait davantage justifier, et non moins, la vigilance des investisseurs. Et pourtant, bon nombre d'investisseurs acceptent passivement ces changements et signent la renonciation à l'un de leurs droits fondamentaux. Nous encourageons un plus grand nombre de gérants d'actifs à nous rejoindre dans la négociation de la suppression de la clause défavorable de remplacement du LIBOR dans les accords de crédit. Selon nous, les substituts au LIBOR dans les prêts bancaires syndiqués ne pourront pas progresser sans le consentement exprès de la majorité des prêteurs.

Recevez directement toutes les perspectives de Franklin Templeton Investments. Abonnez-vous au blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Pour recevoir des informations abrégées sur l'investissement, suivez-nous sur Twitter [@FTI_Global](#) et sur [LinkedIn](#).

Mentions légales importantes

Ce document reflète les analyses et opinions des auteurs au 7 septembre 2018, et peut différer des opinions d'autres gérants de portefeuille, équipes de gestion ou plateformes de Franklin Templeton Investments. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les analyses et opinions fournies sont seulement valables à la date du 7 septembre 2018 et peuvent changer sans préavis. Même si nous les considérons comme fiables, nous ne pouvons ni attester ni garantir l'exhaustivité et la précision des exposés de fait.

*Les entreprises et études de cas présentées ici sont utilisées uniquement à des fins d'illustration ; l'investissement peut ou non être détenu par tout portefeuille conseillé par Franklin Templeton Investments. Les opinions des gérants ne sont destinées qu'à fournir un aperçu de la manière dont les gérants analysent les titres. Les informations fournies ne constituent ni une recommandation ni des conseils individuels en investissement pour tout titre, stratégie ou produit de placement spécifique. Elles n'indiquent pas les intentions de négociation de tout portefeuille géré par Franklin Templeton. Il ne s'agit pas d'une analyse complète des données relatives à un secteur, un titre ou un investissement et elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'investissement. Ce document a pour but de fournir un aperçu du processus de sélection du portefeuille du conseiller. Les mesures prises à l'égard de cet investissement et sa performance ne sauraient être représentatives d'autres recommandations du conseiller. Les exposés de fait proviennent de sources considérées comme fiables, mais leur exhaustivité ou leur exactitude n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par le conseiller ou ses sociétés affiliées. Ces avis ne peuvent pas être considérés comme un conseil en investissement, une offre pour un titre spécifique ni une indication d'un quelconque objectif de vente ou d'achat pour un conseiller de Franklin Templeton. L'ensemble des positions du portefeuille est susceptible de varier. Par ailleurs, il ne faut pas supposer que les transactions sur titres évoquées ont été ou se révéleront rentables. **Les performances passées ne sont pas une garantie des performances futures.***

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute. Ces informations sont destinées uniquement aux résidents américains.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale. Les prix des obligations évoluent généralement dans le sens opposé des taux d'intérêt. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur d'un portefeuille obligataire peut reculer. Les investissements dans des obligations assorties d'une note de solvabilité faible comportent un plus grand risque de défaut et de perte du principal. Les investissements à l'étranger comportent des risques spécifiques, comme les variations des taux de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Les investissements sur les marchés émergents présentent d'ailleurs des risques accrus par rapport aux mêmes facteurs, en plus de ceux associés à leur taille inférieure et à leur liquidité plus limitée. Les titres de créance et les emprunts à taux variable ne sont habituellement pas considérés comme des placements de qualité. Les titres de créance et prêts à taux variable de qualité moindre et à haut rendement comportent un risque de défaut supérieur qui peut engendrer une perte du capital (si l'économie ralentit, ce risque sera accru). Les intérêts perçus sur des emprunts à taux variable varient en fonction de l'évolution des taux d'intérêt. Ainsi, les revenus tirés de ces emprunts augmentent lorsque les taux d'intérêt montent, mais ils diminuent lorsque les taux d'intérêt baissent. La valeur d'une obligation peut varier en fonction de l'assise financière de son émetteur ou de sa note de solvabilité.

[1] Source : Les données de S&P Global Market Intelligence, datées de mai 2018, montrent que le marché des prêts à effet de levier syndiqués aux États-Unis plafonne à 1 000 milliards USD.

[2] Source : Morningstar ; les ventes de Kroger pour l'exercice 2017 s'élevaient à 123 milliards USD. Voir www.franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

[3] Source : Indice Bloomberg Barclays US High Yield, indice Bloomberg Barclays US Corporate. Depuis le début de l'année jusqu'à septembre 2018. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion, et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des performances futures.

[4] La durée est une mesure de la sensibilité du prix (la valeur du capital) d'un investissement obligataire à une variation des taux d'intérêt. Elle est exprimée en nombre d'années.

[5] Source : Thomson Reuters Datastream 2017.

[6] Source : Données de JP Morgan.

[7] La Financial Conduct Authority (FCA) à Londres a procédé à ce communiqué concernant le LIBOR en juillet 2017.

[8] Compte tenu du flux important de nouvelles émissions de prêts bancaires, nous pensons que plus de 50 % des prêts bancaires sont actuellement dotés de dispositions de remplacement du LIBOR que nous considérons comme inacceptables. Nos estimations découlent du fait qu'environ 98 % des émissions de prêts depuis le début de l'année 2018 comportent cette clause de remplacement, selon la Loan Syndications & trading Association. 60 % des émissions de prêts de l'indice Credit Suisse Leveraged Loan disposaient d'une date effective ultérieure à juillet 2017, lorsque la décision de la FCA est entrée en vigueur.