

COMPRENDRE LE CYCLE DU CRÉDIT ACTUEL



Xavier Sanjurjo

Research and Product Manager
Asset Management

Voici deux ans, les banques centrales se sont lancées dans le resserrement monétaire le plus agressif depuis des décennies afin de restreindre les conditions de financement extraordinairement expansives déployées pendant la pandémie, mesures qui auront permis d'éviter une crise économique majeure en contenant la vague de défauts alors amorcée sur les marchés du crédit. Bénéficiant de la forte reprise économique, les fondamentaux d'entreprise ont retrouvé leurs niveaux d'avant COVID. Cette situation, ainsi que l'attrait renouvelé pour les rendements offerts, a attiré à nouveau les investisseurs sur le marché des obligations d'entreprises, qui a généré des performances de 8,40% pour les obligations américaines de qualité (IG) en 2023 et de 13,50% pour les obligations à haut rendement (HY).

Cependant, avec un cycle économique semblant bien avancé, une résurgence de la volatilité des taux d'intérêt due aux incertitudes relatives au *timing* d'un assouplissement par la Fed, des risques géopolitiques croissants et des valorisations de crédit serrées, comment se positionner sur les marchés obligataires ?

LE CYCLE DU CRÉDIT, UNE FEUILLE DE ROUTE POUR UN POSITIONNEMENT EFFICACE

Les cycles de crédit décrivent le schéma récurrent d'expansion et de contraction de la disponibilité et du coût du crédit au sein d'une économie. Ils se caractérisent par des changements dans les standards de prêt, la demande de crédit et les conditions générales du marché. Ils sont notamment influencés par les conditions économiques, la politique monétaire et le sentiment du marché et ont un impact important sur les coûts d'emprunt, les décisions d'investissement et l'activité économique globale. Les cycles de crédit consistent généralement en quatre phases : ralentissement, assainissement du crédit, reprise et expansion/fin du cycle.

OÙ EN SOMMES-NOUS DANS LE CYCLE ACTUEL ?

Un certain nombre d'indicateurs suggèrent que le cycle de crédit américain se situe actuellement dans sa phase d'expansion/fin de cycle, à commencer par une croissance économique solide bien qu'en déclin (1,6 % au 1er trimestre 2024 contre 3,4 % au 4e trimestre 2023) et une inflation de 3,5 % à fin mars, ce qui devrait forcer la Fed à maintenir sa politique restrictive plus longtemps.

Ces développements devraient restreindre davantage des conditions financières qui se sont considérablement assouplies depuis l'année dernière dans un contexte de croissance économique résiliente, permettant aux entreprises de se refinancer sur les marchés des capitaux, bien qu'à un coût plus élevé. Selon les indices ICE BofA, les rendements offerts sur les marchés américains des obligations d'entreprise IG s'élèvent ainsi à 5,74% (proches de leur plus haut niveau sur 15 ans) et à 8,29% pour les obligations HY.

« La marge de manœuvre de la Fed se réduit. »

Des rendements plus élevés, une liquidité abondante et un appétit pour le risque soutenu (comme en témoigne la surperformance des segments de crédit les plus risqués sur ces deux dernières années) auront ainsi contribué à un regain d'intérêt pour la dette d'entreprise, entraînant un resserrement significatif des spreads de crédit, désormais à des niveaux historiquement bas.

Cet accès aux marchés des capitaux a ainsi permis aux émetteurs d'améliorer le profil de maturité de leur dette, réduisant a priori leur risque de refinancement dans les années à venir. Leurs fondamentaux se sont également fortement améliorés au lendemain de la pandémie, bénéficiant d'une forte reprise économique, avec des ratios d'endettement et de solvabilité retrouvant les niveaux d'avant COVID. Toutefois, nous constatons une légère détérioration dernièrement en raison de la hausse des coûts d'emprunt et du ralentissement de la croissance des bénéfices.

Il est peu probable que cette légère détérioration déclenche une vague massive de défauts pour l'heure, mais des fissures apparaissent. Ainsi, S&P a récemment signalé le plus grand nombre de défauts au niveau mondial depuis 2009 sur l'année à fin février, avec des défauts concentrés sur les notations CCC. Nonobstant,

S&P prévoit un taux de défaut sur la dette spéculative américaine contenu à 4,75% d'ici la fin de l'année (contre 4,5% en 2023), tout en mentionnant un taux de 6,75% dans son scénario pessimiste de récession et d'inflation persistante, obligeant la Fed à maintenir ses taux directeurs à un niveau durablement élevé... Un scénario qui deviendrait soudainement plus plausible en cas de matérialisation de l'un des nombreux risques latents actuels et qui ferait entrer le cycle du crédit dans la phase de ralentissement !

IMPLICATIONS POUR LES PORTEFEUILLES À REVENU FIXE

Si la Fed semble être parvenue à faire atterrir l'économie américaine en douceur dans le cycle de resserrement monétaire actuel, les risques de turbulences sont nombreux, le plus significatif étant une inflation obstinément élevée. La marge de manœuvre de la Fed se réduit et elle semble préparer les marchés à des taux durablement hauts, ce qui continuera sans doute à générer de la volatilité sur les marchés de taux et de crédit.

Si l'on se réfère à l'histoire, ces considérations, ainsi que les niveaux de valorisation actuellement serrés, plaident en faveur d'un positionnement prudent sur les marchés des obligations d'entreprise, impliquant une réduction du risque de crédit en portefeuille et favorisant les obligations IG de haute qualité ainsi que les bons du Trésor américain.



REYL
INTESA SANPAOLO

INFORMATION IMPORTANTE - Le présent contenu est mis à disposition par REYL & Cie SA et/ou ses sociétés affiliées (ci-après dénommées « REYL ») uniquement à des fins d'information et sans intention de constituer une demande ou une offre, une recommandation ou un conseil d'acquiescer ou de vendre des droits dans tous instruments financiers qui y sont mentionnés, ni d'effectuer toute transaction ou de devenir partie à toute transaction de tout type que ce soit, notamment avec tout destinataire qui n'est pas un investisseur qualifié, autorisé, professionnel et/ou institutionnel. Le présent contenu est destiné à la seule utilisation du destinataire et ne peut être ni communiqué, ni imprimé, téléchargé, utilisé, ni reproduit à d'autres fins. Il n'est pas destiné à être distribué/proposé à ou utilisé par des personnes physiques ou morales qui sont ressortissantes d'un pays ou soumises à une juridiction dont les lois ou réglementations interdiraient une telle offre/distribution ou utilisation. Bien que REYL mette tout en œuvre pour obtenir des informations issues de sources qu'elle estime être fiables, ni REYL, ni ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires n'assument aucune responsabilité relative au présent contenu, et ne donnent aucune garantie que les données mentionnées soient exactes, exhaustives ou dignes de confiance. Ainsi, REYL n'assume aucune responsabilité eu égard à toute perte résultant de l'utilisation du présent contenu. Les informations, avis et évaluations contenus dans le présent document s'appliqueront au moment de sa publication, et pourront être révoqués ou modifiés sans préavis. Le présent contenu est uniquement destiné aux destinataires qui comprennent les risques encourus et sont capables de les assumer. Avant d'effectuer toute transaction, les destinataires doivent déterminer si l'instrument financier mentionné dans le contenu correspond à leur situation particulière et doivent s'assurer d'évaluer de manière indépendante (avec leurs conseillers professionnels) les risques spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, fiscales et comptables et les conditions d'éligibilité de tout achat, toute détention ou vente des instruments financiers mentionnés dans le contenu. REYL, ses administrateurs, représentants, employés, agents ou actionnaires peuvent avoir des intérêts dans des instruments financiers décrits dans les présentes et/ou être liés par des engagements de souscription auxdits instruments. REYL ne donne aucune garantie concernant l'adéquation des informations, des avis ou des instruments financiers mentionnés. Les données historiques relatives à la performance des instruments financiers ou des actifs sous-jacents ne sont pas une indication de la performance future. Le présent contenu a été compilé par un service de REYL qui ne constitue pas une unité organisationnelle responsable de la recherche financière. REYL est soumise à des obligations réglementaires distinctes, et certains services et/ou instruments financiers peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions ou à tous les types de destinataires. Les destinataires devront dès lors se conformer à toutes les lois et réglementations applicables. Le présent document ne vise pas à offrir des services, et/ou des instruments financiers dans des pays ou juridictions dans lesquels ladite offre serait illégale en vertu des lois et réglementations locales applicables.



SUCCESS. TOGETHER.