

## POINT DE VUE

### Dénicher des opportunités sur les marchés crédit

---

Octobre 2021

**Jim Cielinski, CFA**  
Responsable mondial de la gestion obligataire

Jim Cielinski, responsable mondial de la gestion obligataire, affirme que les performances générées facilement par les obligations d'entreprises depuis la reprise post-COVID sont largement révolues, mais qu'il est encore possible de dénicher des opportunités grâce à une approche sélective.

#### Principaux points à retenir

- *Les valorisations sont élevées mais reflètent un environnement économique et politique favorable au crédit.*
- *Grâce aux programmes de vaccination et à la réouverture des économies, l'actualité ne se focalise plus autant sur la pandémie ; d'autres facteurs commencent à influencer les marchés et certains risques spécifiques sont susceptibles de prendre de l'ampleur.*
- *La hausse de l'inflation n'est pas nécessairement néfaste au crédit, mais la suppression progressive des mesures monétaires accommodantes risque d'entraîner une plus grande divergence des politiques et une volatilité accrue.*

---

Dans l'hémisphère nord, l'automne offre un environnement propice à la pousse des champignons. Pourtant, le plus convoité d'entre eux – la truffe blanche, vénérée pour sa saveur – reste obstinément enterrée. Elle ne révèle ses merveilleux arômes qu'à ceux qui sont prêts à faire l'effort de chercher. Cela nécessite généralement plusieurs années d'expérience, le flair d'un compagnon canin, ainsi que des connaissances topographiques et biologiques.

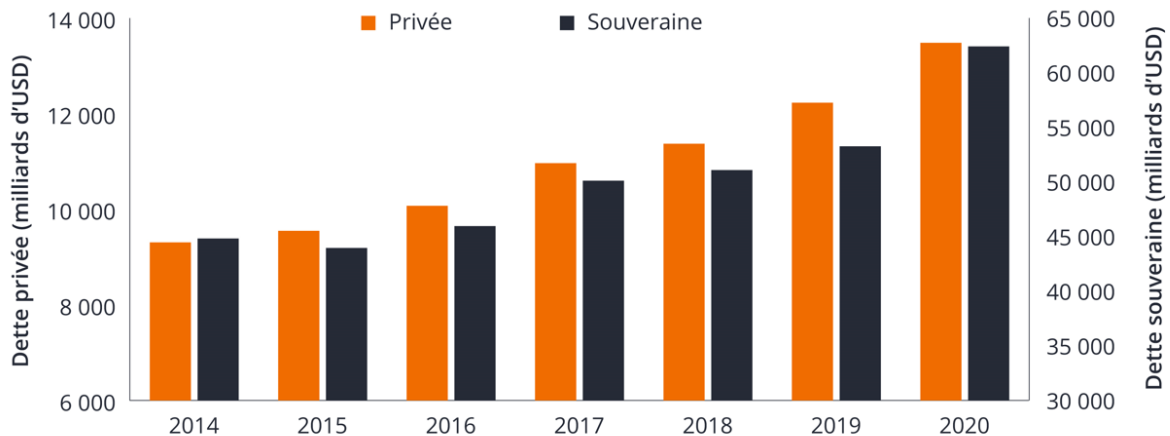
Le parallèle que nous pouvons dresser avec les chasseurs de truffes, c'est l'effort croissant qui est nécessaire pour dénicher des opportunités sur les marchés du crédit. Il est attribuable en partie aux valorisations élevées et en partie au fait que certains facteurs favorables à l'économie commencent à s'estomper. La volatilité pourrait augmenter et certains risques spécifiques sont omniprésents. Les opportunités sont bien présentes, mais elles sont souvent dissimulées.

#### Niveaux d'endettement et valorisations

Les efforts de vaccination se sont intensifiés pendant la majeure partie de l'année 2021, même s'ils ont été principalement le fait des pays riches et développés. Les perspectives et la réalité de la réouverture des économies ont créé des conditions favorables à l'envolée des bénéfices et à la hausse des flux de trésorerie. Sans surprises, les actifs à risque des marchés dérivés ont rebondi à mesure que les investisseurs anticipaient cette amélioration. Début septembre, les actions américaines, représentées par l'indice S&P 500®, se sont hissées à un sommet historique. Les spreads des obligations américaines high yield, bien qu'encore au-dessus de leurs plus bas niveaux historiques, ont perdu tout l'élargissement induit par la COVID. L'Europe a connu une situation similaire, mais la région Asie-Pacifique et les marchés émergents ont été confrontés à une période plus difficile.

L'endettement a grimpé en flèche pendant la pandémie, mais il bénéficie de coûts de service de la dette bien maîtrisés. L'argent facile et la liquidité ont encore alimenté l'appétit pour les actifs risqués. La question de savoir si les conditions de financement faciles constituent un contexte favorable ou encouragent les excès, continuera de se poser tout au long de l'année prochaine. L'encours de la dette, tant souveraine que privée, atteint des sommets, comme le montre le graphique 1a. D'autre part, le graphique 1b indique que la dette en tant que proportion des capitaux propres est proche de son plus bas niveau historique. Cela est sans doute plus révélateur des valorisations élevées sur les marchés actions que des niveaux d'endettement des entreprises.

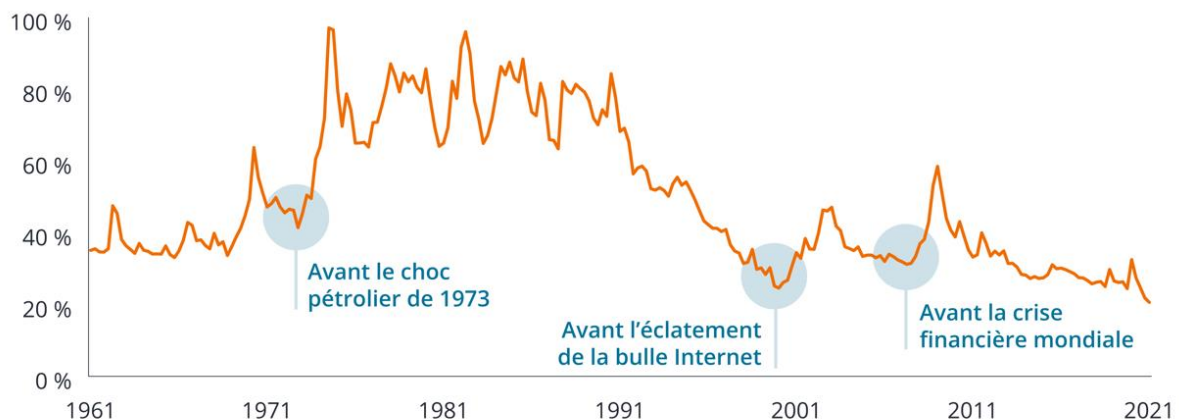
**Graphique 1a : l'encours total de la dette atteint des niveaux record**



Source : indice Janus Henderson de la dette souveraine, avril 2021, (comprend la dette publique des pays qui représentent 88 % du produit intérieur brut mondial) ; indice Janus Henderson de la dette privée, juillet 2021, (comprend la dette des 900 plus grandes entreprises non financières du monde).

**Graphique 1b : le ratio dette/capitaux propres des entreprises américaines est au plus bas**

*Deette des entreprises non financières américaines en % de la valeur de marché des actions*



Source : FRED, Réserve fédérale de St Louis, dette des entreprises non financières américaines en pourcentage de la valeur de marché des actions, T1 1961 à T1 2021.

Quel montant de dette considère-t-on trop élevé ? Les deux indicateurs ne nous livrent guère de réponse. Un niveau d'endettement élevé ne signifie pas grand-chose si l'on ne comprend pas la capacité à assurer le service de cette dette ou la probabilité de perdre l'accès à de nouveaux capitaux. De même, les ratios d'endettement peuvent indiquer un environnement dans lequel un niveau élevé de capitaux propres permet aux porteurs d'obligations de se prémunir contre les pertes en capital. En

réalité, il est souvent le signe d'une valorisation excessive des actions et le signe avant-coureur d'un retournement cyclique. Les précédents points bas ont eu lieu avant la crise pétrolière de 1973, le krach Internet de 2000 et la crise financière mondiale de 2007-2009, lorsque de fortes corrections sur les marchés actions avaient entraîné une hausse des niveaux d'endettement en pourcentage des capitaux propres.

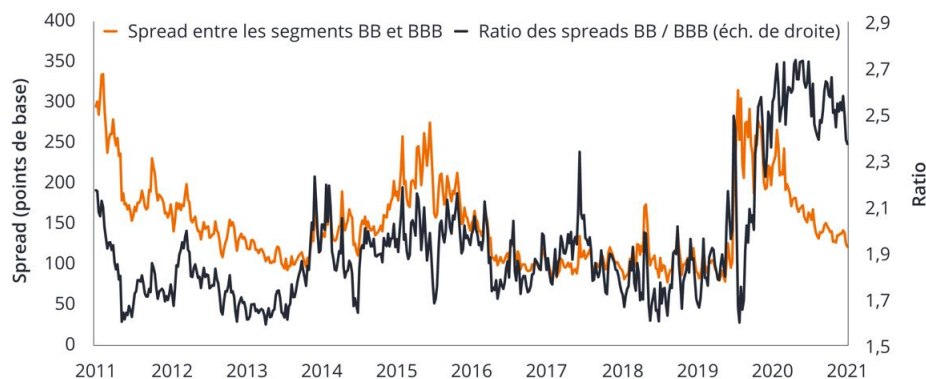
Les spreads de crédit présentent généralement une corrélation positive avec les marchés actions, et les valorisations élevées sur l'un ou l'autre de ces marchés, ou sur les deux, incitent à la prudence. Mais étant donné que les fondamentaux économiques restent solides et que la dernière crise est vraiment récente, nous pensons que toute correction des marchés actions sera faible dans son ampleur et de courte durée et que, de la même façon, tout épisode d'élargissement des spreads de crédit sera modeste. Les tendances en matière de liquidité devraient constituer le principal moteur de ces marchés en l'absence d'une détérioration des fondamentaux.

Les taux de défaut sont bas et continuent de chuter. Les prévisions à 12 mois de Moody's concernant les taux de défaut en Europe et aux États-Unis sont passées de 5,1 % et 8,9 % respectivement l'année dernière à 3,7 % et 3,1 % à la fin du mois de juillet 2021<sup>1</sup>. Les ratios d'endettement (mesurés par la dette brute divisée par le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) ont diminué. Morgan Stanley a noté que l'endettement brut moyen (ratio dette / bénéfices) des obligations d'entreprises américaines Investment grade est tombé à 2,4x les bénéfices, alors qu'il était proche de 3x en 2020. Aux États-Unis, l'endettement brut des obligations high yield est passé de 4,8x les bénéfices en 2020 à moins de 3,9x les bénéfices à la fin du deuxième trimestre 2021<sup>2</sup>. Selon nous, cette dynamique devrait se poursuivre au troisième trimestre.

Une grande partie de cette amélioration se reflète déjà dans les spreads, qui évoluent dans la partie basse de leur moyenne à long terme. Par exemple, début septembre 2021, les spreads des obligations mondiales high yield, mesurés par l'indice ICE BofA Global High Yield, valaient environ 50 points de base (pb) de plus que leur niveau le plus bas sur cinq ans (311 pb en 2018) et environ 130 pb de plus que leur plus bas niveau historique (233 pb en 2007<sup>3</sup>). Si cela offre encore une certaine marge de manœuvre pour un nouveau resserrement, le rapport risque/rendement s'équilibre.

Un tel environnement exige un effort plus concerté en termes d'analyse de crédit. Nous privilégions notamment l'identification des étoiles montantes (émetteurs susceptibles de voir leur note de crédit passer du high yield à Investment grade). Le passage à une notation supérieure s'accompagne généralement d'un resserrement des spreads au fil du temps. Actuellement, on observe un écart de spreads intéressant entre les obligations high yield notées BB et les obligations Investment grade notées BBB, comme l'illustre le graphique 2. D'ailleurs, le rapport entre les spreads de crédit des obligations high yield notées BB et ceux des obligations Investment grade notées BBB se situe vers le haut de sa moyenne à 10 ans.

**Graphique 2 : la valorisation relative des obligations américaines notées BB et BBB reste élevée**



Source : Bloomberg, indice ICE BofA 1-10 Year BBB US Corporate, indice ICE BofA 1-10 year BB US High Yield, Govt OAS (spreads ajustés sur options), USD, 2 septembre 2011 au 3 septembre 2021.

## Retour de la multiplicité

En l'absence de nouveaux variants, le virus est de moins en moins un frein pour l'économie. Par conséquent, qu'est-ce qui pourrait bouleverser la situation paisible qui règne actuellement sur les marchés du crédit ?

La politique est toujours un paramètre imprévisible. On observe un changement de posture notable en Chine, où le Parti communiste réprime ce qu'il considère comme des zones anticoncurrentielles et cherche à améliorer l'égalité sociale. Cela s'est répercuté sur les secteurs, les investisseurs cherchant à recalibrer le potentiel de gains des entreprises.

Les hausses d'impôts font partie intégrante de la réflexion politique, que ce soit pour financer les changements démographiques structurels – comme en témoigne le prélèvement de 1,25 % annoncé au Royaume-Uni pour aider à financer la protection sociale pour une population vieillissante – ou le changement de cap de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) sur les taxes numériques. Les discussions sur le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis, qui reviennent régulièrement sur la table, devraient animer les débats du Congrès américain et attirer l'attention sur les niveaux d'endettement à l'échelle mondiale. Ces questions devraient finir par s'estomper, mais elles comportent quand même des risques.

La Conférence des parties sur le changement climatique (COP 26) qui se tiendra à Glasgow (Écosse) en novembre, souligne également l'importance croissante du changement climatique et des questions de développement durable au sens large. La variété des sujets, de la tarification du carbone aux taxes potentielles sur le méthane, est susceptible à la fois d'augmenter les coûts pour les entreprises (à mesure que les facteurs externes sont évalués) et de créer des opportunités pour celles qui s'engagent en faveur du changement. Nous anticipons des gagnants et des perdants dans ce domaine, ainsi que vis-à-vis d'autres aspects liés aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Cependant, ce sont les chiffres de l'inflation et la politique des banques centrales qui consisteront les principales difficultés pour les marchés dans les mois à venir. La perturbation continue des chaînes d'approvisionnement complique les évaluations des banques centrales sur les perspectives d'inflation. Les banques centrales d'Europe de l'Est et d'Amérique latine ont déjà relevé leurs taux d'intérêt cette année, alors que les politiques mondiales commencent à diverger. Avec des rendements faibles, le risque de taux d'intérêt prend de l'ampleur sur les marchés du crédit, même dans des domaines où il était traditionnellement moins significatif. La Deutsche Bank a noté début septembre que 85 % des obligations américaines high yield généraient un rendement inférieur à l'IPC américain<sup>4</sup>. Les marchés estiment que l'inflation ne sera que provisoire.

## L'inflation : une préoccupation qui ne va pas s'estomper

On a souvent tendance à croire que l'inflation nuit aux obligations. Effectivement, la valeur réelle du coupon des obligations à coupon fixe va diminuer. Ce sont d'autres facteurs qui détermineront si cela se traduira par une performance totale positive ou négative pour les investisseurs. Quel est le rendement actuel ? Quelle est la durée de l'obligation ? Quels sont les revenus offerts par les alternatives d'investissement ? Plus important encore, l'inflation devient préoccupante lorsqu'elle oblige les banques centrales à s'inquiéter outre mesure. Le resserrement des politiques sera vraisemblablement à l'origine de la fin du cycle.

Une hausse de l'inflation et des rendements réels n'est pas nécessairement nuisible au crédit, puisqu'elle indique généralement une économie en croissance. Une amélioration de l'environnement de crédit qui contribue à réduire les spreads peut agir comme un contrepoids à la pression à la hausse sur les rendements. D'ailleurs, une étude de Morgan Stanley a comparé la surperformance des obligations américaines Investment grade et high yield dans différentes conditions (graphique 3) et a constaté que la hausse de l'inflation était généralement positive pour les performances, alors que les résultats de la hausse des rendements réels étaient plus mitigés.

**Graphique 3 : performance du crédit sous différents régimes d'inflation**

Performance hebdomadaire moyenne				Ratio de conformité			
US IG XS		Inflation		US IG XS		Inflation	
Rendement réel	Baisse	Neutre	Hausse	Rendement réel	Baisse	Neutre	Hausse
Baisse	-0,2 %	-0,1 %	0,2 %	Baisse	30 %	44 %	65 %
Neutre	-0,1 %	0,1 %	0,2 %	Neutre	44 %	67 %	74 %
Hausse	-0,2 %	0,1 %	0,2 %	Hausse	50 %	72 %	77 %

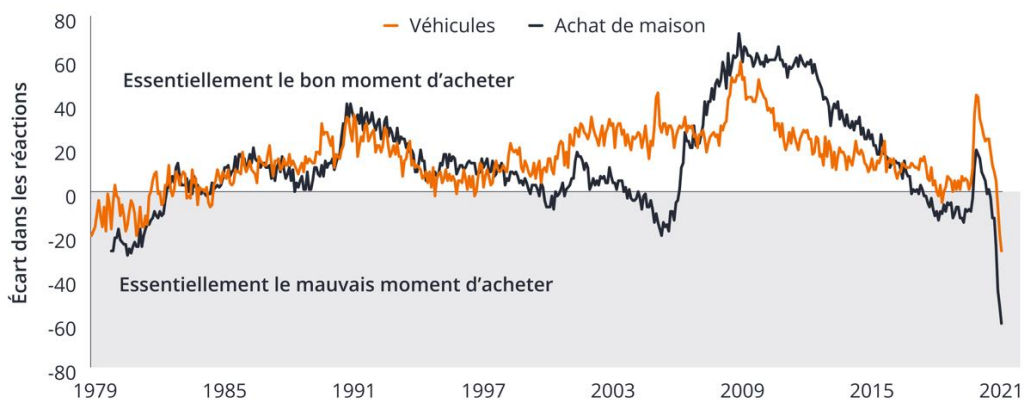
US HY XS		Inflation		US HY XS		Inflation	
Rendement réel	Baisse	Neutre	Hausse	Rendement réel	Baisse	Neutre	Hausse
Baisse	-0,7 %	-0,3 %	0,2 %	Baisse	22 %	40 %	62 %
Neutre	-0,4 %	0,1 %	0,5 %	Neutre	28 %	67 %	83 %
Hausse	-0,4 %	0,5 %	0,9 %	Hausse	53 %	85 %	88 %

Source : Morgan Stanley, janvier 2000 à juin 2021, Bloomberg US Corporate Bond Index (investment grade), Bloomberg US High Yield Index, performance exprimée en USD. Le ratio des résultats conformes reflète le pourcentage de semaines dans la fourchette donnée qui présentent des performances positives.

Nous devons également être conscients de l'impact que l'inflation peut avoir sur les différents acteurs économiques. La hausse des prix commence déjà à affecter les consommateurs, comme le montre le graphique 4. Les consommateurs commencent à appréhender les hausses de prix de manière négative en termes d'intentions d'achat.

**Graphique 4 : le bon ou le mauvais moment d'acheter en fonction des prix**

Le bon moment d'acheter (les prix sont bas) moins le mauvais moment d'acheter (les prix sont élevés)



Source : Université du Michigan, Enquêtes auprès des consommateurs, Tableau 38 : Raisons des opinions sur les conditions d'achat de véhicules, Tableau 42 : Raisons des opinions sur les conditions d'achat de maisons (prix relatifs), mai 1979 à juillet 2021.

L'inflation peut être préjudiciable si elle nuit à la demande ou si les autorités monétaires réagissent de manière agressive pour la contenir. Les marchés perçoivent la hausse de l'inflation comme transitoire et semblent juger les efforts progressifs des banques centrales pour lever le pied de l'accélérateur (réductions du PEPP par la Banque centrale européenne, assouplissement de la politique monétaire par la Banque fédérale d'Australie et changement de posture de la Réserve fédérale américaine) comme des réponses raisonnables à une économie en amélioration. C'est généralement un revirement de posture brutal qui affecte les marchés.

Nous convenons que l'évolution de l'inflation est essentiellement transitoire. Si cela devait effrayer les marchés, nous y verrions une opportunité d'achat. L'excédent d'épargne est actuellement une constante à travers le monde, et la plupart des épargnants recherchent du rendement. Une correction nous permettrait certainement de déceler un plus grand nombre d'opportunités.

<sup>1</sup> Source : Moody's, 10 août 2021.

<sup>2</sup> Morgan Stanley, 27 septembre 2021. Endettement brut = dette / résultat avant intérêts, impôts et amortissements.

<sup>3</sup> Source : Bloomberg, indice ICE BofA Global High Yield, 9 septembre 2021.

<sup>4</sup> Source : Deutsche Bank, Graphique du jour, 7 septembre 2021.

## Informations Presse

### Aurore Cantot

Consultante - Shan

**M** +33 6 09 96 00 70

**E** [aurore.cantot@shan.fr](mailto:aurore.cantot@shan.fr)

### Claire Hilbert

Consultante – Shan

**M** +33 6 15 80 91 30

**E** [claire.hilbert@shan.fr](mailto:claire.hilbert@shan.fr)

## A propos

Janus Henderson Group (JHG) est un gestionnaire d'actifs de premier plan et d'envergure internationale qui propose une gestion active. Il se consacre à aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs financiers à long terme grâce à une large gamme de solutions d'investissement, notamment les actions, les titres obligataires, les actions quantitatives, les stratégies multi-actifs et les stratégies alternatives.

Au 30 juin 2021, les actifs sous gestion de Janus Henderson se montaient à 428 Mds USD, ses effectifs étaient de plus de 2 000 collaborateurs et ses équipes étaient réparties dans 25 villes dans le monde. Basée à Londres, la société est cotée à la bourse de New York (NYSE) et à la bourse australienne (ASX).

**Ce communiqué de presse est destiné uniquement aux médias et ne doit pas être utilisé par des investisseurs particuliers, des conseillers financiers ou des investisseurs institutionnels. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.**

Publié par Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis par Janus Capital International Limited (n° de reg. 3 594 615), Henderson Global Investors Limited (n° de reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n° de reg. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n° de reg. 2 606 646), (chacune enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE et réglementée par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (n° de reg. B22848 au 2 rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Henderson Secretarial Services Limited (société constituée et enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles, enregistrée sous le numéro 1471624, siège social 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE) est le nom sous lequel les services de secrétariat de la société sont effectués. Toutes ces sociétés sont des filiales à 100 % du Janus Henderson Group plc. (constituées et enregistrées à Jersey, sous le numéro 101484, et dont le siège social est situé au 13 Castle Street, St Helier, Jersey, JE1 1ES).

[Janus Henderson, Janus, Henderson, Intech, VelocityShares, Knowledge Shared, Knowledge. Shared et Knowledge Labs sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc. D10035