



Marché du crédit : 4 segments à considérer



Damien McCann
Directeur des investissements
Gérant de portefeuille



David Bradin
Directeur des
investissements obligataires

Ce qu'il faut retenir

- Malgré l'inflation galopante et la remontée des taux d'intérêt, on trouve encore des opportunités dans les quatre principaux segments du marché du crédit.
- Le segment *high yield* semble désormais plus solide, alors que le segment investment grade affiche des valorisations offrant un point d'entrée attrayant.
- Sur le segment de la dette des marchés émergents, en dépit de niveaux de spreads limités dans le contexte dégradé actuel, il reste des opportunités à saisir. Aux États-Unis, les finances saines des ménages offrent des entrées dans certains segments de la dette titrisée.
- Dans un environnement économique incertain, la prudence et une approche d'investissement diversifié continuent de s'imposer. Une exposition aux segments plus risqués des obligations *high yield* et de la dette émergente peut ainsi être

compensée par un positionnement sur les segments de meilleure qualité que sont les obligations investment grade et la dette titrisée.

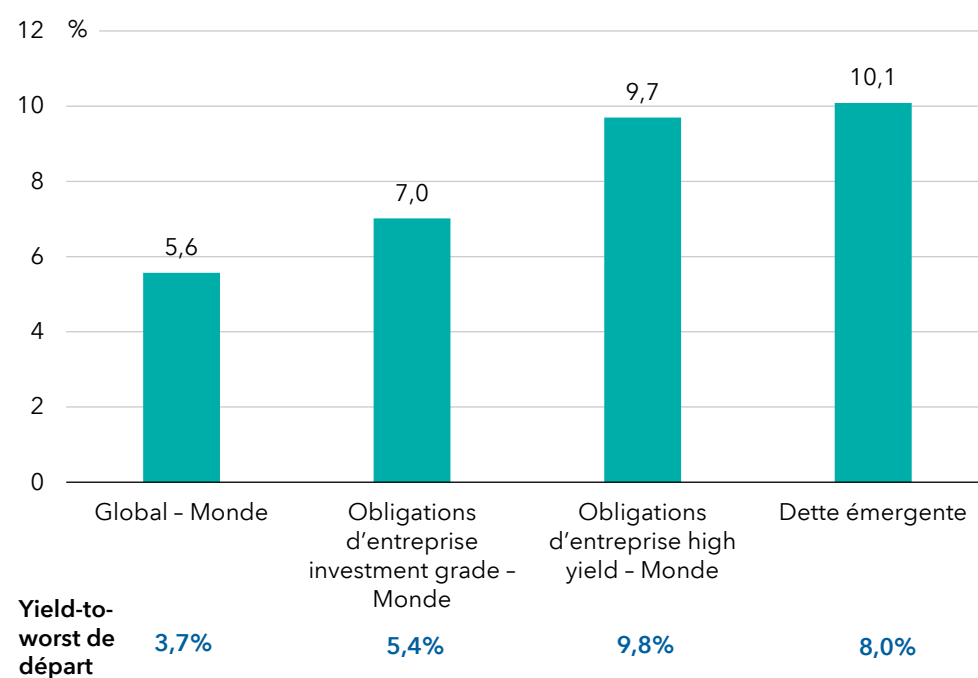
Avec une inflation toujours en hausse et une croissance mondiale qui s'essouffle, l'année 2022 met les marchés obligataires à rude épreuve.

Bien que l'incertitude puisse demeurer forte, les taux actuellement servis sur les nouvelles émissions obligataires offrent un bon point d'entrée aux investisseurs de long terme. Par rapport aux taux très bas que nous avons connus jusqu'à très récemment, les taux ont fortement augmenté tous segments obligataires confondus. Si l'on en croit les données passées, les taux actuels devraient donc améliorer les rendements totaux dans les années qui viennent.

Et sachant que des revenus supérieurs peuvent contribuer à amortir la volatilité des cours, les rendements totaux pourraient s'en trouver améliorés, offrant ainsi aux investisseurs orientés « revenus » la possibilité de s'exposer à des niveaux de revenus bien meilleurs, y compris sur les obligations « conventionnelles ».

Les données historiques montrent qu'aux taux obligataires actuels, les rendements totaux de long terme ont été solides

Résultats moyens à 5 ans aux taux récents (%)



Taux et rendements au 30 septembre 2022. Sources : Capital Group, Bloomberg. Les données remontent à 2000 pour tous les secteurs, hormis les marchés émergents (2003) et les marchés high yield (mars 2001). Sur la base des résultats mensuels moyens de chaque secteur dans un contexte de yield-to-worst situé à +/- 0,30 %. Taux par secteur correspondant aux indices Bloomberg Global Aggregate, Bloomberg Global Investment Grade Corporates, Bloomberg Global Corporate High Yield, 50 % J.P. Morgan EMBI Global Diversified/50 % J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified.

Mais l'univers obligataire est vaste, et il offre de nombreuses opportunités aux investisseurs en quête de valeur, grâce à la recherche fondamentale et à la sélection judicieuse de titres parmi les quatre grands segments du crédit : *high yield*, investment grade, marchés émergents et dette titrisée. Le fait de garder une vision de long terme et de recourir à une approche équilibrée peut ainsi contribuer à atténuer les effets de la volatilité.

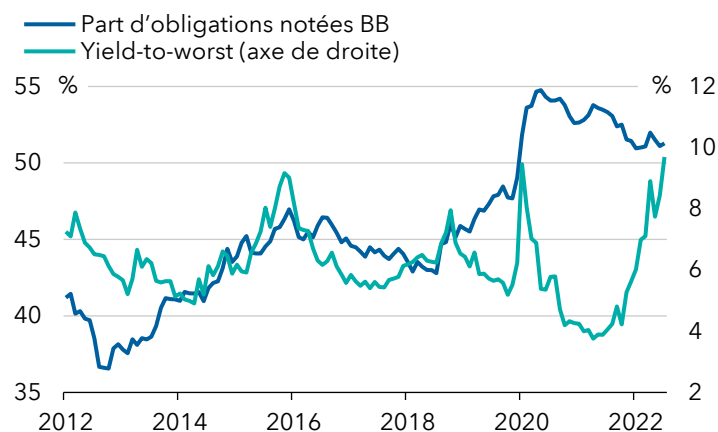
1. Obligations *high yield* : enfin des taux élevés

Avec des taux à 9,7 %, le marché américain des obligations *high yield* semble avoir retrouvé de son attrait et pourrait offrir des opportunités intéressantes aux investisseurs cherchant à renforcer leurs positions existantes, à condition que les fondamentaux restent de qualité malgré le ralentissement attendu de la croissance économique. Avec des fondamentaux désormais solides, cela faisait des années que cette classe d'actifs n'avait pas semblé aussi solide et stable : elle est plus vaste et diversifiée, avec une qualité du crédit globalement supérieure à ce qu'elle a pu être au cours d'autres périodes de ralentissement de la croissance. Les obligations notées BB représentent ainsi plus de la moitié du marché (voir graphique ci-après).

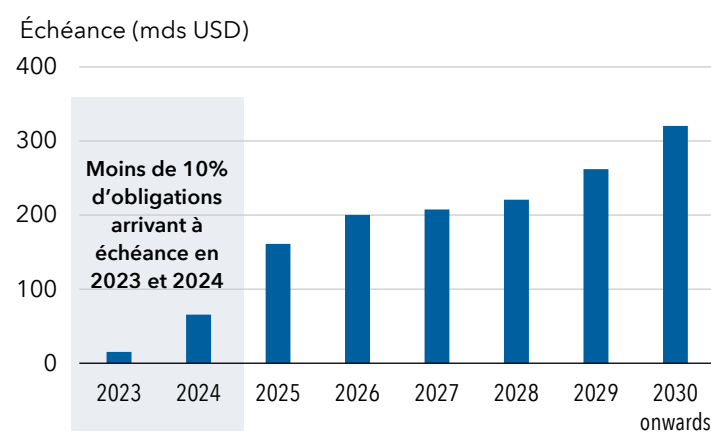
La vigilance est cependant de mise, car les spreads des titres *high yield* se sont moins élargis depuis le début de l'année que ceux d'autres segments obligataires de meilleure qualité. Une réappréciation des risques découlant d'une dégradation des indicateurs économiques pourrait donc avoir des conséquences disproportionnées sur ce segment. Ainsi, si l'économie américaine entre en récession, il faut s'attendre à ce que les obligations *high yield* sous-performent les obligations investment grade et la dette titrisée. Face à cette perspective, nous avons récemment réduit notre exposition.

Le segment *high yield* possède toutefois de nombreux atouts, dont l'absence de besoins de refinancement de grande ampleur à court terme. Certaines entreprises bien avisées ont en effet profité des taux exceptionnellement bas et de l'environnement favorable de crédit de ces dernières années pour sécuriser leurs besoins de refinancement à court terme et ainsi reporter leurs échéances de plusieurs années. Les volumes d'émissions nouvelles pourraient donc rester limités pendant encore une année.

Une qualité du crédit améliorée et des taux supérieurs~



Profil d'échéance du marché *high yield*†



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

~ Au 30 septembre 2022, d'après l'indice Bloomberg US High Yield Corporates Index 2% Issuer Cap. Source : Bloomberg.

† Au 30 septembre 2022, d'après l'indice Bloomberg US High Yield Corporate. Source : Bloomberg.

Par ailleurs, à 1,6 %¹, le taux de défaut des 12 derniers mois est historiquement faible. La dette dite « distressed », c'est-à-dire les obligations considérées comme étant en difficulté, constitue un indicateur avancé des défauts et représente actuellement 4 % à 6 % du segment *high yield*. D'après notre analyse, le taux de défaut pourrait donc progresser à nouveau, sans pour autant s'envoler.

Nous nous intéressons également aux obligations notées CCC ou moins, qui pèsent aujourd'hui seulement 13 % du marché *high yield*, contre 20 % en décembre 2007².

À en juger par les trois paramètres que nous venons de citer, à savoir 1) des taux de défaut historiquement bas, 2) des obligations « distressed » représentant 4-6 % du segment *high yield*, et 3) des obligations notées CCC et moins représentant 12 % du segment *high yield*, l'optimisme est donc de mise pour les obligations *high yield*.

En parallèle, sur le marché américain, grâce à sa durée moyenne inférieure à celle du segment *investment grade*³, la dette *high yield* est aujourd'hui moins sensible à la remontée des taux directeurs mise en œuvre par les banques centrales pour tenter de juguler l'inflation.

Le segment *high yield* fait partie intégrante d'une stratégie obligataire multi-secteurs, puisqu'il a tendance à générer un revenu supérieur sur le long terme, ce qui constitue le principal facteur contribuant au rendement total sur un cycle de marché complet. Ce segment à la fois vaste et diversifié offre une multitude d'opportunités aux investisseurs en quête de valeur, sous réserve d'une recherche fondamentale approfondie et d'une allocation adéquate des risques en termes de qualité et de secteur d'activité.

2. Obligations d'entreprise *investment grade* : une qualité élevée en dépit d'une sensibilité plus forte aux taux d'intérêt

À l'instar des autres segments obligataires, les obligations d'entreprise *investment grade* ont plongé de -18,7% depuis début 2022⁴. En contrepartie, les taux ont bondi à 5,7 %⁵, incitant de ce fait les gérants à renforcer la pondération de ce segment dans leurs portefeuilles.

La prudence est de mise dans le contexte d'une augmentation du risque de récession, ou du moins d'un ralentissement important de la croissance, car les spreads pourraient se creuser encore - sans toutefois atteindre les niveaux de ceux des obligations d'entreprise de qualité inférieure. Il est cependant peu probable qu'ils augmentent autant que lors des précédents épisodes de faible croissance économique, puisqu'ils sont déjà relativement larges.

1. Au 30 septembre 2022. Résultats sur 12 mois glissants. Source : JPMorgan.

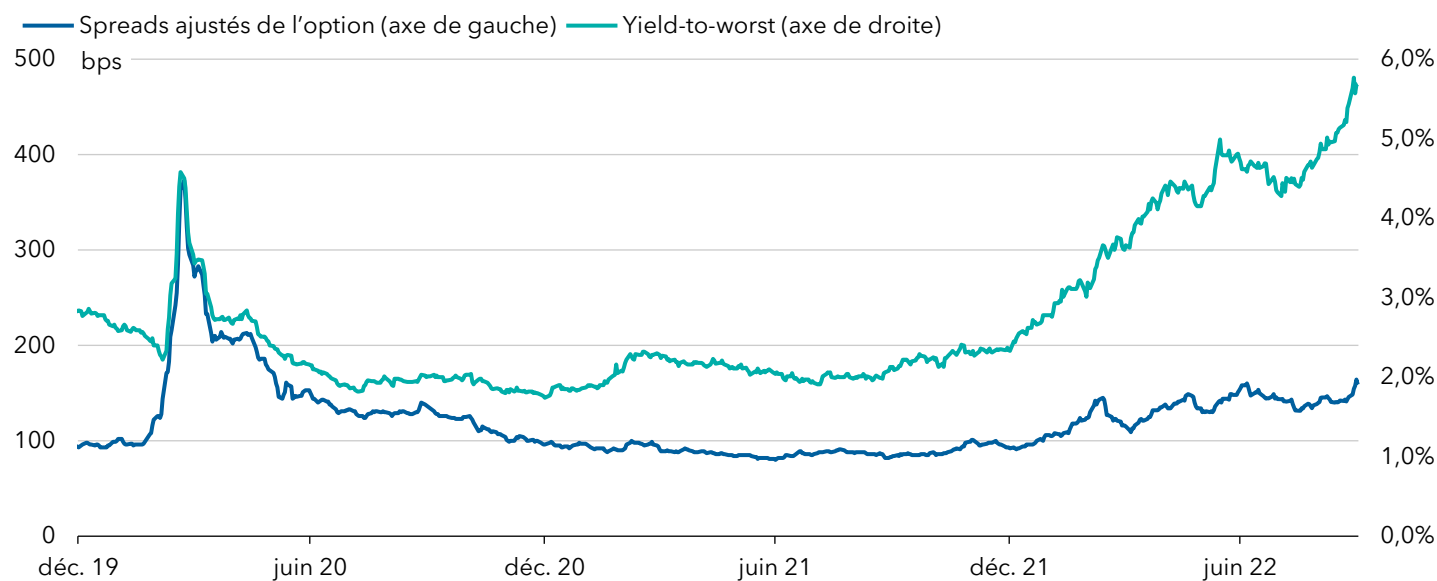
2. Au 30 septembre 2022. Indice Bloomberg US *High Yield Corporates 2% Issuer Cap*. Source : Bloomberg.

3. Au 30 septembre 2022, durée modifiée des indices Bloomberg US *High Yield Corporates 2% Issuer Cap* et Bloomberg US Corporate. Source : Bloomberg.

4. Au 30 septembre 2022. Données en USD, pour l'indice Bloomberg US Corporate. Sources : Bloomberg, Barclays.

5. Au 30 septembre 2022. Indice : Bloomberg US Corporate. Source : Bloomberg.

Spreads et rendements des obligations investment grade aux États-Unis



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

Données quotidiennes au 30 septembre 2022. Indice : Bloomberg US Corporate. pb : points de base.

Source : Bloomberg, Capital Group.

Pour le moment, les fondamentaux de crédit et la consommation des ménages se portent bien, mais pourraient se détériorer : le ralentissement de la croissance et l'inflation élevée présentent en effet des risques pour la résilience des profits des entreprises. Cela étant dit, une récession profonde ne correspond pas à notre scénario de base actuellement, étant donné l'excellente assise financière dont jouissent encore les émetteurs financiers et non financiers.

L'environnement macroéconomique étant très volatil en ce moment, une sélection soignée des entreprises et des secteurs reste essentielle. Les phases de volatilité peuvent néanmoins offrir des opportunités attrayantes à condition de recourir à la recherche fondamentale, qui constitue une source de valeur ajoutée.

Par ailleurs, les titres investment grade peuvent contribuer à renforcer la résilience et la stabilité des portefeuilles, en limitant le risque baissier lors d'épisodes de volatilité, et notamment de contraction économique. La durée des obligations investment grade s'étant allongée, leur composante taux d'intérêt contribue désormais plus largement au rendement total, ce qui pourrait leur permettre de mieux résister en cas de récession modérée et de reflux des taux d'intérêt. Enfin, ce segment étant de meilleure qualité que les titres *high yield*, ses spreads ont tendance à rester relativement étroits lorsque la croissance ralentit ou que les fondamentaux se dégradent.

3. La dette émergente permet de diversifier revenus et rendements

La dette des marchés émergents est aujourd'hui confrontée à de nombreuses difficultés, entre inflation persistante, essoufflement de la croissance mondiale, resserrement de la politique monétaire américaine, envolée du dollar US ou encore tensions géopolitiques - dont la guerre entre l'Ukraine et la Russie, ou encore le conflit entre la Chine et Taïwan. Nous sommes malgré tout confiants concernant les obligations souveraines et d'entreprise à plus haut rendement des marchés émergents, compte tenu de leurs faibles valorisations actuelles.

En dépit d'un vivier d'émetteurs plus limité que dans le segment des obligations d'entreprise, la dette émergente offre une ampleur et une diversité attrayantes, permettant aux investisseurs de moduler leur exposition à différents niveaux de qualité pour optimiser le profil de risque-rendement du secteur, sans que cela ait d'impact sur sa pondération globale au sein du portefeuille.

Sur le plan économique, l'inflation et la hausse du coût de la vie contribuent à creuser les déficits budgétaires à des niveaux proches de leurs précédents plus hauts. Et si la plupart des banques centrales des pays émergents se trouvent à la fin de leur cycle de resserrement monétaire, d'autres peinent à asseoir leur crédibilité, pénalisées par l'inflation élevée et la faiblesse de leur devise. La balance extérieure de nombreux pays s'est par ailleurs améliorée en raison des restrictions liées à la pandémie et de la dépréciation des devises, dépréciation qui se traduit cependant par une diminution des réserves de change.

Les spreads des obligations des marchés émergents sont élevés par rapport à leurs niveaux historiques (un chiffre en partie faussé par les émetteurs « distressed »), mais demeurent sans doute encore trop étroits face au contexte dégradé. Cette classe d'actifs continue donc de présenter des opportunités attrayantes, parmi les émetteurs d'obligations investment grade n'ayant pas de besoins immédiats de financement extérieur (Mexique, Panama, etc.), ou encore dans certains titres *high yield* disposant d'un accès au financement extérieur (Égypte, etc.).

Les obligations à plus haut rendement semblent également offrir quelques opportunités, notamment les titres les mieux notés - et donc jugés plus sûrs - dont les spreads se sont élargis dans des proportions similaires à celles du reste du segment *high yield* (République dominicaine, Sénégal, etc.).

En termes de perspectives, la possible fin de la politique zéro Covid en Chine pourrait donner un coup d'accélérateur à la croissance des économies émergentes, mais elle ne suffira pas à soutenir les prix des matières premières. En effet, le modèle de croissance chinois est en train d'atteindre ses limites et la « démondialisation » fait progressivement son chemin. La résolution du conflit entre l'Ukraine et la Russie pourrait quant à elle avoir un effet très positif pour les marchés émergents, mais elle n'est pas encore à l'ordre du jour. Dans l'ensemble, la faible croissance mondiale, l'inflation élevée et le relèvement rapide des taux directeurs américains sont autant de facteurs défavorables pour la dette en devise forte des pays émergents. Les investisseurs ont donc tout intérêt à se montrer sélectifs dans ce segment.

Les spreads sont élevés par rapport à leurs niveaux passés



Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.

Données au 21 septembre 2022. Source : JP Morgan, Bloomberg.

4. Dette titrisée : des opportunités potentielles issues de notre approche différenciée du comportement des consommateurs américains

Le marché américain de la dette titrisée comprend les ABS, les CMBS, les RMBS privés et les CLO⁶. Dans l'environnement actuel de resserrement des conditions de financement et de hausse des taux, nos gérants de portefeuille ont une préférence pour les ABS, en raison de notre approche différenciée du comportement des consommateurs américains. Grâce à un taux d'emploi élevé et à l'importante épargne accumulée du fait des plans de relance déployés pendant la crise sanitaire, les ménages américains affichent une situation financière solide qui devrait leur permettre de mieux résister au ralentissement économique à venir. Par rapport au point où nous en sommes dans le cycle, et compte tenu de la quantité de liquidités disponibles, les gérants de portefeuille préfèrent prendre un peu de risque de crédit supplémentaire plutôt que de renforcer leur exposition en duration.

Dans le segment des ABS, les prêts automobiles et étudiants – qui sont assortis d'une échéance plus courte et d'un risque de crédit plus important – peuvent constituer un bon moyen de diversification, en particulier pour les portefeuilles structurés de manière à générer des revenus et comprenant des obligations d'entreprise. Le risque de crédit associé aux prêts étudiants s'est amélioré depuis que le Président américain Joe Biden a annoncé sa volonté d'alléger la dette des emprunteurs, proposition dont la légalité est cependant contestée par ses opposants. Il ne s'agit pas d'effacer les prêts étudiants privés (les étudiants font souvent appel à des aides des secteurs public et privé), mais de réduire le fardeau moyen de ce type de dette. Si cette proposition est validée, elle pourrait offrir un catalyseur supplémentaire au secteur.

À la différence des ABS, les CMBS sont plus cycliques et exposés au ralentissement économique, en plus d'être assortis d'une échéance plus longue (liée à celle des prêts commerciaux). Dans le contexte actuel, nos gérants de portefeuille ont une préférence pour les titres considérés comme prioritaires dans la structure de capital, et ils évitent les tranches « mezzanine ».

Toujours sur le segment des CMBS, ils s'intéressent également à d'autres segments comme ceux des entrepôts, des centres de données ou encore des bâtiments industriels, qui ont tendance à bénéficier d'un profil de meilleure qualité que les immeubles de bureaux et de commerces, lesquels pâtissent d'une plus grande incertitude liée à la conjoncture dégradée.

L'exposition aux RMBS privés concerne principalement les instruments de transfert de risque de crédit, qui sont des prêts émis par des instances gouvernementales revendus au secteur privé. D'après les gérants de portefeuille, le principal obstacle sur ce marché est le risque qu'avec la hausse des taux d'intérêt, les emprunteurs cherchent à proroger l'échéance de leurs crédits immobiliers. Et ceux qui ont obtenu ou refinancé leurs crédits immobiliers à des taux inférieurs à 3 % durant la pandémie ne chercheront sans doute pas de sitôt à rembourser de manière anticipée. En conséquence, nous sommes très attentifs au risque de duration sur le marché des crédits immobiliers.

Les opportunités se multiplient dans le segment des CLO, mais les investisseurs doivent se montrer sélectifs et opportunistes en raison de facteurs techniques défavorables découlant des difficultés sur le marché britannique des fonds de pension, qui se traduisent par la vente de tranches de qualité supérieure.

6. ABS : asset-backed securities ; CMBS : commercial mortgage-backed securities ; RMBS : mortgage-backed securities, CLO : collateralised loan obligations.

L'offre de CLO sera donc pléthorique, ce qui pourrait faire fluctuer les spreads, sans compter que certaines banques américaines et asiatiques pourraient freiner leurs achats pour se prémunir de la volatilité ambiante. Nous continuons de surveiller ce segment dans la perspective de bénéficier de valorisations progressivement plus attrayantes.

Grâce à sa corrélation inférieure avec les obligations d'entreprise, la dette titrisée a donc toute sa place au sein d'un portefeuille obligataire bien diversifié. Et comme elle est portée par des fondamentaux différents de ceux de la dette souveraine et de la dette d'entreprise, la dette titrisée peut générer des résultats similaires, avec l'avantage supplémentaire de la diversification.

Le segment de la dette titrisée est plus petit et moins liquide que celui des obligations d'entreprise investment grade, avec un sous-segment de qualité plus étroit. Il est assorti d'une échéance courte et d'une bonne qualité du crédit, ce qui offre aux investisseurs la possibilité de bénéficier de taux attrayants et d'un profil défensif sur le long terme. En outre, les acteurs du marché négligeant la recherche sur ce segment, notre équipe d'analystes en créances titrisées peut proposer de nombreuses opportunités d'investissement actuellement sous-évaluées.

Conclusion

Les quatre segments de l'univers du crédit ont tous leur rôle à jouer dans un portefeuille en quête de revenus réguliers et sur le long terme. D'une part, les segments du high yield et de la dette émergente, aux revenus élevés mais risqués, sont compensés par les segments de la dette d'entreprise et de la dette titrisée, défensifs et de meilleure qualité. D'autre part, les durations plus courtes des titres high yield et des créances titrisées viennent équilibrer la sensibilité aux taux des segments investment grade et de la dette émergente. Et dans l'ensemble, les corrélations entre spreads de crédit (ou la tendance des spreads de différents titres en portefeuille à suivre les mêmes mouvements) sont atténuées par l'apport de créances titrisées et de dette souveraine, deux segments qui sont portés par des fondamentaux distincts de ceux de la dette d'entreprise high yield et investment grade.

Compte tenu du contexte économique incertain, il nous paraît plus important que jamais d'adopter une approche équilibrée et diversifiée du crédit.

Damien J. McCann est gérant de portefeuille obligataire chez Capital Group. Il possède 22 ans d'expérience en matière d'investissement, cumulée intégralement au sein de Capital Group. Il est titulaire d'une licence de gestion option finance de California State University (Northridge), ainsi que de la certification Chartered Financial Analyst® (CFA). Damien est basé à Los Angeles.

David Bradin est directeur des investissements obligataires chez Capital Group. Il possède 16 ans d'expérience en matière d'investissement et a rejoint Capital Group il y a 6 ans. Il est titulaire d'un MBA de l'université de Wake Forest et d'une licence de communication virtuelle de l'université de Caroline du Nord. David est basé à Los Angeles.

Avant d'investir, il convient de tenir compte des facteurs de risque suivants

- Le présent document n'a pas vocation à fournir un conseil d'investissement, ni à être considéré comme une recommandation personnalisée.
- La valeur des investissements et le revenu qu'ils génèrent ne sont pas constants dans le temps, et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer l'intégralité de leur mise initiale.
- Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.
- Si la devise dans laquelle vous investissez s'apprécie face à celle dans laquelle les investissements sous-jacents du fonds sont réalisés, alors la valeur de votre placement baissera. La couverture du risque de change vise à limiter ce phénomène, rien ne permet de garantir qu'elle sera totalement efficace.
- Les risques varient selon la stratégie et peuvent être associés à l'investissement dans les actifs obligataires, les instruments dérivés, les marchés émergents et/ou les titres à haut rendement (*high yield*). Les marchés émergents sont volatils et peuvent pâtir de problèmes de liquidité.

Le présent document est publié par Capital International Management Company Sàrl (« CIMC »), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, à titre d'information uniquement. CIMC est régie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et est filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). La société Capital Group s'efforce d'obtenir des informations de sources réputées fiables. Toutefois, elle ne peut certifier ni garantir leur exactitude, leur fiabilité ou encore leur caractère exhaustif. Le présent document n'a pas vocation à être complet ni à fournir un conseil d'investissement, fiscal ou autre.

En Suisse, le présent document est publié par Capital International Sàrl (société agréée et régie par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)), filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

© 2022 Capital Group. Tous droits réservés. **CR-426425 STR BE CH FR LU (FR) P**