

# Perspectives des marchés du crédit pour 2021 Des jours meilleurs, mais à un certain prix

Décembre 2020

Selon toute vraisemblance, la situation économique devrait s'améliorer en 2021, mais il faudra à coup sûr déployer une gestion active et clairvoyante pour investir sur les marchés du crédit dont les valorisations sont élevées.

Muzinich & Co

#### Points clés



### Crédit - Poursuite du resserrement des *spreads* et de la quête de rendement, alors que les facteurs techniques devraient rester favorables en 2021

- La réévaluation à la hausse des perspectives économiques due à l'arrivée du vaccin devrait entraîner un profond rééquilibrage des portefeuilles, avec un probable réinvestissement des liquidités accumulées jusque-ici début 2021
- La quête de rendement constituera certainement le principal déterminant des allocations d'actifs en crédit. En effet, l'environnement de taux ultra-bas perdure, ce qui favorise une nouvelle compression des spreads, alors que des volumes très importants de liquidités se déversent sur les marchés du crédit
- Les marchés high yield devraient bénéficier de meilleures perspectives cycliques et d'une réduction des risques de défaut/perte
- Nous identifions les meilleures opportunités sur les segments des obligations d'entreprises des marchés émergents, des obligations mondiales high yield et des leveraged loans dans le cadre d'une stratégie d'investissement axée sur le carry
- Nous privilégions les titres investment grade en euro à leurs homologues américains, et ce en raison du soutien de la Banque centrale européenne et de la réduction du volume de nouvelles émissions
- Sur le segment du crédit mondial, nous procédons à une rotation prudente des portefeuilles en faveur des secteurs « en phase de redémarrage », tels que l'automobile et l'énergie, en prêtant attention aux forces et aux faiblesses du bilan de chaque entreprise

### Environnement macroéconomique - Une amélioration qui nécessitera de nouvelles mesures de soutien budgétaire et monétaire

- La reprise devrait rester inégale en 2021 et il est peu probable que les politiques budgétaires soient durcies dans un avenir proche. Un soutien continu des politiques monétaires sera nécessaire pour éviter un resserrement injustifié des conditions financières et pour maintenir le niveau modeste du coût du service de la dette
- Du fait de la persistance des faibles niveaux d'inflation dans les pays développés, les taux courts sont désormais « ancrés », et toute évolution des perspectives économiques se répercutera sur la pente des courbes
- Soutenue par des exportations dynamiques et une transmission à la demande intérieure, la reprise des économies émergentes est bien engagée, notamment en Chine. Le cycle haussier des prix des matières premières devrait profiter à l'Amérique latine

## Fondamentaux - Nouvelle amélioration attendue en 2021 grâce à la croissance des bénéfices, malgré des bilans toujours très liquides

- La tendance à l'amélioration des fondamentaux devrait se poursuivre en 2021, après les points bas touchés au premier semestre 2020
- Nous pensons que la croissance continue des bénéfices devrait progressivement réduire l'effet de levier, qui a atteint des niveaux élevés en 2020. Les entreprises pourraient vouloir conserver d'importantes liquidités dans leur bilan en guise d'assurance bon marché, au cas où la reprise économique serait inférieure aux attentes
- · Nous restons optimistes à l'égard des fallen angels pour 2021, tant sur le marché en dollar que sur celui en euro

#### Facteurs techniques - Grande rotation du cash vers la quête de rendement et diminution de l'offre

- La diminution des émissions brutes et l'appétence accrue des investisseurs pour le risque pourraient en 2021 contribuer à une nouvelle compression des spreads de crédit
- Les actifs offrant des rendements élevés devraient bénéficier de l'amélioration des perspectives économiques et de la baisse des risques de défaut
- La Banque centrale européenne devrait selon nous continuer à acheter des obligations d'entreprises, réduisant ainsi le risque d'une offre trop importante de nouvelles obligations émises par des sociétés non financières investment grade

#### Valorisations - De plus en plus élevées

- Compte tenu des niveaux déjà très faibles des spreads, les perspectives de l'investment grade (IG) en termes de performance totale seront probablement très tributaires de l'orientation des rendements nominaux, surtout aux États-Unis
- Un nouveau resserrement du différentiel de spread entre le high yield (HY) et l'IG est anticipé. Dans ce contexte, les titres émis par les sociétés notées B devraient continuer à progresser, avant que leurs valorisations ne soient jugées trop élevées
- La prime des marchés émergents est restée élevée en 2020, ce qui offre une opportunité en 2021 d'obtenir de meilleures performances grâce aux *spreads* et aux rendements
- Les leveraged loans pourraient offrir un carry plus élevé et un meilleur potentiel de convexité que les obligations. Nous anticipons également un regain de la demande des particuliers américains pour les leveraged loans. Enfin, les marchés de la zone euro et des États-Unis devraient en 2021 bénéficier d'une accélération des émissions de Collateralised Loan Obligation (CLO).



#### Erick Muller

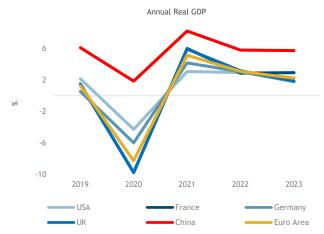
#### Directeur des produits et de la stratégie d'investissement

Erick a rejoint Muzinich en 2015. Il est responsable des stratégies macro et de gestion obligataire, de la gestion des produits ainsi que la relation avec les clients (institutions financières, plateformes de distribution et banques privées). Auparavant, il a travaillé pendant presque quatre ans pour JP Morgan AM en tant que Gérant de portefeuille senior Avant cela, il a également été pendant quatre ans responsable de la gestion obligataire chez Fidelity Worldwide Investment et. préalablement, responsable mondial de la recherche sur les marchés de capitaux chez Crédit Agricole CIB pendant huit ans. Erick a débuté sa carrière dans la finance au poste d'Économiste pour l'Europe chez SG Warburg en France. Il a ensuite été Économiste senior chez HSBC et UBS et a notamment joué un rôle majeur dans les préparatifs et la création de la zone euro. Erick est titulaire d'un MBA en Finance-Marketing de l'ESLSCA et d'un diplôme en Économie de l'Université PanthéonSi essayer de prévoir les performances futures des marchés semble souvent difficile, cela a été particulièrement le cas cette année. L'ampleur de la pandémie, la séverité du choc économique et la vitesse de la dislocation des marchés financiers observées au premier trimestre 2020 ont été sans précédent et à peine imaginables. Et pourtant, alors que le coronavirus continue à se propager cet hiver dans la plupart des régions du monde, toutes les principales classes d'actifs de crédit devraient signer des performances totales positives en 2020. Elles seront probablement proches de celles (voire supérieures) induites par les niveaux de rendement qui prévalaient fin décembre 2019.

# Espoirs d'une accélération de la reprise économique mondiale en 2021-2022

La disponibilité et la distribution d'un vaccin contre la Covid-19 changent la donne pour l'établissement du scénario économique mondial pour 2021-2022. Certaines incertitudes subsistent quant à la vitesse de déploiement et à la volonté des populations d'être vaccinées. Mais dans l'ensemble, la disponibilité du vaccin constitue une base solide pour les projections de reprise économique des deux prochaines années, ce qui permettra de résorber l'écart de production négatif enregistré en 2020 à l'échelle mondiale. La question est de savoir si des dommages permanents ont été infligés à l'économie mondiale, et pourraient ainsi freiner la reprise, ou si la majeure partie des dégâts économiques sont entièrement réversibles. Dans un tel scénario, la réinjection dans l'économie de l'épargne accumulée par le secteur privé permettrait de stimuler la croissance économique lors de cette phase de rattrapage, dans des proportions supérieures aux attentes du consensus.

Graphique 1 : Un rebond du PIB mondial stimulé par la mise à disposition des vaccins, mais toujours inégale



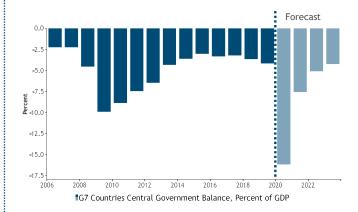
Source : FMI, WEO, octobre 2020, base de données des perspectives de l'économie mondiale.

#### Les mesures budgétaires et monétaires restent nécessaires, mais leur crédibilité à long terme sera probablement mise à l'épreuve

Un soutien budgétaire soutenu, coordonné avec la politique monétaire, constitue selon nous une condition préalable à la pérennité de la reprise économique. La crise financière de 2008/09 nous a enseigné que le passage trop précoce à des mesures d'austérité après une récession fragilise la dynamique de la reprise. Toutefois, la réponse budgétaire d'urgence (et d'ampleur extraordinaire) apportée face au retournement économique a bien plus détérioré les finances publiques que la crise financière de 2008/09. Selon le FMI, le déficit budgétaire des pays du G7 atteindra 16 % du PIB en 2020, soit 1,6 fois plus qu'en 2009.¹ Le déficit attendu pour 2021 selon le FMI serait de 7,5 %. Mais il sera selon nous probablement bien supérieur étant donné le coût de la prolongation des confinements dans la plupart des pays occidentaux au quatrième trimestre 2020 et au cours d'une partie du premier trimestre 2021.

En conséquence, les niveaux de dette publique (et parfois d'entreprises) atteints en raison de l'épisode pandémique risquent de mettre à l'épreuve les nerfs des investisseurs. Et nous ne pouvons envisager l'avenir sans intégrer le risque de perte de crédibilité et d'accident de solvabilité, en particulier dans les régions les plus touchées par la crise du Covid-19. Toutefois, nous appréhendons ce risque davantage sous un angle spécifique que systémique.

Graphique 2 : Le déficit budgétaire du G7 ne devrait pas se résorber rapidement



Source: FMI, Fiscal Monitor, octobre 2020

Dans ce contexte, le soutien continu des politiques monétaires est une condition nécessaire. Étant donné l'ampleur de la dette accumulée, le maintien du coût du service de la dette à un niveau minimum permet de rendre ce surcroît de dette soutenable. Les taux directeurs seront probablement maintenus pendant très longtemps à un niveau proche de la limite inférieure, quel que soit ce niveau dans chaque grande région. De même, l'assouplissement quantitatif sera très probablement conservé pour éviter un durcissement injustifié des conditions financières mondiales et des hausses non supportables des rendements réels. Les récentes annonces de la Banque centrale européenne (BCE) mettent en évidence la transition d'une politique d'augmentation de mesures d'urgence sans précédent, afin de stabiliser les marchés, vers une prolongation dans le temps de cette réponse monétaire afin de soutenir le rattrapage économique et d'éviter les séquelles potentielles à long terme de la crise.

#### La question de l'inflation reste ouverte

La pandémie a sensiblement compliqué la tâche des banques centrales à ramener l'inflation vers ses niveaux cibles. Le choc subi par la demande a plus que compensé l'impact de la distorsion initiale de l'offre sur les prix, et a finalement accentué les pressions désinflationnistes. De plus, le rythme de croissance extraordinaire de la base monétaire s'est accompagné d'une chute drastique de la vitesse de circulation de la monaie. En conséquence, les plus grandes économies, y compris la Chine, sont désormais confrontées à une inflation sous-jacente durablement plus basse. Les marchés du travail étant durablement fragilisés, il est peu probable que les facteurs inflationnistes soient en mesure de ramener rapidement l'inflation à un niveau proche de ses objectifs.

« La disponibilité et la distribution d'un vaccin contre le Covid-19 changent la donne »



La question est de savoir si le vaccin peut inverser les pressions négatives sur les prix, ce qui permettrait de résorber les écarts d'inflation avec la moyenne long terme. Lorsque l'on observe les points morts d'inflation tels qu'ils ressortent sur le marché, l'annonce de la disponibilité des vaccins a renforcé les anticipations d'inflation à long terme (voir Graphique 3). Aux États-Unis, le point mort d'inflation à 10 ans est ainsi revenu à ses niveaux de juin 2019, mais reste toujours inférieur à l'objectif de 2 % fixé par la Réserve fédérale. Le point mort à 10 ans allemand a également progressé de manière significative depuis mi-novembre, mais il reste nettement inférieur à 1 %. La tendance haussière des prix des matières premières qui devrait accompagner la reprise économique pourrait contribuer à combler en partie les écarts d'inflation. Mais pour cela, le scénario le plus probable pour les prochaines années reste un soutien continu des politiques monétaires.

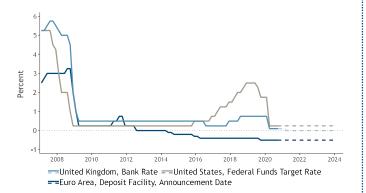
Graphique 3 : Les anticipations d'inflation se sont réinitialisées à l'annonce des vaccins, mais les objectifs des banques centrales ne sont toujours pas atteints



#### Les taux directeurs resteront ancrés à des niveaux proches de zéro ou négatifs pendant une longue période

Les prévisions de taux des banques centrales sont sans équivoque : les taux directeurs resteront ancrés à leurs niveaux actuels pendant une longue période.<sup>2</sup> Pour la Réserve fédérale, le nouveau cadre de politique monétaire exigerait non seulement que les anticipations d'inflation soient durablement ancrées proches de l'objectif, mais aussi que l'inflation réalisée se stabilise au-dessus de cette cible pendant un bon moment (stratégie de « rattrapage ») avant que la banque centrale américaine ne soit disposée à relever les taux d'intérêt. Sa nouvelle « fonction de réaction » implique qu'un faible taux de chômage peut être toléré pendant un certain temps avant d'être suivi par des mesures de durcissement monétaire. Dans le cas de la BCE, les conclusions de l'examen stratégique doivent être officiellement communiquées d'ici septembre 2021. En attendant, il faudra probablement faire preuve de patience et de persévérance, et être vraiment convaincu d'une tendance haussière de l'inflation avant de s'engager sur la voie d'une normalisation des taux directeurs. Cela étant, cette conviction à l'égard d'un regain des prix n'a pas encore été observée dans les projections économiques des services de la BCE qui s'étendent jusqu'en 2023.3

Graphique 4: Des taux directeurs « ancrés » pour longtemps



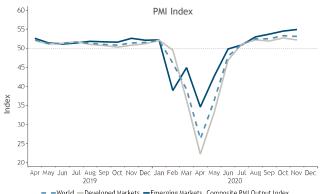
#### La pente des courbes des taux souverains devrait absorber l'évolution des anticipations d'inflation

Avec des taux directeurs stables, toute évolution des perspectives économiques et son impact sur les anticipations d'inflation se refléteront probablement dans la pente de la courbe des taux. D'autre part, les banques centrales refuseront toute tension injustifiée des rendements réels. Il est donc très probable qu'elles voudront garder un certain contrôle sur les courbes des taux. Elles sont évidemment réticentes à l'exprimer formellement de cette façon (cela les engagerait trop directement à financer le déficit budgétaire sans avoir de contrôle), mais le fait de garder opérationnels et flexibles leurs programmes d'achat d'actifs leur permet d'atteindre les mêmes résultats tout en conservant leur indépendance. En matière de gestion de portefeuille, contrairement à 2020, il n'y a pas grand chose à attendre d'un positionnement stratégique long en duration. De notre point de vue, si ce type de positionnement s'est avéré bénéfique en 2020, les investisseurs devront désormais adopter une gestion beaucoup plus tactique et opportuniste. En effet, l'environnement à long terme devrait se caractériser par une hausse graduelle des taux longs, mais non sans volatilité.

#### Des économies émergentes sur la voie de la reprise

Contrairement à toutes les autres grandes économies, la Chine devrait en 2020 enregistrer une progression de son PIB réel. Sa trajectoire de « première malade, première guérie » face à la pandémie est remarquable. Alors que d'autres régions étaient encore pénalisées par les confinements, le secteur manufacturier chinois était déjà pleinement opérationnel et capable de profiter de manière précoce de la reprise du cycle mondial, et ce dès le deuxième trimestre 2020. Un assouplissement modéré de la politique monétaire et un soutien budgétaire ciblé ont suffi à amortir la baisse d'activité du premier semestre. Mais pour que cette reprise soit durable, la dynamique de la demande intérieure doit venir compléter la bonne orientation du secteur des exportations. Dans ce contexte, les récents chiffres sur les PMI et les ventes au détail sont encourageants. Nous estimons que le pays devrait continuer de bénéficier d'un certain soutien budgétaire en 2021 pour consolider cette transition vers une demande intérieure robuste.

Graphique 5 : Les marchés émergents se remettent bien de la pandémie



- World — Developed Markets — Emerging Markets, Composite PMI Output Index

Source: Macrobond, Macrobond IHS Markit PMI, au 30 novembre 2020. Tout chiffre supérieur à 50 indique une expansion de l'économie. Un niveau inférieur à 50 indique une contraction de l'économie.



« La pandémie a créé un double choc pour les indicateurs de crédit : destruction de bénéfices et nécessité de lever des fonds »

Après les mesures spectaculaires de confinement prises au mois de mars, l'économie indienne s'est progressivement redressée malgré le défi sanitaire. Le secteur manufacturier a très fortement rebondi au troisième trimestre, tandis que celui des services a surpris à la hausse.

La stratégie de reflation est également bénéfique à l'Amérique latine. Les prix des matières premières s'inscrivent de nouveau dans un cycle haussier, une tendance favorable aux exportateurs de la région. L'amélioration des conditions sur les marchés pétroliers devrait également soutenir les grandes entreprises énergétiques publiques.

#### Des fondamentaux sur une pente ascendante

La gravité de la pandémie a créé un double choc pour les indicateurs de crédit : une destruction immédiate de bénéfices suivie de la nécessité de lever des fonds pour protéger les bilans et compenser les profits disparus. En conséquence, le ratio d'endettement a fortement augmenté, tout comme le risque de défaut. Depuis, la recherche crédit bottom-up de Muzinich s'est traduite par une amélioration progressive et régulière de notre appréciation globale des fondamentaux des entreprises qui, après avoir été très dégradés au premier trimestre 2020, sont désormais à des niveaux proches de la neutralité. Selon nous, l'augmentation du taux de défaut (hors secteur de l'énergie) a probablement atteint un point haut au quatrième trimestre 2020. Nous pensons que ce cycle de défaut n'est pas comparable à celui d'autres crises, car le soutien budgétaire et monétaire a été remarquablement efficace en maintenant ouverts les flux du crédit bancaire aux entreprises et en leur permettant d'accéder aux marchés à des coûts abordables. Du fait de la reprise économique en cours, non seulement les bénéfices ont largement inversé la tendance négative du ratio d'endettement, mais la quête de rendement des investisseurs a soutenu la demande de nouvelles émissions d'obligations d'entreprises.

Graphique 6 : Les taux de défaut aux États-Unis ont probablement atteint un point haut au quatrième trimestre 2020



Source: Bank of America, High Yield Credit Chartbook, à fin novembre 2020. Taux de défaut du *high yield* américain pondéré par les valeurs nominales, marché global hors énergie, *distressed ratio* du marché *high yield* américain.

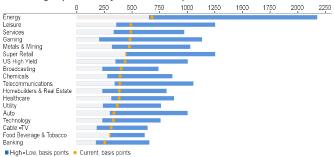
À ce stade, il est selon nous peu probable que ces liquidités de précaution inscrites aux bilans des entreprises disparaissent rapidement pour financer des fusions-acquisitions ou des rachats d'actions. Pour les entreprises de tous les secteurs, il s'agit généralement d'une assurance bon marché contre le risque de « mort subite », au cas où la reprise économique devait décevoir les attentes.

En outre, elle devrait contribuer à faire passer la gestion de bilan d'une approche défensive à une démarche d'optimisation aidée par des conditions financières favorables. Pour en revenir au ratio d'endettement, nous reconnaissons que les niveaux actuels sont globalement élevés. Mais pour les raisons mentionnées ci-dessus, nous ne sommes pas particulièrement inquiets ni impatients de les voir de nouveau baisser. Les agences de notation partageant selon nous une vue similaire, il est peu probable qu'elles dégradent les entreprises du fait de ce seul critère. En nous appuyant sur le même argument, nous n'étions pas trop inquiets par les *fallen angels* après la vague de dégradation du 2ème trimestre 2020. Et nous conservons une opinion positive sur ce sujet pour 2021.

Bien entendu, ces points de vue doivent être considérés de façon consolidée car il existe des différences sectorielles. Même si notre approche d'investissement a favorisé les secteurs défensifs et ceux bénéficiant du télétravail pendant la majeure partie du premier semestre 2020, la valeur créée dans les secteurs les plus touchés par la pandémie a créé des opportunités pendant l'été. En conséquence, nous avons procédé à une rotation prudente de nos portefeuilles mondiaux en faveur des secteurs du crédit « en phase de redémarrage », tels que l'automobile et l'énergie, en restant très attentifs aux forces et faiblesses de chaque bilan.

Compte tenu de la réduction des risques cycliques, la diffusion attendue des vaccins en 2021 incite à aller plus loin dans cette rotation. Nous sommes toutefois conscients de la propagation actuelle du virus dans les pays développés et, plus particulièrement aux États-Unis. Elle présente des risques à court terme qui ne peuvent être ignorés et qui exigent une sélection prudente de titres et un *timing* intelligent.

Graphique 7 : La rotation vers les segments HY américains « en phase de redémarrage » présente toujours de l'intérêt après leur rebond de ces derniers mois



Source: Macrobond, ICE Bank of America, point haut, point bas et *spread-to-worst* actuel en points de base, entre le<sup>1er</sup>janvier 2020 et le<sup>30</sup>novembre 2020, indice US High Yield (indice ICE BAML H0A0) par composition sectorielle.

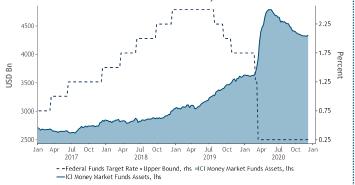
S'agissant des entreprises émergentes, nous avons souligné à plusieurs reprises qu'elles étaient entrées dans la crise avec une dynamique d'endettement plus favorable que leurs homologues américaines ou européennes. Bien sûr, elles ont également subi un phénomène très similaire de destruction de bénéfices. Mais compte tenu de ce qui précède, il leur suffira d'atteindre une croissance bénéficiaire moins élevée en 2021 pour compenser le surcroît d'endettement enregistré en 2020.

# Les facteurs techniques devraient favoriser un nouveau resserrement des spreads

La dynamique offre/demande était tout sauf prévisible en 2020. La crise du Covid-19 a poussé les entreprises à lever des fonds de précaution, et ce afin de se protéger des dégradations de notation. Selon nous, une telle démarche sera moins nécessaire en 2021, même si les conditions d'emprunt encore très favorables devraient perdurer. La dégradation nette des notations de l'IG vers le HY a constitué une source importante d'offre dans l'univers HY. Cette variation nette a atteint \$ 190 milliards sur le marché du crédit américain en 2020, pour un montant équivalent de € 60 milliards sur celui de la zone euro. Ces volumes devraient être beaucoup plus modestes en 2021. Les surcroîts nets de papiers HY devraient ainsi représenter \$ 30 milliards aux États-Unis et € 20 milliards en zone euro. ⁴



Graphique 8 : Les volumes importants de liquidités constitués pour se protéger des risques devraient être investis en 2021 (actifs des fonds monétaires américains et taux des Fed Funds)



Source: Macrobond, ICI, du 1er janvier 2017 au 13 décembre 2020.

En raison de la diminution des émissions nettes, l'augmentation de la demande pourrait comprimer davantage les *spreads* de crédit. La diffusion des vaccins modifie les perspectives économiques, mais il est beaucoup trop tôt et l'incertitude encore trop élevée pour retirer les mesures de soutien. Les risques baissiers extrêmes sont donc en train de fortement refluer. 5 Globalement, nous pensons que l'appétence pour le risque sera en moyenne nettement plus élevée l'année prochaine, ce qui devrait se traduire par une allocation plus importante au *high yield* dans un contexte d'amélioration des perspectives cycliques. Nous avons constaté que la pandémie avait conduit les investisseurs à maintenir dans leur portefeuille un niveau élevé de liquidités ou une faible exposition au risque. Cette prudence aboutit selon nous à une immense capacité de réinvestissement en faveur des actifs risqués pour 2021.

Graphique 9 : \$ 18 000 milliards d'actifs à rendement négatif en décembre 2020 (en milliers de Mds \$)



Source : Bloomberg Barclays - montants en circulation à rendement négatif, en USD, au 13 décembre 2020.

Selon nous, la recherche de rendement sera essentielle, et rester non investi ne serait pas judicieux en 2021. Une partie du surcroît de risque se fera au travers des classes d'actifs cycliques, comme les actions. Mais compte tenu des valorisations déjà tendues, il est logique d'équilibrer cela avec un portefeuille de crédit. Avec plus de \$18 000 milliards d'actifs obligataires se négociant sur des rendements négatifs<sup>6</sup>, les investisseurs doivent choisir entre se positionner très longs en duration ou accepter un surcroît de risque de crédit. Compte tenu de la faiblesse actuelle des spreads dans l'univers IG, la mise en place de stratégies de revenus ou de *carry* permettra selon nous de flécher davantage de liquidités vers le segment *high yield*.

Pour améliorer le rendement des portefeuilles, il ne reste guère d'autres options que de se positionner très long en duration ou d'accepter un risque de crédit accru. Les flux en 2020 ont largement privilégié les stratégies aggregate et le crédit IG en raison de l'aversion au risque cyclique. Compte tenu de la reprise économique qui devrait se confirmer l'année prochaine et de la faiblesse des spreads dans l'univers IG, la mise en place de stratégies de revenu ou de carry permettra selon nous de flécher davantage de liquidités vers le segment HY.

Sous l'effet combiné des *fallen angels* et des nouvelles émissions, il est intéressant de noter que la proportion de titres BB est passée de 48 % à 55 % de l'encours total du marché HY américain<sup>7</sup>. Une autre caractéristique des nouvelles émissions en 2020 a été l'augmentation remarquable de dette *secured* dans l'univers HY, principalement sur ce segment BB.<sup>8</sup> S'exposer à des secteurs peu touchés par la pandémie et qui émettent des obligations *secured* apparaît également une façon intelligente de réorienter les portefeuilles. L'encours de telles structures de dette est désormais suffisamment important et liquide pour attirer les investisseurs. Nous pensons que cela donne l'occasion aux acheteurs de titres IG/*crossover* d'améliorer le *carry* des obligations IG à faible rendement tout en conservant une certaine protection contre le risque de crédit grâce à la dette *secured*.

Graphique 10 : Dans un contexte de recrudescence des émissions des fallen angels et d'un marché primaire très actif, la proportion des émissions BB sur le marché HY américain a bondi pour atteindre 55 % des encours en circulation.



Source: Macrobond, indices ICE BAML, au 15 décembre 2020. Marché HY américain et composantes par notations (indices H0A0, H0A1, H0A2, H0A3, respectivement toutes notations, BB, B, CCC)

#### Valorisations : de plus en plus élevées

Le rebond de fin d'année qui a suivi la confirmation de la mise à disposition et de l'efficacité de vaccins a été phénoménal. Les *spreads* de crédit se sont resserrés pour renouer quasiment avec leurs niveaux de janvier. Les rendements du segment HY américain ont touché de nouveaux planchers historiques, tandis que ceux des segments HY de la zone euro et des marchés émergents sont désormais proches de leurs points bas de 2018.<sup>9</sup>

Les mesures quantitatives à court terme (Z-score à 6 mois) indiquent que les *spreads* entrent en zone de cherté après leur resserrement rapide du dernier trimestre. Mais de notre point de vue, adopter un horizon à plus long terme offre un potentiel de compression supplémentaire des *spreads* en 2021.

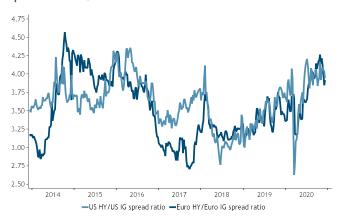
S'agissant de l'évaluation du potentiel de chaque classe d'actifs du marché du crédit pour l'année prochaine, les perspectives de performances totales des obligations IG sont très fortement tributaires de la direction des taux, en particulier aux États-Unis. L'énorme volume de nouvelles obligations émises en 2020 a accéléré l'augmentation de la duration moyenne sur le marché IG américain, qui dépasse désormais les 8 ans. <sup>10</sup> Alors que tous les segments de notation ont vu leur duration augmenter, celle du segment BBB, qui représente désormais plus de 50 % du marché IG américain, s'est allongée de plus d'un semestre au cours des 12 derniers mois. <sup>11</sup>

« Les spreads de crédit se sont comprimés et sont quasiment revenus à leurs niveaux de janvier »



Le phénomène est moins évident sur le marché des titres en euro, la duration moyenne du marché IG n'ayant augmenté que de 0,3 an en 2020, pour atteindre 5,3 années.  $^{12}$  En outre, le programme d'achat d'obligations d'entreprises de la BCE représente un argument en faveur de l'univers IG en euro par rapport à son homologue américain. Nous pensons que la BCE devrait en 2021 acheter chaque mois 6 à 7 milliards d'euros en moyenne d'obligations d'entreprises.  $^{13}$  Avec une offre nette de papiers sur le segment IG en euro d'environ  $\in$  160 milliards en 2021, dont  $\in$  100 milliards provenant d'émetteurs non-financiers, la BCE pourrait rafler jusqu'à  $\in$  72-84 milliards de titres, laissant ainsi très peu d'émissions non-financières aux investisseurs privés.  $^{14}$ 

Graphique 11 : Potentiel de compression supplémentaire des spreads HY vs IG

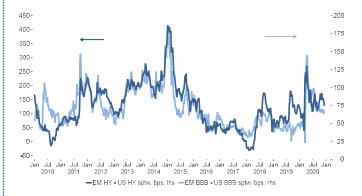


L'argument en faveur de la compression des spreads HY repose essentiellement sur les facteurs techniques mentionnés ci-dessus et portant sur l'équilibre offre/demande. Pour les portefeuilles de crédit multi-actifs, nous pensons que l'un des principaux facteurs de différenciation en 2021 sera la plus grande tolérance au risque, ce qui modifiera l'allocation en faveur de davantage de *carry* au détriment du risque de duration. Étant donné la faiblesse actuelle des *spreads* dans l'univers IG, une des options de performance potentielle ajustée du risque passe par l'augmentation de la pondération des titres HY. Cela pourrait permettre de capter un surcroît de rendement, tout en gardant une faible duration aux taux d'intérêt.

Compte tenu des niveaux de valorisation actuels, les investisseurs peuvent légitimement se poser la question des points d'entrée. Nous pensons toutefois qu'un resserrement supplémentaire est possible, notamment du fait de l'existence de valeur relative entre les différentes qualités de crédit. Le récent rebond a vu le HY américain surperformer son homologue IG. Mais si l'on considère le ratio des *spreads* HY/IG, il reflète toujours des niveaux observés en période de tension comme en 2015. Nous pensons ainsi qu'une stratégie tablant sur un nouveau resserrement pourrait encore s'avérer bénéfique. Les premiers mois de 2021 pourraient ressembler à la reprise observée en 2016. À l'époque, le resserrement des *spreads* avait duré plusieurs mois dans un contexte de baisse des rendements. On peut facilement comparer cet épisode avec les marchés HY/IG en euro, pour lesquels un autre argument plaide en faveur des actifs à haut rendement : 45 % du marché IG en euro se traitaient sur la base de rendements négatifs à mi-décembre 2020.<sup>15</sup>

« Nous pensons qu'un resserrement supplémentaire est possible, notamment du fait de l'existence de valeur relative entre les différentes qualités de crédit. »

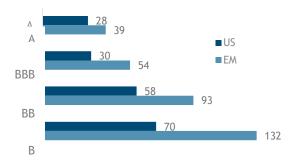
Graphique 12 : Les spreads des obligations d'entreprises émergentes peuvent offrir de la valeur par rapport à leurs homologues américaines



Source: Macrobond, indices ICE BAML, H0A0, C0A0, HEC0, ER00 au 11 décembre 2020. Données hebdomadaires.

La prime des marchés émergents est restée élevée en 2020 malgré le rebond observé depuis le mois de mars. Nous pensons ainsi qu'il est possible d'améliorer les points d'entrée sur les marchés du crédit par rapport à ceux des États-Unis et de la zone euro. Le Covid-19 n'est pas une crise des pays émergents et n'a pas provoqué de nouveaux problèmes de financement extérieur. Cela permet aux pays émergents de se redresser au même rythme voire même plus rapidement que les pays développés. Dans ce contexte, compte tenu de leur prime actuelle, les spreads émergents, aussi bien IG que HY, présente un potentiel de resserrement supplémentaire. Et des épisodes tels que 2010 ou 2016/2017 démontrent la capacité de ces marchés du crédit à surperformer durant les phases de normalisation économique mondiale (en l'absence de risque de financement extérieur). Par rapport au marché intérieur américain, le spread par point de ratio d'endettement est nettement plus élevé pour les dettes des entreprises émergentes. Il offre une certaine marge en matière de points d'entrée malgré des niveaux élevés de valorisation. Le régime de faiblesse du dollar offre selon nous un environnement propice à ces stratégies.

Graphique 13: La prime des obligations d'entreprises émergentes n'est pas encore correctement valorisée (spread par ratio d'endettement, pb/X)

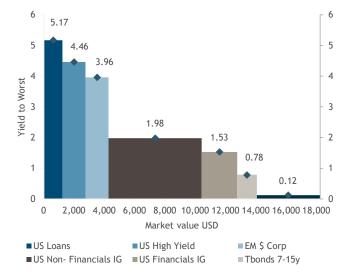


Source: Bank of America EM Corporate Credit Chartbook, à fin novembre 2020.

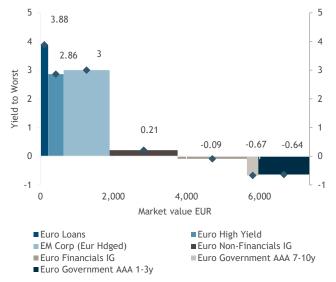
Le rebond des marchés du crédit ces derniers mois a davantage profité aux obligations qu'aux *leveraged loans*. La préférence probable pour la liquidité a clairement permis aux obligations de profiter en premier du regain de l'appétence pour le risque, ces dernières bénéficiant de davantage de convexité et de potentiel de rattrapage. Avec près de 70 %<sup>16</sup> des titres du marché HY se négociant à leur prix de remboursement ou au-dessus, la quête du rendement en 2021 pourrait passer par le marché des *leveraged loans* qui présentent un *carry* attractif.



Avec une marge d'actualisation de près de 5% pour les *leveraged loans* américains et de 4,6 % pour les *loans* européens, combinée à un « *pull to par* » potentiel de 2 à 3 % pour le marché américain et de 1,5 % pour son homologue de la zone euro<sup>17</sup>, les perspectives de performance des *loans* semblent nettement plus attractives que celles des autres marchés *high yield* dans l'environnement de *carry* qui prévaudra en 2021. De notre point de vue, deux facteurs techniques viendront renforcer l'argument de valorisation. Sur les marchés en dollar et en euro, la création de CLO devrait s'accélérer en 2021, après un certain ralentissement en 2020<sup>18</sup>. Par ailleurs, les investisseurs particuliers aux États-Unis ont déserté la classe d'actifs pendant quelques années, mais nous pensons que ces flux pourraient revenir en 2021 étant donné le niveau de *carry*.



Source: Indices Credit Suisse Leveraged Loans USD, Western European Leveraged Loans non-USD denominated, indices ICE BAML H0A0, HECO, EMNF, CFOX. CF00. EN00. EF00. G402. G102. EG14. EG11. au 15 décembre 2020.



Source: Indices Credit Suisse Leveraged Loans USD, Western European Leveraged Loans non-USD denominated, indices ICE BAML H0A0, HECO, EMNF, CF0X, CF00, EN00, EF00, G402, G102, EG14, EG11, au 15 décembre 2020.

« Nous pensons que les facteurs techniques soutiendront les marchés du crédit »

#### Conclusion

L'annonce des vaccins a servi de « réinitialisation » pour les marchés du crédit, ce qui autorise à dresser une perspective plus stable à moyen terme. Nous sommes conscients que certains obstacles subsistent à court terme et qu'il faudra adopter une approche d'investissement prudente pour faire face à la volatilité qui persistera au cours des deux prochains trimestres. Nous pensons toutefois que les facteurs techniques soutiendront les marchés du crédit et entraîneront un nouveau resserrement des spreads de crédit au premier semestre 2021. Dans un environnement où les niveaux de rendement sont retombés à des niveaux très bas à la suite de l'extraordinaire rebond post-pandémie, le besoin absolu de rendement constitue selon nous le moteur le plus puissant pour réorienter les liquidités accumulées en 2020 (du fait de l'aversion au risque) vers des actifs offrant des rémunérations plus élevées. Nous devons faire preuve de discernement en matière de valorisation, mais nous pouvons être confiants quant à un nouveau resserrement d'ampleur des spreads, avant que l'interruption d'une telle tendance ne devienne de plus en plus probable.



- <sup>1</sup> FMI Fiscal Monitor, octobre 2020.
- <sup>2</sup> Projections des membres du FOMC sur les taux des Fed Fund, au 16 décembre 2020, conférence de presse de Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne, et prévisions de la BCE au 10 décembre 2020.
- <sup>3</sup> Projections économiques de décembre des services de la BCE publiées le 10 décembre 2020.
- <sup>4</sup> Goldman Sachs, 2021 Global Credit Outlook: « Same direction, different magnitude » au 18 novembre 2020
- <sup>5</sup> Risques baissiers extrêmes sur une courbe normalement distribuée
- $^{\rm 6}$  Indice Bloomberg Barclays Negative Yielding Outstanding au 11 décembre 2020.
- $^7\,\mathrm{Indices}$  ICE BAML, H0A0, H0A1 pour BB entre le 31 décembre 2019 et le 14 décembre 2020.
- <sup>8</sup> HY Yield Credit Chartbook, BofA, au 2 décembre 2020.
- <sup>9</sup> ICE Bofa, indice US High Yield H0A0, indice HEC0 Euro High Yield Constrained, indice EMHY Emerging Markets Liquid Corporate Plus.
- $^{\rm 10}$  Indice ICE BofA C0A0 US corporate, indice ICE BofA C0A4 US BBB Corporate.
- <sup>11</sup> Indice ICE BofA COA0 US corporate, indice ICE BofA COA4 US BBB Corporate.
- $^{\rm 12}$  Indices ICE BAML, indice Euro IG market ER00, au 14 décembre 2020.
- $^{13}$  JP Morgan European Credit Outlook & Strategy 2021 : « A Life less Extraordinary », au 17 novembre 2020.
- <sup>14</sup> JPMorgan, Perspectives 2021 du crédit euro.
- <sup>15</sup> HY Yield Credit Chartbook, BofA, au 2 décembre 2020.
- <sup>16</sup> BofA High Yield Credit Chartbook, au 2 décembre 2020.
- <sup>17</sup> Indice Credit Suisse Leverage Loans en USD, au 11 décembre 2020
- <sup>18</sup> Credit Suisse Credit Strategy Daily (synthèse de novembre), au 4 décembre 2020.



Informations importantes

La société Muzinich & Co. mentionnée dans le présent document est définie comme étant Muzinich & Co. et ses sociétés affiliées. Ce présent document a été produit à titre d'information seulement et, en tant que tel, les vues contenues dans ce document ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement. Les avis exprimés sont valables à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés sans aucune référence ou notification. Les résultats passés ne garantissent pas les performances futures. La valeur des placements et leurs revenus peuvent diminuer ou augmenter et ne sont pas garantis, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant investi. Les taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur d'un investissement. Ce document ainsi que les avis et opinions qu'il contient ne doivent en aucun cas être interprétés comme une quelconque offre d'achat ou de vente de tout produit d'investissement ou une incitation à investir et ne sont présentés qu'à titre d'information. Les opinions et les déclarations relatives aux tendances des marchés financiers, qui reposent sur les conditions de marché en vigueur, constituent notre jugement à la date du présent document. Elles sont considérées comme étant exactes au moment de la rédaction du présent document, mais Muzinich ne saurait toutefois garantir leur exactitude et décline toute responsabilité en ce qui concerne toute erreur ou omission. Certaines informations contenues dans ce document constituent des déclarations prospectives; en raison de divers risques et incertitudes, les événements réels peuvent différer substantiellement de ceux reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives. Rien dans le présent document ne peut être considéré comme une garantie, une promesse, une assurance ou une allégation quant à l'avenir. Toutes les informations contenues dans le présent document sont censées être exactes à la date indiquée, ne sont pas complètes et peuvent être modifiées à tout moment. Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich & Co. ou par une société affiliée à Muzinich & Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie. La gestion des risques intègre un effort de contrôle et de gestion des risques, mais n'implique pas un risque faible ou nul. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue des prix et une liquidité réduite du marché. En Europe, ce document est publié par Muzinich & Co. Limited, autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social: 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni. Muzinich & Co. Limited. est une filiale de Muzinich & Co, Inc. Muzinich & Co., Inc. est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission. Le fait que Muzinich & Co, Inc. soit un conseiller en investissement enregistré auprès de la SEC n'implique en aucun cas un certain niveau de compétence ou de formation ou une quelconque autorisation ou approbation par la SEC.

#### Descriptions des indices de marché

Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice, lequel ne tient également pas compte des commissions ou des coûts de négociation. La volatilité des indices peut différer sensiblement de la volatilité de la performance d'un compte ou d'un fonds.

Indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt - L'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt mesure la performance d'environ 2500 titres qui se négocient actuellement sur des rendements négatifs. L'indice n'est pas couvert et représente actuellement une valeur de marché estimée à \$11 000 milliards.

HOAO - L'indice ICE BofA ML US High Yield reproduit la performance des obligations d'entreprises sub-investment grade libellées en dollar, émises et échangées sur le marché domestique américain. Les titres éligibles doivent avoir une notation sub-investment grade (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an à courir jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixes, et un montant en circulation d'au moins 250 millions de dollars.

H0A1- L'indice ICE BofA ML BB US High Yield est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US High Yield (H0A0) incluant tous les titres notés de BB1 à BB3.

H0A2- L'indice ICE BofA ML single-B US High Yield est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US High Yield (H0A0) incluant tous les titres notés de B1 à B3.

H0A3- L'indice ICE BofA ML CCC & Lower US High Yield est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US High Yield (H0A0) incluant tous les titres notés CCC1 et inférieur.

COAO- L'indice ICE BofA ML US Corporate reproduit la performance des obligations d'entreprises *investment grade* libellées en dollar, émises et échangées sur le marché domestique américain. Les titres éligibles doivent avoir une notation *investment grade* (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an à courir jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixe et un encours d'au moins 250 millions de dollars.

COA4 - L'indice ICE BofA ML BBB US Corporate est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US Corporate (COA0) incluant tous les titres notés de BBB1 à BBB3.

CSELLI - L'indice CS Leveraged Loan est destiné à refléter l'univers d'investissement du marché des *leveraged loans* en dollar. L'indice est rebalancé mensuellement le dernier jour ouvré du mois, et non quotidiennement. Afin de remplir les conditions requises, les *loans* doivent avoir un encours minimum de 100 millions de dollars pour toutes les facilités, à l'exception des facilités TL A (les facilités TL A doivent avoir un encours minimum de 1 milliard de dollars), être émis par des émetteurs domiciliés dans des pays développés, avoir une échéance d'au moins un an, posséder une notation de « 5B » ou moins, être entièrement financés et être valorisés par un prestataire externe à la fin du mois.

ER00 - L'indice ICE BofA ML Euro Corporate reproduit la performance des obligations d'entreprises investment grade libellées en euro, émises et échangées sur le marché domestique de la zone euro ou le marché des eurobonds. Les titres éligibles doivent avoir une notation investment grade (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an jusqu'à la date d'échéance finale, un échéancier de coupons fixe et un encours d'au moins 250 millions d'euros.

www.muzinich.com

www.muzinichprivatedebt.com

info@muzinich.com

- EMNF L'indice ICE BofA Non-Financial us Emerging Markets Liquid Corporate Plus Index est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US Emerging Markets Liquid Corporate Plus excluant tous les titres financiers ainsi que les dettes des sociétés émettrices considérées comme étant détenues ou contrôlées par des États selon la recherche crédit sur les marchés émergents menée par ICE BofA.
- CFOX L'indice ICE BofA US Non Financial reproduit la performance des obligations d'entreprises *investment grade* libellées en dollar, émises et échangées sur le marché domestique américain.
- CF00 L'indice ICE BofA US Financial est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US Corporate qui comprend tous les titres des émetteurs financiers.
- EN00 L'indice ICE BofA ML Euro Non Financial reproduit la performance des obligations d'entreprises non financières investment grade libellées en euro, émises et échangées sur le marché domestique de la zone euro ou le marché des eurobonds. Les titres éligibles doivent avoir une notation investment grade (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an à courir jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixe et un encours d'au moins 250 millions d'euros.
- EF00 L'indice ICE BofA ML Euro Financial Corporate & Pfandbrief reproduit la performance des obligations d'entreprises *investment grade* libellées en euro, émises par des sociétés financières (pfandbrief ou non) et échangées sur le marché domestique de la zone euro ou le marché des eurobonds.
- G402 L'indice ICE BofA ML 7-10 Year US Treasury est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML US Treasury (G0Q0) incluant tous les titres dont la durée résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 7 ans et inférieure à 10 ans.
- G102 L'indice ICE BofA ML 1-3 Year US Treasury est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US Treasury incluant tous les titres dont la durée résiduelle jusqu'à l'échéance finale est inférieure à 3 ans.
- EG14 L'indice ICE BofA ML 7-10 Year AAA Euro Government est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML Euro Government incluant tous les titres dont la durée résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 7 ans et inférieure à 10 ans, et dont la notation est AAA.
- EG11 L'indice ICE BofA ML 1-3 Year AAA Euro Government est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML Euro Government incluant tous les titres dont la durée résiduelle jusqu'à l'échéance finale est inférieure à 3 ans, et dont la notation est AAA.

www.muzinich.com

www.muzinichprivatedebt.com

info@muzinich.com