

Muzinich & Co

Perspectives 2025 des marchés du crédit d'entreprise

Marchés publics

Toujours tout autour du rendement



Erick Muller

Directeur, responsable
Produits et Stratégies
d'investissement



Tatjana Greil-Castro

Co-responsable
des marchés
publics



Mike McEachern

Co-responsable
des marchés
publics

Introduction

Alors que la nouvelle année approche, la faiblesse indéniable des spreads de crédit témoigne de la bonne tenue de l'univers de la dette d'entreprise, et donc d'un potentiel de resserrement désormais assez limité. Néanmoins, la plupart des investisseurs achètent les rendements, et non les spreads, et les rendements disponibles sont selon nous suffisants pour continuer à attirer des capitaux vers la classe d'actifs.

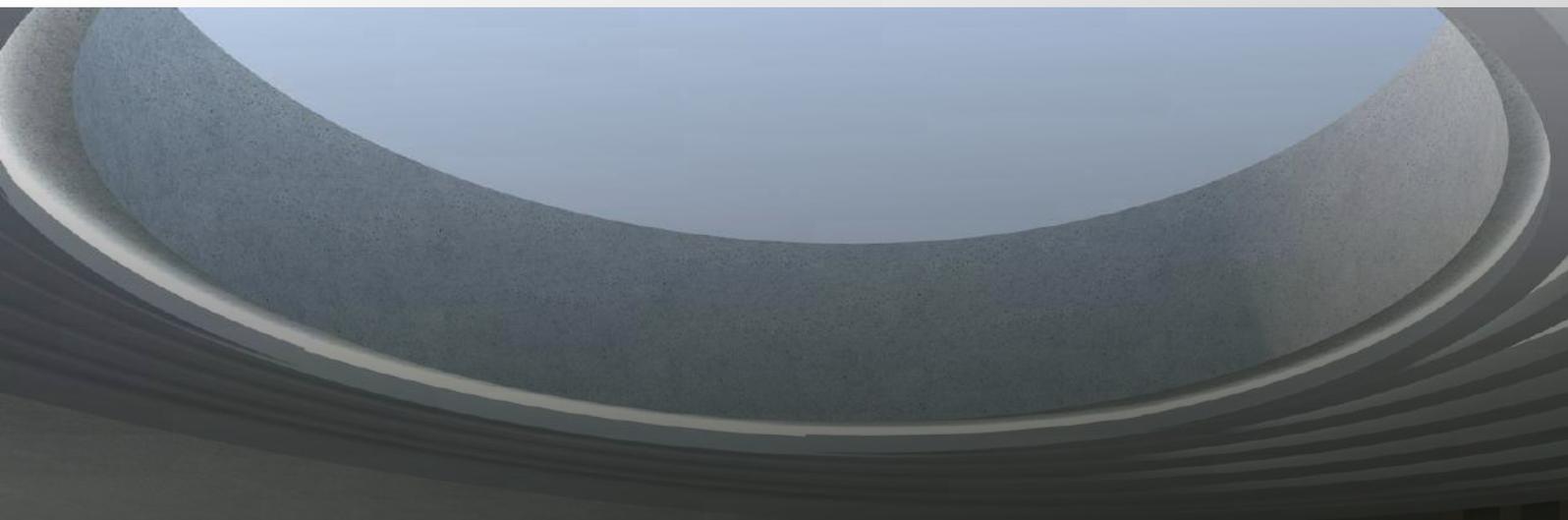
Si aucune récession mondiale ne se concrétise, nous pensons que la qualité des fondamentaux et la solidité des facteurs techniques continueront à susciter des achats « pavloviens » si jamais les spreads, dans un mécanisme de respiration « normal », venaient à s'écarter. En outre, compte tenu de la détérioration globale des finances publiques dans les pays développés, de nombreux investisseurs pourraient accorder un statut de valeur refuge aux obligations émises par des entreprises de bonne qualité dans l'univers obligataire, plutôt qu'aux emprunts d'État.

Notre scénario central prévoit une dispersion accrue de la croissance et des performances financières sur les marchés développés, mais tous les segments du marché du crédit devraient selon nous générer une performance totale positive en 2025.

Aux États-Unis, la situation politique est désormais plus claire et les perspectives économiques sont relativement bonnes, contrairement à l'Europe, mais l'inflation et la trajectoire future des taux d'intérêt suscitent des inquiétudes croissantes. Nous prévoyons une baisse des taux courts dans les pays développés, mais des gains limités sur les échéances longues en raison d'une prime de risque budgétaire élevée.

Les fondamentaux devraient faire preuve de résilience, en particulier ceux du crédit américain, alors que les facteurs techniques, qui ont largement contribué aux performances en 2024, resteront favorables toutes devises confondues.

« Nous pensons que les fondamentaux devraient faire preuve de résilience, en particulier ceux du crédit américain, et que les facteurs techniques resteront favorables toutes devises confondues. »



Nos principaux thèmes pour 2025

1. La pentification des courbes de taux devrait se poursuivre et les rendements à longue échéance devraient continuer à évoluer dans une fourchette étroite

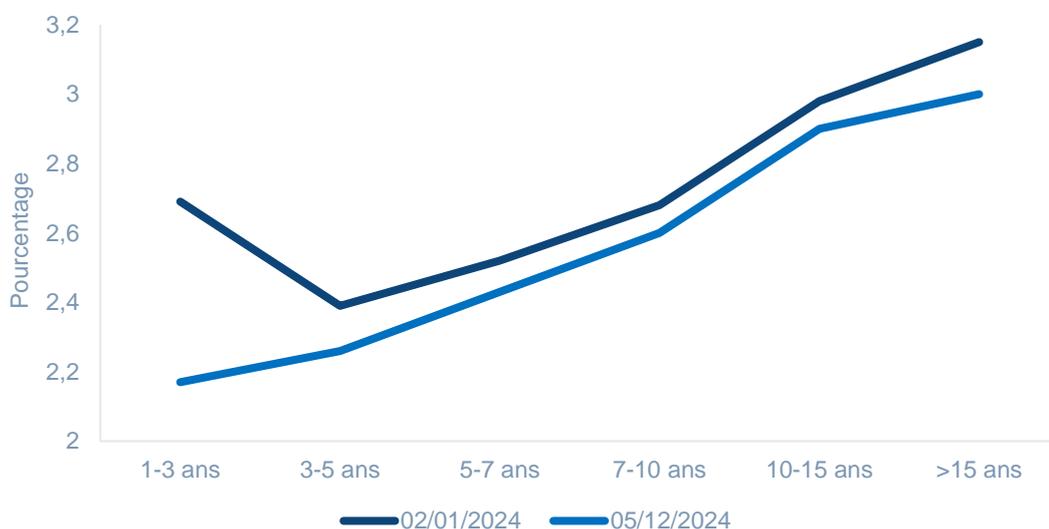
Les courbes de taux se sont déjà pentifiées en 2024, conformément à nos anticipations. Ce phénomène pourrait se poursuivre le temps que les taux directeurs atteignent leur niveau terminal aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en zone Euro. En outre, les inquiétudes budgétaires dans les pays développés pourraient entraîner une hausse des primes de terme.

Les droits de douane envisagés par la nouvelle administration américaine visent à réduire le déficit commercial et à accroître le poids du pays dans la croissance mondiale.¹ Cette démarche renforce la probabilité d'une dispersion accrue entre régions et pourrait se traduire par des politiques monétaires plus divergentes.

Compte tenu de la croissance atone de la zone Euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) devrait réduire ses taux à environ 2% avant l'été. Il est trop tôt pour dire si de nouvelles baisses seront nécessaires.

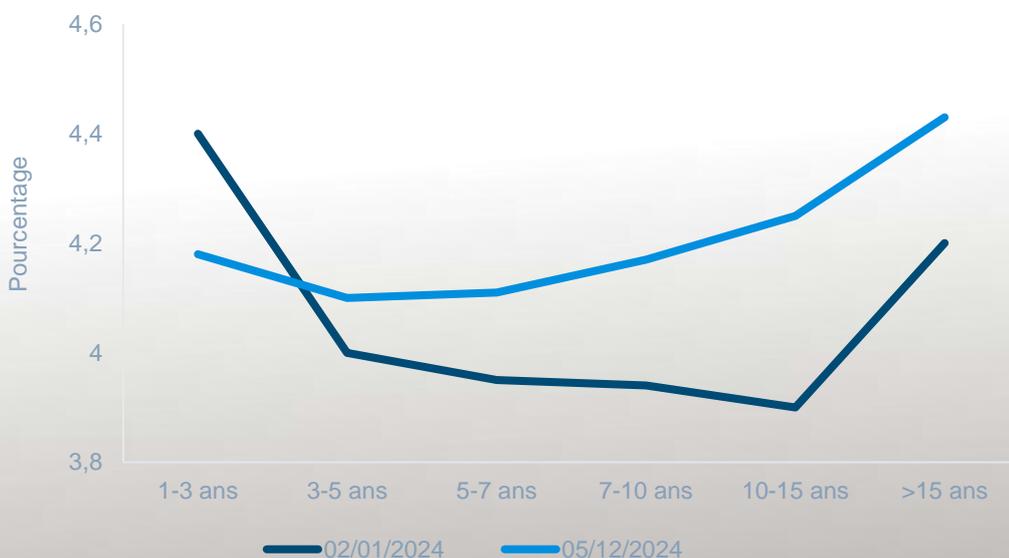
La Réserve Fédérale (Fed), quant à elle, devrait continuer à assouplir sa politique, mais de manière plus progressive. Cette approche semble prudente compte tenu de l'impact potentiel des nouvelles politiques commerciales et d'immigration sur l'emploi et l'inflation. Nous pensons que le taux des Fed funds sera proche de 3,75% en juin prochain. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre devrait continuer à réduire régulièrement ses taux pour les ramener à 4% d'ici le mois de mai, et tout assouplissement supplémentaire dépendra de l'évolution des salaires.

Graphique 1 : Courbes de taux du Bund



Source : Bloomberg, au 5 décembre 2024. À titre d'illustration uniquement.

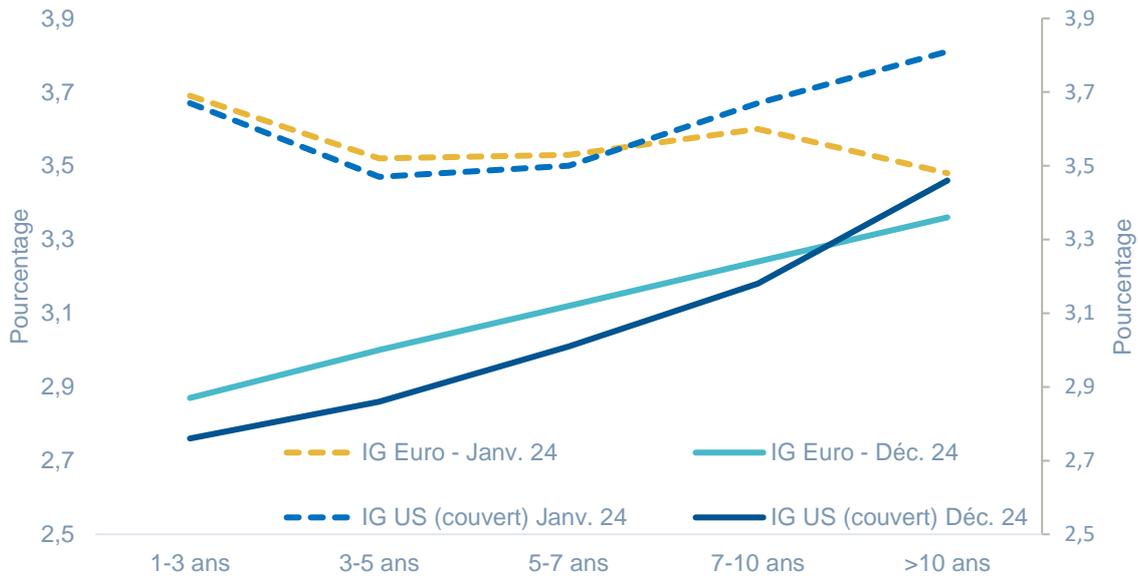
Graphique 2 : Courbes de taux des bons du Trésor américain



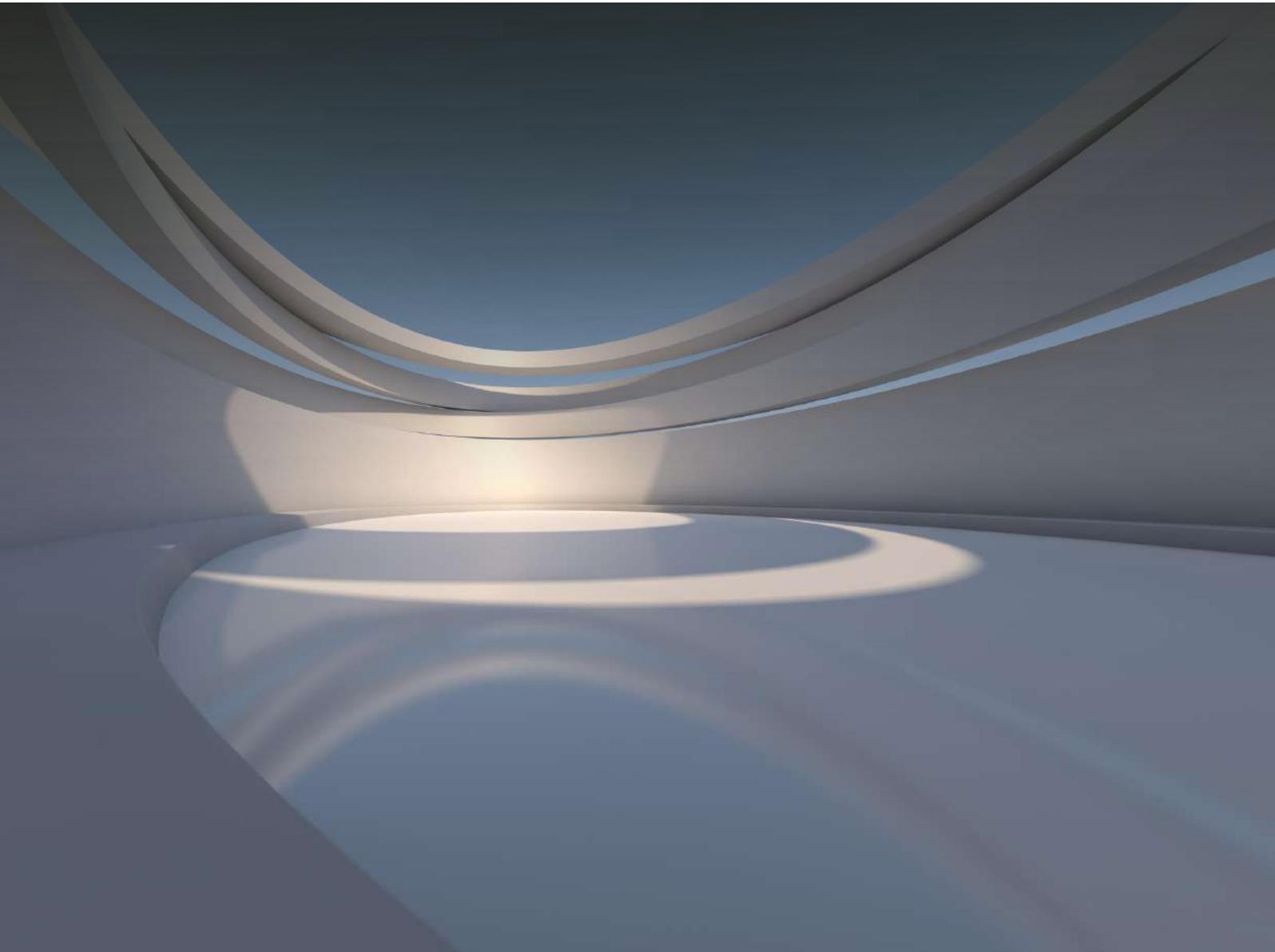
Source : Bloomberg, au 5 décembre 2024. À titre d'illustration uniquement.

1. donaldjtrump.com, « 2024 Republican Party Platform », 8 juillet 2024

Graphique 3 : Les courbes de taux du crédit se sont également pentifiées



Source : Macrobond, Plateforme d'indices ICE et Bloomberg, au 5 décembre 2024. Indice ICE BofA US Corporate (ER00). Indice ICE BofA US Corporate (C0A0). Les rendements sont couverts en euro. Les données en USD sont couvertes via l'indice Bloomberg USDEUR 12 Month Hedging Cost (FXHCUE12). Les indices utilisés sont les plus pertinents pour mettre en évidence les variations des courbes de crédit IG aux États-Unis et en Europe. À titre d'illustration uniquement.



Le temps long

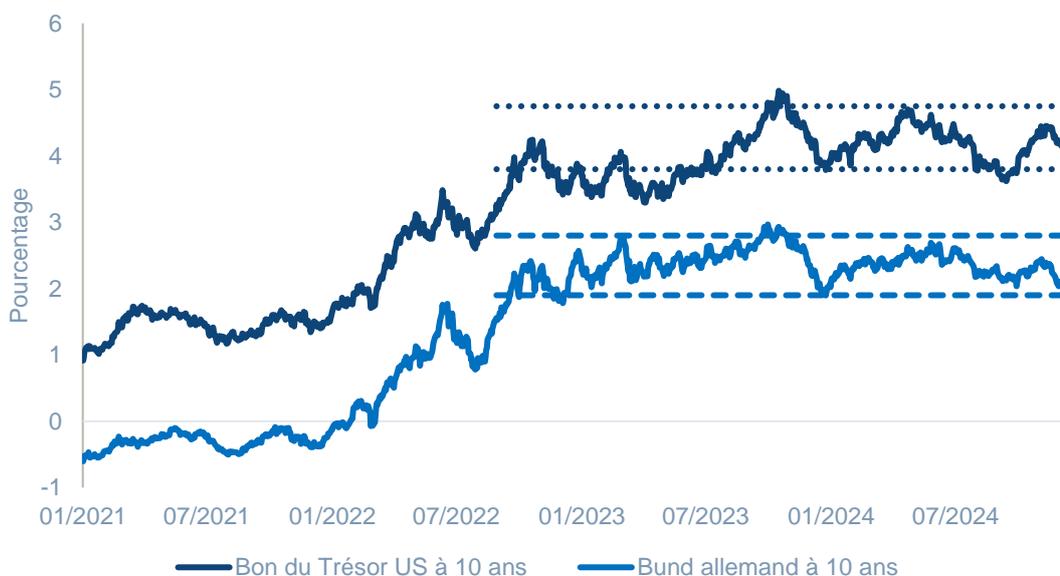
Nous n'anticipons pas de baisse similaire des rendements à longue échéance dans la mesure où l'assainissement budgétaire ne semble pas être la priorité des gouvernements de nombreux pays développés.

Cela dit, au vu de la forme actuelle des courbes de rendement du crédit, il n'est plus justifié selon nous de se concentrer sur la partie courte de la courbe. Si nous avons privilégié les titres à durée courte pendant l'essentiel de 2024, c'est parce que nous étions convaincus de la baisse des taux par les banques centrales. Les prix actuels des taux à terme en USD, GBP et EUR coïncident avec les décisions que nous attendons des banques centrales. Par conséquent, nous pourrions reconsidérer le portage additionnel offert par l'extrémité longue de la courbe.

La dispersion des performances devrait persister sur le plan géographique et l'écart de rendement actuellement important entre les bons du Trésor américain et les Bunds allemands² reflètent clairement les divergences des dynamiques de croissance et d'inflation. Surpondérer davantage la durée nécessiterait une gestion plus active. Les perspectives américaines se sont clarifiées depuis l'élection présidentielle. Ainsi, le crédit américain peut servir de pilier dans l'allocation d'un portefeuille mondial, tandis que les marchés en euro et émergents, qui seront sûrement plus volatils, imposeront une gestion plus active du risque.

Nous pensons que le rendement des bons du Trésor US à 10 ans va évoluer dans une fourchette comprise entre 3,8 % et 4,75 % dans un avenir prévisible, avec une fourchette de 1,9% à 2,8% pour le Bund allemand à 10 ans.

Graphique 4 : Pentification des courbes de taux, rendements à long terme et plancher budgétaire ?



Source : Macrobond, Bloomberg, au 11 décembre 2024. Indice ICE BofA Current 10-Year US Treasury (GA10), indice ICE BofA 7-10 Year German Government (G4D0). Les indices utilisés sont les plus pertinents pour mettre en évidence les variations des courbes de taux des emprunts d'État à 10 ans aux États-Unis et en Europe. À titre d'illustration uniquement.

Les risques menaçant notre scénario central

Des risques pèsent sur nos anticipations en matière de durée, principalement aux États-Unis. Le premier est l'impact potentiel des droits de douane sur l'inflation du pays. L'estimer est un exercice compliqué car plusieurs variables pourraient absorber en parti le choc, par exemple les fluctuations des devises ou la compression des marges des entreprises. Un possible choc sur l'offre de main-d'œuvre en raison d'une nouvelle politique d'immigration, qui inverserait la trajectoire récemment baissière des salaires, est un autre risque. En outre, les mesures de resserrement budgétaire nécessaires en Europe, qui passent souvent par une augmentation des impôts au lieu d'une réduction des dépenses, pourraient accroître le risque de stagflation dans la région. Même s'ils ne sont pas immédiats, tous ces risques sont bien réels.

2. Fondamentaux : L'évolution des notations de crédit va devenir moins favorable, mais les défauts resteront modestes

En 2024, les fondamentaux ont été largement favorables aux marchés du crédit. Les rendements des emprunts d'État ont évolué en dents de scie, les spreads de crédit se sont resserrés et le rallye observé au second semestre a rouvert le robinet des refinancements pour les émetteurs en difficulté, tout en réduisant la part des émissions *distressed*. L'évolution des notations a été positive dans toutes les grandes régions, avec un nombre net élevé de relèvements de la catégorie *high yield* vers l'*investment grade* (IG).³

Les défauts semblent avoir atteint un pic sur le segment high yield américain, avec un nouveau plus bas à 1,4% en termes pondérés.⁴ En 2024, le taux de défaut sur le segment des *leveraged loans* aux États-Unis a atteint 2,4%⁵, sous l'effet notamment d'initiatives de gestion du passif. En excluant ce phénomène, le taux de défaut tombe à 1,2%. Les défauts devraient atteindre un pic en 2025. Les cashflows de nombreux émetteurs de *loans* se sont améliorés dans le sillage immédiat des baisses de taux et ce segment de marché ne suscite guère d'inquiétudes de notre côté.

Les fondamentaux des obligations IG américaines semblent également solides. Outre la croissance soutenue des bénéficiaires, nous pensons que la baisse des impôts sera bien accueillie par les entreprises. L'évolution des notations s'est également révélée positive sur le segment IG. Depuis le début de l'année 2021, la part des titres BBB dans l'univers IG est passée de 52% à 46%. En revanche, la proportion des entreprises notées A est passée de 39% à 44%.⁶

Graphique 5 : Taux de défaut des obligations HY en dollar et en euro



Source : Plateforme d'indices ICE, au 30 novembre 2024. Indice ICE BofA US High Yield Master (H0A0), indice European High Yield (HP00). Les indices utilisés sont les plus pertinents pour mettre en évidence les variations des taux de défaut sur le segment *high yield* aux États-Unis et en Europe. À titre d'illustration uniquement.

3. S&P Global, « Global Credit Outlook 2025 », 4 décembre 2024

4. Bank of America, « US High Yield Chartbook », décembre 2024

5. Bank of America, « US High Yield Chartbook », décembre 2024

6. Plateforme d'indices ICE, au 11 décembre 2024

Dispersion en vue

Nous pourrions toutefois observer une dispersion accrue des performances en 2025. Le troisième trimestre a probablement été un avant-goût des tendances à venir, avec nettement plus de bénéfices supérieurs aux attentes aux États-Unis qu'en Europe.⁷

L'atonie de la demande intérieure en Europe et l'augmentation des droits de douane américains pourraient déformer la perception du risque macroéconomique sur le segment du crédit européen, en particulier pour les émetteurs *high yield*. Toutefois, nous ne pensons pas que cela engendrera une augmentation marquée des taux de défaut. Actuellement à 2,7% en moyenne sur le HY européen,⁸ ce taux ne devrait pas dégrader si l'on exclut les situations intrinsèques de certains émetteurs. Cela étant dit, nous allons probablement attribuer de meilleurs scores au crédit américain qu'au crédit européen en 2025 sur le plan des fondamentaux.

Les entreprises des pays émergents ont également vu leurs notations s'améliorer, et cette tendance devrait se poursuivre. Le taux de défaut a atteint un pic en 2024 et pourrait donc diminuer en 2025⁹ si aucun choc externe ne se produit, comme des droits de douane américains plus élevés que prévu ou un renforcement des tensions géopolitiques.

Graphique 6 : Ratios de couverture des intérêts aux États-Unis et en zone euro



Source : Plateforme d'indices ICE, au 30 novembre 2024. Indice ICE BofA US High Yield Master (H0A0), indice European High Yield (HP00). À titre d'illustration uniquement.

7. FactSet, « Earnings Insight », 6 décembre 2024

8. Bank of America, « US High Yield Chartbook », décembre 2024

9. Moody's, « 2025 outlook stable for emerging markets », 19 novembre 2024

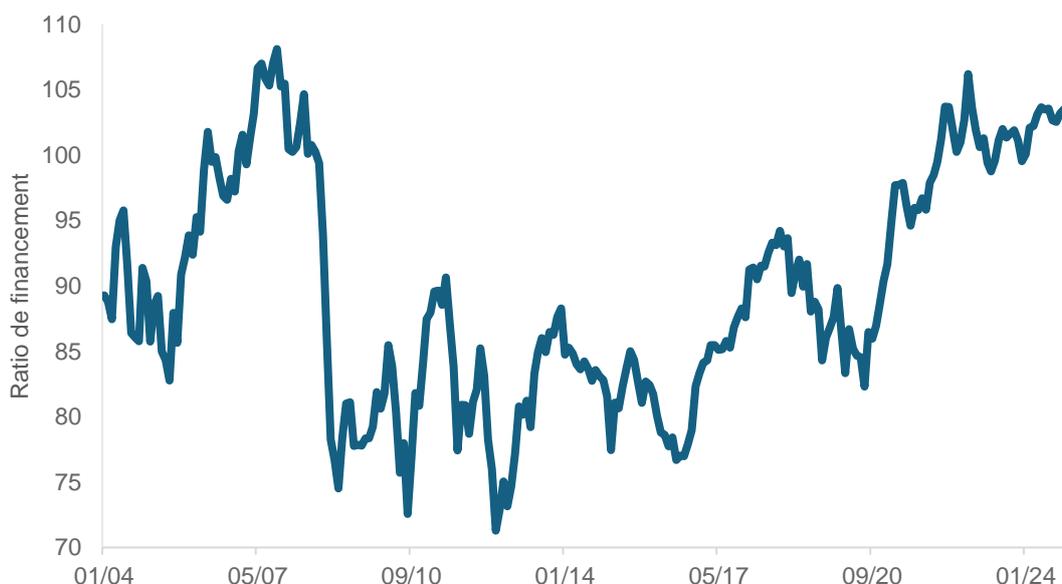
3. Les facteurs techniques vont rester favorables

En 2024, les investisseurs ont acheté du rendement plutôt que des spreads. Les classes d'actifs du crédit ont enregistré des collectes importantes, malgré plusieurs périodes de resserrement des spreads. Le scénario d'un atterrissage en douceur, d'une décélération de l'inflation et de l'abandon progressif des politiques monétaires restrictives ont réduit le risque extrême de variations haussières erratiques des rendements.

En outre, après deux années de hausse des rendements et des actions, les régimes de retraite à prestations définies privés et publics aux États-Unis et en Europe ont vu leurs ratios de financement s'améliorer de manière sensible. Selon l'analyse de Milliman, les 100 plus grands fonds de pension d'entreprise américains ont vu leur ratio de financement passer de 100 à 103,5 entre janvier et novembre 2024.¹⁰ La même tendance a été constatée pour les régimes de retraite à prestations définies privés et publics en Europe.¹¹

A mesure que ces régimes approcheront de leur échéance, le niveau de risque de leurs portefeuilles va continuer à baisser. Aux États-Unis, cela pourrait entraîner de nouveaux afflux de capitaux importants dans les stratégies obligataires de type « aggregate », ce qui devrait profiter directement aux obligations d'entreprises IG, aux marchés titrisés et aux emprunts d'État. En Europe, nous pensons par exemple que les compagnies d'assurance vont accroître leurs investissements dans les emprunts d'État, mais aussi vers le segment IG. À l'inverse, les banques privées et les sociétés de gestion de patrimoine pourraient privilégier les actifs offrant un rendement élevé qui devraient offrir des rendements compétitifs par rapport aux actions en 2025.

Graphique 7 : Ratio de financement des 100 plus grands fonds de pension d'entreprise américains



Source : Milliman, du 1^{er} janvier 2004 au 31 novembre 2024. À titre d'illustration uniquement.

10. Milliman, « Pension Funding Index », 9 décembre 2024

11. Willis Towers Watson, « World's largest pension funds return to growth », 9 septembre 2024

L'attrait des liquidités s'estompent

Toujours en Europe, l'intérêt des investisseurs individuels pour les fonds monétaires et les dépôts à court terme devrait finir par s'estomper en 2025, sur fond de repli des taux d'intérêt. En toute logique, les réallocations non-négligeables des portefeuilles devraient profiter aux marchés du crédit. Les fonds à échéance fixe, qui restent populaires auprès des investisseurs individuels en raison de leurs rendements, devraient également alimenter la demande.¹²

Au cours des 12 mois s'achevant fin novembre 2024, les fonds obligataires européens IG et HY ont enregistré des collectes nettes d'environ 32 et 9 milliards d'euros, respectivement.¹³ Parallèlement, les émissions primaires, dont le volume a été important, ont été facilement absorbées par les acheteurs institutionnels tout au long de l'année.

À l'image de son homologue américain, le marché HY européen a vu sa durée moyenne baisser, à 2,8 ans¹⁴, un plus bas historique qui explique en grande partie le resserrement récent des spreads. Cette diminution de la durée est intervenue malgré plus de 100 milliards d'euros de nouvelles émissions en 2024, principalement des refinancements de dettes existantes.¹⁵ L'évolution positive des notations a contribué à la contraction des spreads (-15% sur les deux dernières années)¹⁶ et a fait baisser la durée moyenne, certains émetteurs à plus longue échéance ayant été reclassés dans la catégorie IG.

Montée en puissance des CLO

La remontée des taux directeurs en 2022-2023 a stimulé la demande d'instruments à taux variable, y compris les Collateralized Loan Obligation (CLO). Le marché européen des CLO a franchi le seuil des 200 milliards d'euros à la mi-2024 et le total des nouvelles émissions avait déjà dépassé le record de l'année dernière dès la fin du mois d'octobre.¹⁷ Une proportion importante de ces capitaux - estimée à 35 milliards d'euros - a été investie sur le segment HY européen.¹⁸ Nous pensons que la demande va augmenter dans le sillage de l'essor continu des CLO, ce qui creusera encore le déficit net de l'offre.

Sur le segment des *leveraged loans* européens, les fusions-acquisitions sont décevantes depuis 2022, première année de remontée des taux directeurs, ce qui a depuis rendu le financement des acquisitions sensiblement plus coûteux.¹⁹ Nous pensons que l'activité va reprendre lentement en 2025, mais peut-être pas avant le second semestre. En l'absence d'une activité dynamique de fusions-acquisitions, les refinancements vont probablement continuer à dominer les nouvelles émissions, ce qui pourrait entraîner un resserrement des spreads. Certains investisseurs pourraient délaisser les *loans* au profit des obligations, peut-être au second semestre 2025, en fonction du rythme de baisse des taux de la BCE.

Trump 2.0 et le crédit américain

Sur le marché HY américain, l'offre devrait augmenter tant en brut qu'en net, mais les investisseurs, attirés par des rendements moyens proches de 7%²⁰, devraient y répondre en contribuant à une collecte solide. La qualité du marché des obligations HY américaines s'est améliorée ces dernières années et la durée actuelle est proche de ses plus bas historiques, à moins de 4 ans.²¹ Globalement, le marché HY américain devrait être un bénéficiaire net des politiques économiques de la nouvelle administration américaine, compte tenu de la proportion importante des entreprises exposées au marché intérieur et des sociétés du secteur de l'énergie et des télécommunications/médias.

12. Bloomberg, « In Hot Credit Market, Fixed-Maturity Funds Are Booming », 27 novembre 2024

13. EPFR, au 10 décembre 2024 « Dots get harder to connect in early December »

14. Plateforme d'indices ICE BofA, 11 décembre 2024

15. Pitchbook, « European high-yield issuance wins silver medal as 2024 supply tests €100B, » 26 novembre 2024

16. Plateforme d'indices ICE BofA, 11 décembre 2024

17. Pitchbook, « European loan issuance hits record in 2024, despite lacklustre M&A », 5 décembre 2024

18. BofA Global Research, 30 juin 2024. Sur la base des données disponibles les plus récentes.

19. White & Case, « Refinancing rally lifts loan issuance as interest rates recede », 2 décembre 2024

20. Plateforme d'indices ICE BofA, 11 décembre 2024

21. Plateforme d'indices ICE BofA, 11 décembre 2024

Graphique 8 : Offre d'obligations HY et de *leveraged loans* aux États-Unis

Oblig. HY américaines	2022	2023	2024 (e) ¹	Prévisions 2025
Nouvelles émissions brutes	106,5	176,1	277,3	320
Refinancement	50	116,6	211	210
Nouvelles émissions nettes	56,5	59,5	66,3	110
Leveraged loans institutionnels				
Nouvelles émissions brutes	252	370	1140	850
Refinancement	82	217	377	200
<i>Repricing</i> (actualisation des conditions financières)	7	71	613	400
Nouvelles émissions nettes	163	82	150	250

Graphique 9 : Offre d'obligations HY et de *leveraged loans* en Europe

Leveraged loans et oblig. HY en euro	2022	2023	2024 (e) ¹	Prévisions 2025
Total des émissions brutes	70	129	284	260
Obligations HY	32	57	109	120
Leveraged loans institutionnels	38	72	175	140
Total net des émissions	19	21	43	50
Obligations HY	-2	2	26	30
Leveraged loans institutionnels	22	20	16	20

Les prévisions présentées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération lors du choix d'un produit ou d'une stratégie.

Source : JP Morgan : Perspectives 2025 des obligations *high yield* et des *leveraged loans* américains et Perspectives et stratégie 2025 sur le marché du crédit européen, décembre 2024. À titre d'illustration uniquement. ¹ Estimation au 11 décembre 2024.

Selon nous, le marché américain des *leveraged loans* devrait bénéficier de l'appétit constant pour les actifs à taux variable et d'une offre nette limitée au premier semestre. Depuis que la Fed a entamé son cycle de baisse des taux en septembre, les flux entrants ne sont quasiment jamais interrompus. Les flux mesurables vers les fonds collectifs et les ETF associés sont restés dynamiques, tandis que le marché des CLO, qui détient les deux tiers des prêts syndiqués, se dirigeait tout droit vers une année record au moment de la rédaction de ce rapport.² Selon nous, ce soutien technique a toutes les chances de perdurer et la demande devrait bénéficier de tout ralentissement des baisses de taux.

Sur les marchés émergents, les dynamiques de l'offre et de la demande qui a dominé ces trois dernières années devraient persister. En effet, l'impact technique de la contraction de 83 milliards de dollars de l'univers lors des 11 premiers mois de 2024²³ devrait plus que compenser la décollecte modérée de la classe d'actifs. Pour 2025, on estime la décollecte globale sur les obligations émergentes en devises locales et en devises dures à 10 milliards de dollars, après des flux sortants d'environ 13 milliards de dollars entre janvier et novembre 2024.²⁴

22. Pitchbook, « Loan funds post \$1.24B inflow, extending positive streak to 9 weeks », 25 novembre 2024

23. JP Morgan, « EM Corporate Outlook and Strategy 2025 », 26 novembre 2024

24. JP Morgan, « EM Corporate Outlook and Strategy 2025 », 26 novembre 2024

4. A la recherche de sources de valeur en 2025

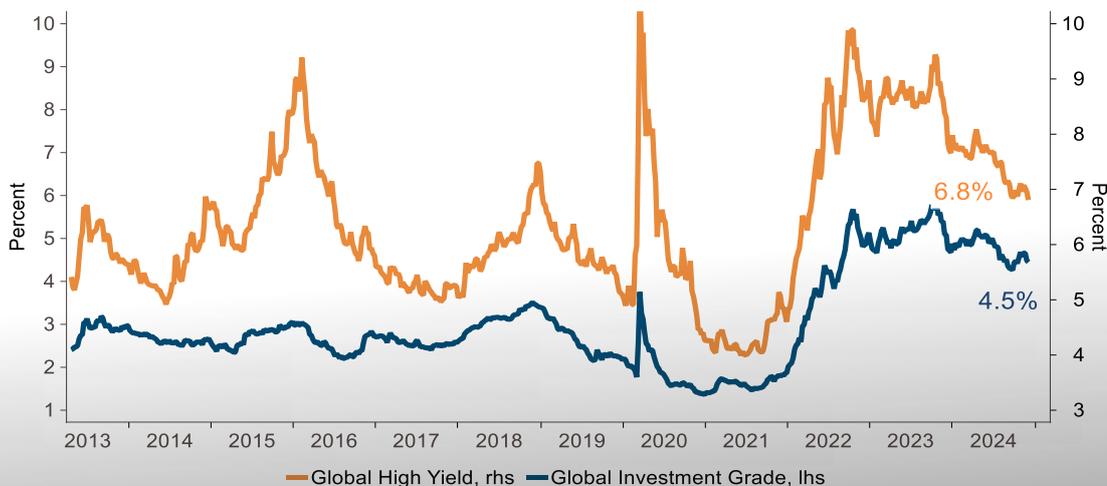
Dans la plupart des classes d'actifs du crédit, les spreads vont débiter l'année 2025 proches de plus bas historiques en raison d'une situation idéale : faible risque de défaut, volatilité limitée des spreads, hausse des valorisations des actions et amélioration des taux de recouvrement.²⁵ La quête de rendement dans un environnement marqué par un risque systémique limité s'est traduite par une compression des spreads sur les segments les plus fragiles de la structure du capital et pour les titres de moindre qualité qui, après avoir subi une survente, sont désormais en situation de surachat. Compte tenu de la solidité de la situation technique, il faudrait que quelque chose « casse » pour vraiment faire évoluer sensiblement les valorisations.

Graphique 10 : Les spreads de crédit à des niveaux historiquement bas



Source : Plateforme d'indices ICE, 2 décembre 2024. Indice Global Corporate (G0BC), Indice Global High Yield Constrained (HW0C). Les indices utilisés sont les plus pertinents pour illustrer l'évolution des marchés évoqués. À titre d'illustration uniquement.

Graphique 11 : Le rendement au centre du jeu



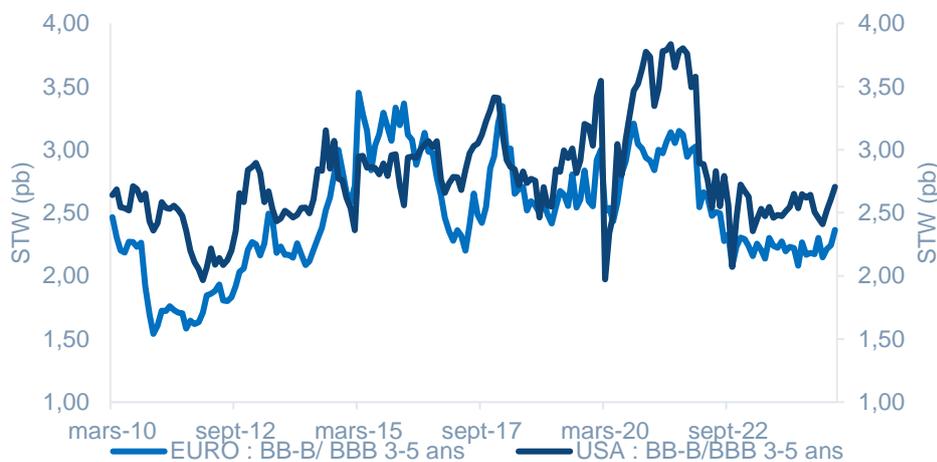
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances présentes ou futures.

Source : Macrobond, plateforme d'indices ICE, au 11 décembre 2024. Indices ICE BofA US High Yield Index (H0A0) et ICE BofA European High Yield Constrained (HEC0). La performance de l'indice est fournie uniquement à titre d'illustration. Vous ne pouvez pas investir directement dans l'indice.

Contrairement au début de l'année 2024, l'argument de la convexité n'est plus aussi puissant, avec un prix de marché moyen proche de 100 pour les titres HY européens notés BB-B et de 98,5 à 99 pour leurs homologues américains²⁶ (sauf bien sûr en s'exposant aux titres de faible qualité). Il en va de même pour les *leveraged loans*.

Cependant, nous pensons que la recherche de portage va se poursuivre. Nous identifions des poches de valeur sur les actifs offrant des rendements élevés, tout en maintenant notre biais en faveur des actifs de bonne qualité. L'environnement macroéconomique ne justifie pas de s'exposer aux émetteurs de moindre qualité, en particulier ceux dont les flux de trésorerie sont négatifs ou qui sont vulnérables aux tensions commerciales ou géopolitiques.

Graphique 12 : Ratios des spreads de crédit entre titres BBB et BB-B, marchés du crédit américain et européen



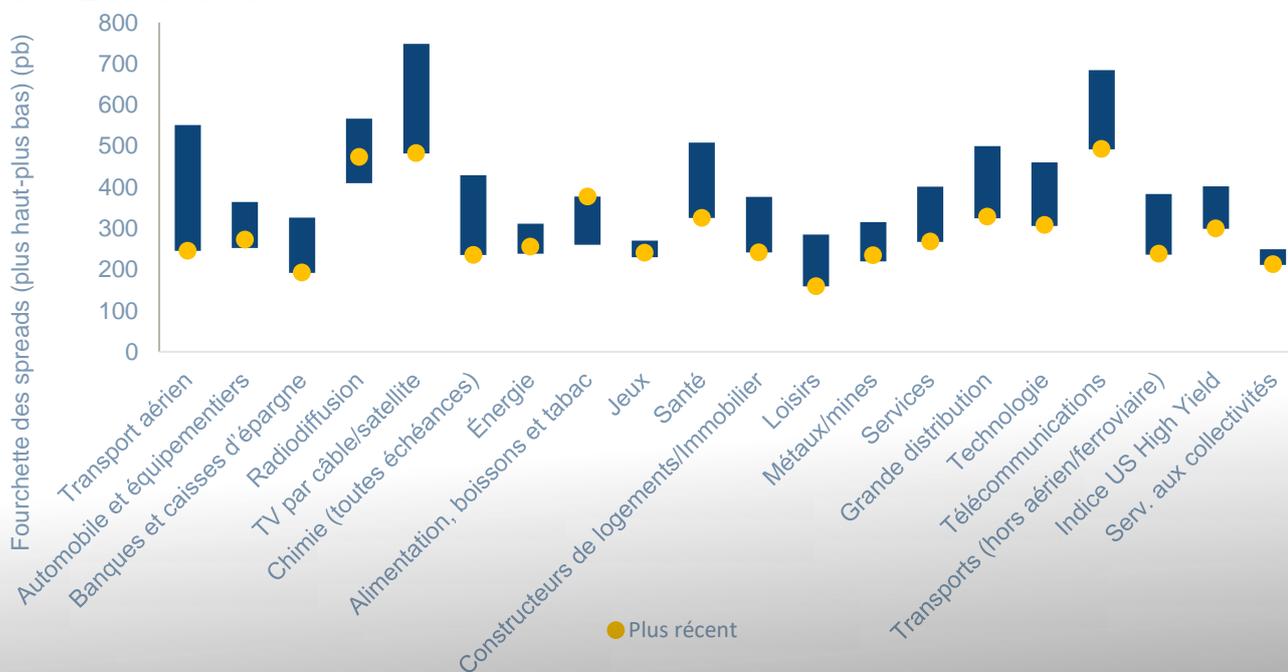
Source : Plateforme d'indices ICE et Macrobond, 30 novembre 2024. Indice Euro Large Cap Corporate 3-5 year, BBB (ELD2), indice European High Yield Constrained, BB-B (HP4N), Indice US non-financial high yield, BB-B (HC4N), Indice US Corporate & yankees, 3-5 year, BBB (CY42). Les indices utilisés sont les plus pertinents pour illustrer l'évolution des marchés évoqués. À titre d'illustration uniquement.

La quête de valeur en 2025 sera peut être différente de celle de 2024. Selon nous, les décisions d'allocation d'actifs seront marquées par une dispersion accrue sur le plan régional, une différenciation sectorielle et la réapparition des facteurs liés aux coûts de couverture. Voici les grandes tendances répertoriées par nos équipes de gestion et qui seront à surveiller en 2025 :

- Point d'ancrage américain** : Contrairement à 2024, marquée par les incertitudes liées à l'élection présidentielle, les États-Unis vont bénéficier d'une meilleure visibilité que les autres pays développés. Ainsi, le crédit américain pourrait servir de point d'ancrage aux portefeuilles mondiaux, avec des scénarios macroéconomiques et sectoriels bien identifiés, tandis que la volatilité sera plus élevée en Europe et dans les pays émergents et nécessitera une gestion plus active des risques.
- Les rendements britanniques** : En Europe, la prime de spread entre les obligations d'entreprises libellées en euros et en livres sterling s'est creusée ces derniers mois en raison de la sous-performance des taux britanniques. Ainsi, renforcer l'exposition au crédit en GBP devrait améliorer le rendement des portefeuilles paneuropéens. Selon nous, ce sont les obligations à moyen terme, segment protégeant les investisseurs d'un risque de durée excessif, qui permettront le mieux de miser sur ce thème.
- Obligations d'entreprises des marchés émergents** : Déterminer une allocation d'actifs pertinente sur les marchés émergents n'est pas un exercice aisé. Les fondamentaux ont été meilleurs que prévu en 2024, avec une croissance résiliente (en dehors de la Chine) malgré les taux d'intérêt élevés aux États-Unis et la poursuite de la désinflation. Cette tendance s'est parfois accompagnée d'une relance budgétaire plus forte que nécessaire et l'assouplissement des politiques monétaires a dû être ralenti, voire inversé comme au Brésil. Toutefois, les marchés des obligations d'entreprise en devises fortes ont affiché des performances similaires à celles du crédit américain et ont même surperformé sur le segment HY. Néanmoins, comme les droits de douane américains vont jouer un rôle clé en 2025, l'appétit mondial n'évoluera probablement pas tant que cette question ne sera pas clarifiée.

- d) Le facteur « spread » :** Sur la partie longue de la courbe des titres IG américains, les spreads ont atteint des plus bas historiques en 2024. Face à une offre limitée, les investisseurs institutionnels ont recherché de la durée dans toutes les catégories de notation en adoptant souvent une approche *barbell* sur les *leveraged loans* en dollars. Une observation similaire peut être faite au sujet des obligations IG européennes. Sur ce segment, ce sont selon nous les obligations d'entreprise notées BBB d'échéance courte ou moyenne qui offrent les valorisations les plus attractives.
- e) Obligations IG européennes :** Les émetteurs européens du secteur automobile ont sous-performé au second semestre 2024. Malgré des défis structurels évidents, les valorisations actuelles pourraient offrir un nouveau point d'entrée et nous permettre de mettre un terme à notre positionnement sous-pondéré de longue date vis-à-vis du secteur. Les valorisations des sociétés européennes des services aux collectivités sont également intéressantes, avec une prime de spread par rapport aux grandes entreprises non financières. Les banques offrent toujours des spreads positifs par rapport aux sociétés non financières, ce qui justifie notre surpondération. La surperformance récente de la dette subordonnée et la prime actuellement serrée nous incitent à rééquilibrer notre exposition en faveur de la dette senior dans le secteur financier. Comme les baisses de taux de la BCE sont désormais bien intégrées dans les prix des contrats à terme et que la croissance économique reste incertaine, nous allons encore probablement réduire notre surpondération à l'immobilier dont les spreads se sont nettement resserrés par rapport au marché IG.
- f) Les singularités du segment HY américain :** Le programme économique des États-Unis pour 2025 sera source de différenciation sectorielle sur le segment HY. Les secteurs les plus prometteurs selon nous sont les services aux collectivités et l'énergie, certains segments de la santé (hôpitaux et certains assureurs) et les télécommunications, qui ne devraient pas être exposés à des représailles internationales sur la question des droits de douane. Dans le secteur de l'automobile, les constructeurs américains bénéficient d'une certaine dynamique, contrairement à leurs homologues européens. Contrairement à 2024, les obligations yankees semblent moins attractives, notamment celles des banques, alors que les mesures de dérèglementation anticipées seront favorables aux banques américaines. En outre, nous cherchons à alléger notre exposition aux secteurs onéreux qui semblent plus vulnérables aux risques macroéconomiques, comme la distribution et l'hôtellerie.

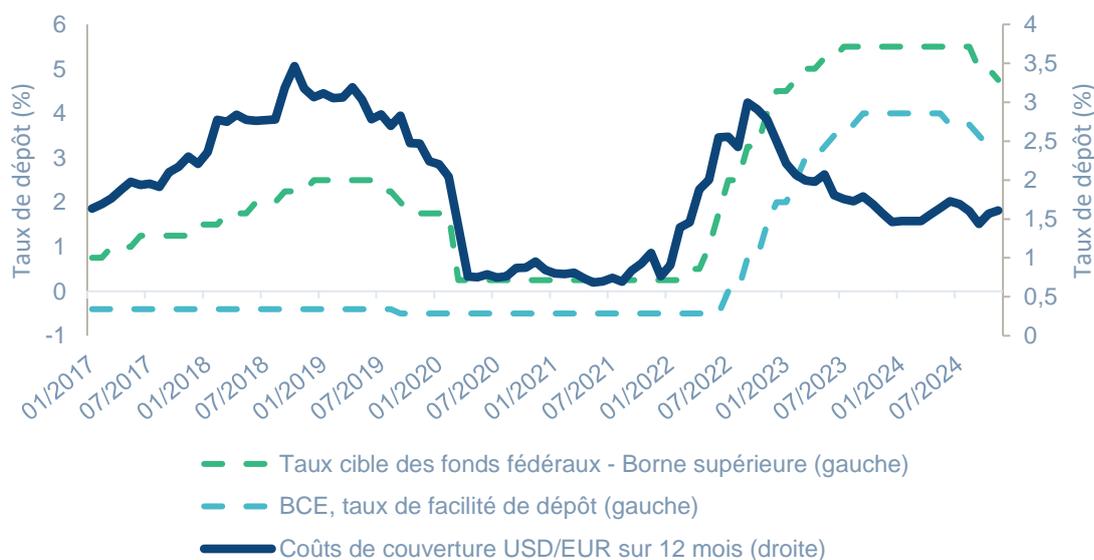
Graphique 13 : Niveau des spreads US high yield par secteur, plus hauts, plus bas, les plus récents au cours des 12 derniers mois



Source : Macrobond, Plateforme d'indices ICE, au 30 novembre 2024. ICE BofA US High Yield Index (H0A0). À titre d'illustration uniquement.

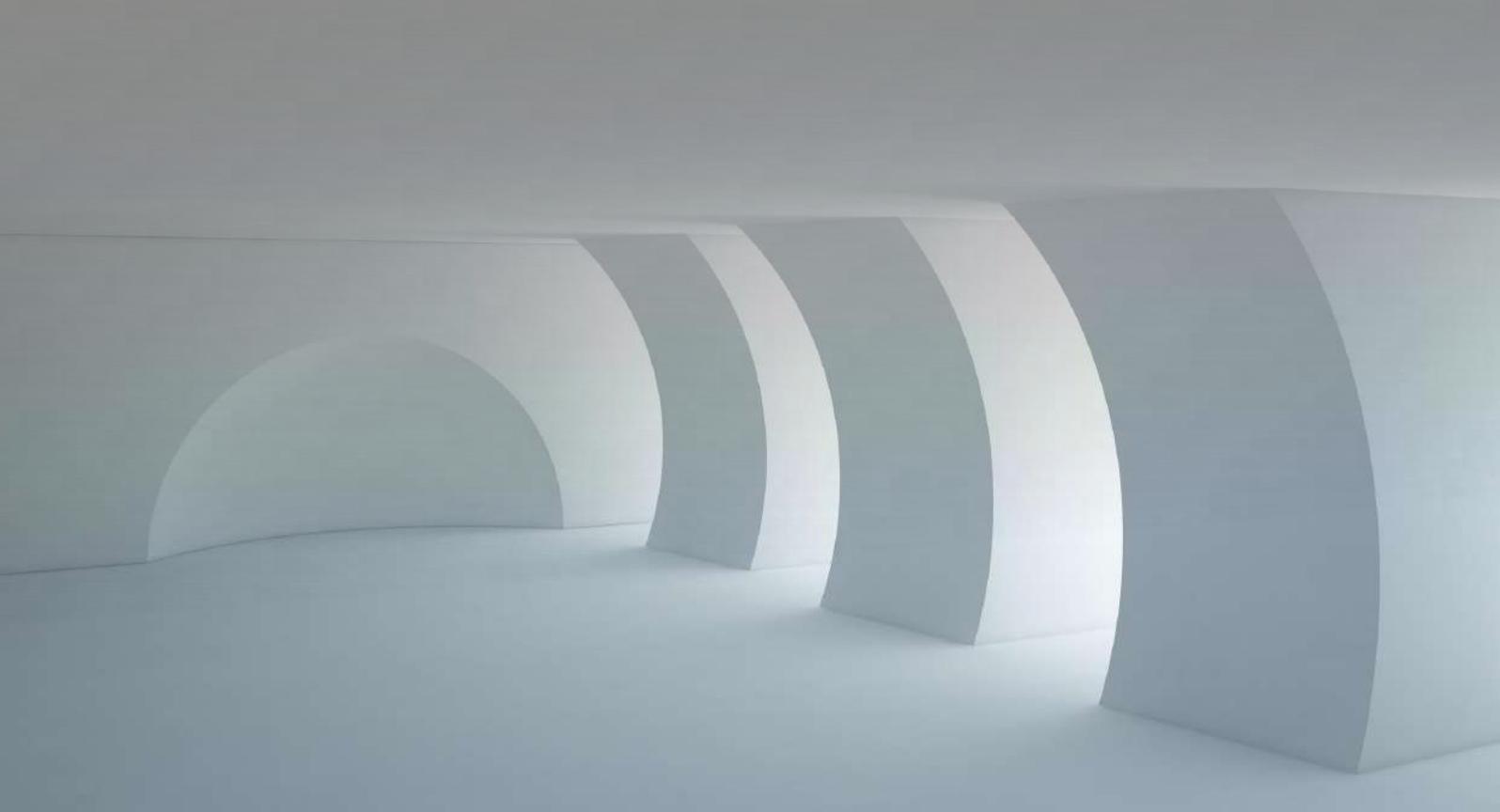
- g) Obligations HY européennes :** Nous avons commencé à réduire notre exposition aux secteurs cycliques à la mi-2024 et n'avons pas l'intention d'interrompre cette sous-pondération. Après un parcours solide en 2024, il est peu probable que les obligations subordonnées non financières puissent réitérer une telle performance en 2025. L'immobilier offre des poches de valeur, mais les spreads se sont déjà nettement resserrés. Le secteur de la consommation non cyclique affiche une bonne dynamique, y compris les télécommunications qui ont été affectées par un événement spécifique en France mais qui semblent protégées contre d'éventuelles tensions commerciales. Il est trop tôt pour accroître l'exposition à la distribution, mais ce secteur pourrait offrir des opportunités si les dépenses de consommation et les revenus réels se redressent.
- h) Le facteur « couverture » :** Comme les politiques monétaires américaine et européenne vont encore probablement diverger, les conditions de couverture du risque de change vont évoluer. Le coût de couverture des investissements en devises étrangères va donc augmenter pour les investisseurs en euros, mais les rendements potentiels des investisseurs en dollars et en livres sterling devraient s'améliorer. Les coûts de couverture EUR-USD, basés sur les taux à terme à trois mois, sont actuellement d'environ 1,7% sur une base annualisée²⁷ mais ils pourraient dépasser le seuil de 2% lors des 12 prochains mois. A noter par ailleurs que le rendement supplémentaire disponible pour les investisseurs en dollars s'accompagne d'une volatilité relativement faible par rapport aux actifs sous-jacents, ce qui pourrait améliorer le ratio de Sharpe de l'exposition globale. En revanche, face à de telles conditions de couverture, les investisseurs en EUR en quête de portage préféreront probablement les actifs libellés en EUR, et il faudrait une nette baisse des valorisations du crédit américain pour justifier un arbitrage.

Graphique 14 : Coûts de couverture EUR vs USD et principaux taux directeurs



Source : Macrobond, Bloomberg, au 1er décembre 2024. À titre d'illustration uniquement.

27. Bloomberg, indice du coût de couverture EUR/USD sur 3 mois, au 11 décembre 2024



Principaux points à retenir

- En 2025, la résilience des fondamentaux et les facteurs techniques favorables devraient soutenir les marchés du crédit. Les rendements plus élevés vont continuer à attirer les investisseurs, qui devraient adopter une approche équilibrée en matière de duration, alors que la forme des courbes de crédit devrait retrouver une structure par terme plus normale.
- Toutefois, l'année pourrait être marquée par une forte dispersion régionale. L'Europe et les pays émergents vont être confrontés à un contexte macroéconomique plus dégradé et à une volatilité accrue, ce qui justifiera la persistance d'une prime de spread par rapport au crédit américain.
- Par ailleurs, certaines tendances potentiellement négatives, comme les politiques commerciales, la dynamique du marché du travail et les défis budgétaires, vont probablement augmenter la volatilité et la dispersion des spreads de crédit. Les investisseurs vont probablement adopter une approche sélective dans leurs allocations au crédit, en cherchant à exploiter l'augmentation de la dispersion et en mettant l'accent sur les titres de qualité et versant des revenus plus élevés.
- Nous pensons que la quête de rendement restera le thème dominant et que l'amélioration des valorisations entraînera des flux d'investissement importants vers les marchés du crédit. Les rendements des emprunts d'État devraient évoluer dans une fourchette étroite et les points morts d'inflation (*breakeven*) offrent un niveau décent de protection contre le risque baissier. Par conséquent, nous pensons que les marchés du crédit offriront aux investisseurs des performances potentiellement attractives en 2025, en particulier par rapport aux actions dont les valorisations sont élevées.

Ce document ne doit pas être considéré comme une prévision, une recherche ou un conseil d'investissement, et ne constitue pas une recommandation, une offre, ni une sollicitation pour acheter ou vendre des titres, ou suivre une stratégie d'investissement. Les opinions exprimées par Muzinich & Co. sont datées de décembre 2024 et peuvent être modifiées sans préavis.

Descriptions des indices

HW00 - L'indice ICE BofA Global High Yield réplique la performance des obligations d'entreprises avec une notation inférieure à la catégorie *investment grade* libellées en USD, CAD, GBP et EUR, émises et échangées sur les grands marchés domestiques ou sur le marché des eurobonds. Les titres éligibles doivent avoir une notation inférieure à la catégorie *investment grade* (à partir d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée de vie 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 rééquilibrage, un échéancier de coupons fixe et un encours d'au moins 250 millions USD, 250 millions EUR, 100 millions GBP ou 100 millions CAD.

G0BC- L'indice ICE BofA Global Corporate réplique la performance des obligations d'entreprises *investment grade* émises et échangées sur les grands marchés domestiques ou sur 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 de vie résiduelle d'au moins 18 mois, au moins un an à courir jusqu'à l'échéance à la date de rééquilibrage et un échéancier de coupons fixe.

GA10 - L'indice ICE BofA Current 10-Year US Treasury est composé d'un seul titre correspondant au bon du Trésor américain à 10 ans le plus récemment émis.

C2A4 - L'indice ICE BofA 3-5 Year BBB US Corporate est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US Corporate incluant tous les titres dont la durée de vie résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 3 ans et inférieure à 5 ans et notés de BBB1 à BBB3 inclus.

ELD2 - L'indice ICE BofA 3-5 Year BBB Euro Large Cap Corporate est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA Euro Large Cap incluant tous les titres dont la durée résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 3 ans et inférieure à 5 ans, et dont la notation va de BBB1 à BBB3.

CY42 - L'indice ICE BofA 3-5 Year BBB US Corporate & Yankees est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US Corporate & Yankees incluant tous les titres dont la durée de vie résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 3 ans et inférieure à 5 ans et notés de BBB1 à BBB3 inclus.

H0A0 - L'indice ICE BofA US High Yield réplique la performance des obligations d'entreprises avec une notation inférieure à la catégorie *investment grade* libellées en dollar, émises et échangées sur le marché 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 rééquilibrage, un échéancier de coupons fixes, et un montant en circulation d'au moins 250 millions de dollars.

G4D0 - L'indice ICE BofA 7-10 Year German Government est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA German Government (G0D0) 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.

HP00 - The ICE BofA European Currency High Yield réplique la performance des obligations d'entreprises ayant une notation inférieure à la catégorie *investment grade* libellées en EUR et GBP, émises et échangées sur le marché britannique ou le marché des eurobonds. Les titres éligibles doivent avoir une notation inférieure à la catégorie *investment grade* (à partir d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée de vie résiduelle d'au moins un an, au moins 18 mois jusqu'à l'échéance finale à la date d'émission, un échéancier de coupons fixe et un encours d'au moins 250 millions EUR ou 100 millions GBP.

HW0C – L'indice ICE BofA Global High Yield Constrained contient tous les titres de l'indice ICE BofA Global High Yield (HW00), mais plafonne l'exposition à chaque émetteur à 2 %.

HE0C - L'indice ICE BofA Euro High Yield Fund Directive Constrained contient tous les titres de l'indice ICE BofA Euro High Yield mais plafonne l'exposition chaque émetteur à 10 % et limite la pondération totale de tous les émetteurs dépassant 5 % de l'indice à un maximum de 40 % au total. Les obligations éligibles sont pondérées selon la capitalisation, à condition que : a) l'allocation totale à un émetteur individuel (défini par les tickers Bloomberg) ne dépasse pas 10 %; et b) l'allocation totale aux émetteurs de grande capitalisation (ceux dont la pondération est supérieure à 5 % de l'indice) ne dépasse pas 40 %. La valeur nominale des obligations des émetteurs dépassant les exigences susmentionnées est réduite au prorata afin de les ramener aux limites de 10 % et de 40 %, respectivement. De même, la valeur nominale des obligations de tous les autres émetteurs qui est inférieure aux limites de 10 %/40 % est augmentée au prorata. S'il y a moins de 20 émetteurs dans l'indice, chacun est équipondéré et la valeur nominale de leurs obligations respectives est augmentée ou diminuée au prorata.

ELD2 - L'indice ICE BofA 3-5 Year BBB Euro Large Cap Corporate est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA Euro Large Cap incluant tous les titres dont la durée résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 3 ans et inférieure à 5 ans, et dont la notation va de BBB1 à BBB3 inclus.

HP4N – L'indice ICE BofA BB-B European Currency Non-Financial High Yield Constrained contient tous les titres émis par des sociétés non financières de l'indice ICE BofA European Currency High Yield qui sont notés de BB1 à B3, à partir de la notation moyenne de Moody's, S&P et Fitch. L'indice plafonne toutefois l'exposition à chaque émetteur à 3 %.

Descriptions des indices

HC4N – L'indice ICE BofA BB-B US Non-Financial High Yield Constrained contient tous les titres de l'indice ICE BofA US High Yield qui sont notés de BB1 à BBB3 inclus, à l'exception des émetteurs financiers. L'indice plafonne l'exposition à chaque émetteur à 2 %. Les composantes de l'indice sont pondérées par la capitalisation, en fonction de leur encours actuel, à condition que l'allocation totale à un émetteur individuel n'excède pas 2 %. Les émetteurs qui excèdent la limite sont réduits à 2 % et la valeur nominale de chacune de leurs obligations est ajustée au prorata. De même, la valeur nominale des obligations de tous les autres émetteurs qui baisse sous le plafond de 2 % est augmentée au prorata. S'il y a moins de 50 émetteurs dans l'indice, chacun est équipondéré et la valeur nominale de leurs obligations respectives est augmentée ou diminuée au prorata. Les intérêts courus sont calculés en supposant un règlement le jour suivant. Les flux de trésorerie provenant des paiements d'obligations reçus au cours du mois sont conservés dans l'indice jusqu'à la fin du mois et sont ensuite retirés dans le cadre du rééquilibrage. Les liquidités ne génèrent aucun revenu de réinvestissement tant qu'elles sont détenues dans l'indice. L'indice est rééquilibré le dernier jour calendaire du mois, à partir des informations disponibles jusqu'au troisième jour ouvrable précédant le dernier jour ouvrable du mois. Les émissions qui répondent aux critères d'éligibilité sont incluses dans l'indice du mois suivant. Les émissions qui ne répondent plus aux critères au cours du mois restent dans l'indice jusqu'au prochain rééquilibrage de fin de mois, date à laquelle elles sont retirées de l'indice.

CY42 - L'indice ICE BofA 3-5 Year BBB US Corporate & Yankees est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US Corporate & Yankees incluant tous les titres dont la durée de vie résiduelle jusqu'à l'échéance finale est supérieure ou égale à 3 ans et inférieure à 5 ans et notés de BBB1 à BBB3 inclus.

Informations importantes

Les noms Muzinich et Muzinich & Co. mentionnés dans le présent document font référence à Muzinich & Co. et à ses sociétés affiliées. Vues et opinions de Muzinich. 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 performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération lors du choix d'un produit ou d'une stratégie. 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. 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.

L'intégralité de la recherche présentée dans le présent document a été obtenue par Muzinich et est susceptible d'avoir été modifiée par Muzinich pour répondre à ses propres besoins. Les résultats de cette recherche sont communiqués exclusivement à titre d'information et leur exactitude ne peut être garantie. Les avis et les opinions relatifs aux tendances des marchés financiers sont exprimés sur la base des conditions de marché applicables et constituent notre appréciation de ces conditions, qui peut potentiellement être erronée. Les points de vue et opinions exprimés ne doivent pas être interprétés comme une offre d'achat ou de vente ou une invitation à s'engager dans une quelconque activité d'investissement, ils le sont à titre d'information uniquement.

Ce document contient des déclarations prévisionnelles, qui mentionnent les anticipations actuelles concernant les activités et les performances futures. Tout ou partie des déclarations prévisionnelles contenues dans ce matériel peuvent s'avérer incorrectes. Elles peuvent être remis en cause par des hypothèses inexactes ou par des risques et des incertitudes connus ou inconnus. Les hypothèses qui sous-tendent les prévisions contenues dans le présent document sont jugées raisonnables, mais l'une ou l'autre des hypothèses pourrait toutefois s'avérer inexacte et, par conséquent, rien ne garantit qu'elles se révéleront exactes. Compte tenu des incertitudes importantes inhérentes aux déclarations prospectives incluses dans le présent document, l'inclusion de ces informations ne doit pas être considérée comme une déclaration selon laquelle les objectifs et les plans discutés ici seront atteints. De plus, personne ne s'engage à réviser ces prévisions pour tenir compte d'événements ou de circonstances survenus après la date du présent document ou d'événements imprévus.

États-Unis : Muzinich & Co, Inc. est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC). 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.

Publié dans l'Union européenne par Muzinich & Co. (Irlande) Limited, qui est autorisée et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. Enregistré en Irlande sous le numéro 307511. Siège social : 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Irlande. Publié en Suisse par Muzinich & Co. (Suisse) AG. Enregistré en Suisse sous le numéro CHE-389.422.108. Siège social : Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Suisse. Publié à Singapour et à Hong Kong par Muzinich & Co. (Singapour) Pte. Limited, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Enregistré à Singapour sous le numéro 201624477K. Siège social : 6 Battery Road, #26-05, Singapour, 049909. Dans toutes les autres juridictions (exceptés les États-Unis), 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. 2024-12-17-15119