

**MARKETS
IN FOCUS**

JUILLET 2020

**DIX SIGNES QUI INDIQUENT UN
POTENTIEL DE CRÉATION D'ALPHA
À LONG TERME SUR LES MARCHÉS
DU CRÉDIT**

Le plus long marché actions haussier depuis la Seconde Guerre mondiale a eu pour effet de rehausser les valorisations et d'accroître l'effet de levier. Alors que le cycle se retourne, les multiples de valorisation sont appelés à se contracter et les niveaux d'endettement élevés exerceront une pression sur l'ensemble de la structure du capital.

La fragilité structurelle des marchés du crédit et la diminution des liquidités entraîneront probablement un regain de volatilité, une hausse des dégradations de notes de crédit, une montée en flèche des taux de défaut, une diminution des recouvrements et des conditions moins favorables pour les nouveaux prêteurs dans l'après-COVID-19.

Voici dix signes précurseurs d'une dégradation des fondamentaux, sources d'opportunités de création d'alpha à long terme pour les investisseurs alternatifs.

1. LES AGENCES DE CRÉDIT RELÂCHENT LEUR VIGILANCE

Nous avons constaté une montée générale de l'endettement net depuis la crise financière mondiale. A titre d'exemple, les entreprises notées BB sont désormais plus endettées que leurs consœurs notées B ne l'étaient à l'époque. La vague de dégradation de notes de crédit qui se profile à l'horizon constituera donc un indicateur tardif.

2. LA DETTE DU SECTEUR PRIVÉ A TRIPLÉ

Depuis 2009, le PIB a augmenté de 47 % – passant de USD 14'600 milliards à USD 21'500 milliards – tandis que les marchés des obligations d'entreprise ont presque triplé de volume. Au cours de cette même période, la dette des ménages américains a légèrement augmenté (+10 %) et les créances liées au logement sont restées stables. En revanche, le marché des titres de qualité Sub-Investment Grade s'est largement développé, tant dans le segment des obligations à haut rendement que dans celui des prêts à effet de levier.

3. L'ENDETTEMENT ÉLEVÉ MET LE PER SOUS PRESSION

L'endettement a été multiplié par 1,5 en moyenne depuis la crise financière mondiale, voire par 3-4 pour certains secteurs cycliques. En ce qui concerne les prêts de type LBO, le niveau

d'endettement est également nettement plus élevé. Parmi les grands LBO, l'endettement est encore plus massif, avec un ratio dette/EBITDA supérieur à 6x pour environ 60 % de l'univers.

4. DES AJUSTEMENTS DE L'EBITDA SE PROFILENT

Les ratios de levier indiqués ci-dessus peuvent être trompeurs, étant donné que les ajustements – tels que les réintégrations et les informations pro forma – représentent souvent 20 % de l'EBITDA publié, ce qui conduit en moyenne à une hausse de 1x de l'endettement par rapport aux chiffres publiés.

5. L'ESSOR DES PRÊTS AUX CONDITIONS ALLÉGÉES

Covenant-lite loans have increased significantly since the GFC and now represent more than 80% of the \$1.2trn US leveraged loan market. Without these protections, company performance can deteriorate materially before triggering a credit event.

6. UNE HAUSSE DES TAUX DE DÉFAUT

Les taux de défaut annuels ont atteint un pic d'environ 10 % durant les dernières récessions, contre l'équivalent de 13 % lors de la crise financière mondiale. Au regard des prêts aux conditions allégées, voire sans conditions, nous prévoyons un taux de défaut très bas à court terme. En revanche, nous tablons sur une dégradation des indicateurs et une potentielle hausse des taux de défaut d'ici la fin de l'année.

7. UNE DIMINUTION DES RECOUVREMENTS

L'absence de conditions permet aux emprunteurs d'adopter un comportement attentiste, car les prêteurs n'ont pas la possibilité d'exercer une surveillance et de prendre les mesures nécessaires avant qu'il ne soit trop tard. Une diminution des recouvrements est à prévoir, étant donné que les événements de crédit devraient survenir une fois que les conditions financières et le bilan des emprunteurs se sont déjà considérablement détériorés.

8. UN SOCLE D'INVESTISSEURS PASSIFS

Depuis la crise financière mondiale, nous avons constaté une forte croissance des produits d'investissement passifs, ou gérés activement dans le cadre de mandats d'investissement rigides, pour lesquels il existe souvent une asymétrie de liquidité. Les prêts à effet de levier, notamment utilisés dans le secteur du capital-investissement, s'intègrent en grande partie dans des structures CLO, qui sont à leur tour détenues par une variété de prêteurs bancaires et non bancaires. La plupart de ces investisseurs passifs tendent à gérer différents « paniers de titres » et peuvent être contraints de vendre dans un environnement de crédit qui se dégrade.

9. UN MANQUE DE LIQUIDITÉ

Les activités de tenue de marché ont fortement diminué depuis la crise financière mondiale, car bon nombre de banques se sont désengagées et celles qui les ont maintenues ont dû les réduire. A titre d'exemple, le décompte des titres à haut rendement effectué par les teneurs de marché a chuté de 40 à 3 milliards de dollars, tandis que celui des obligations d'entreprise s'est réduit comme peau de chagrin, passant de 250 à 30 milliards.

10. UN REGAIN DE VOLATILITÉ

Alors que les agences de crédit actualisent leurs dégradations de notes de crédit, certains investisseurs passifs seront contraints de céder des titres qui ne correspondent plus à leur mandat, créant des opportunités

Il semble que le segment le plus faible du marché soit celui des obligations Investment Grade moins bien notées. A mesure que leurs notations seront abaissées à Sub-Investment Grade, ces « anges déchus » accuseront d'importantes baisses de prix, surtout dans un environnement marqué par une liquidité limitée et face à un public beaucoup moins friand de titres à haut rendement.

EN CONCLUSION

L'environnement actuel créera de nombreuses opportunités pour les investisseurs vers la fin de l'année et au-delà – en 2021 et 2022. Dans ce contexte, nous nous concentrons sur les obligations d'entreprises en difficulté, la restructuration, le financement des litiges et le marché secondaire, ainsi que sur le capital-investissement, car toutes les sociétés ne seront pas touchées de la même manière. Les investisseurs rigoureux et sélectifs peuvent dénicher des poches de croissance élevée dans un contexte de récession. Nous mettons tout en œuvre pour tirer parti de ces conditions de marché, en misant sur la patience et la discipline, deux facteurs clés de réussite en phase de récession.

CONTRIBUTEUR

Olivier Maurice, Managing Partner
E. omaurice@syzcapital.com

POUR PLUS D'INFORMATIONS: SYZCAPITALAG@SYZCAPITAL.COM

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs professionnels, institutionnels et qualifiés et non aux investisseurs individuels. En particulier, il ne s'adresse pas aux personnes résidant dans des juridictions où sa diffusion est interdite du fait de leur nationalité, de leur lieu de résidence ou pour une autre raison. Il ne doit ni être reproduit, ni être divulgué et/ou diffusé, en tout ou partie, à un quelconque tiers sans l'autorisation écrite préalable de SYZ Capital ou de ses sociétés affiliées (« SYZ »). Ce document n'est transmis qu'à titre d'information - il ne constitue pas, et ne doit pas être interprété comme une offre ou une sollicitation d'offre, d'instrument ou de service financier, ni une invitation ou une recommandation d'investir dans des produits SYZ ou autres, et n'a pas été établi en rapport avec une telle offre ou recommandation. Aucun élément du présent document ne constitue un conseil en matière d'investissement, juridique, comptable ou fiscal. Vous êtes invité à consulter vos propres conseillers sur ces questions. Les informations et opinions figurant dans le présent document ont été compilées et sont transmises de bonne foi, sur la base d'informations obtenues auprès de sources considérées comme dignes de confiance. Toutefois, ces informations n'ont pas été vérifiées de manière indépendante et aucune garantie ou déclaration, expresse ou implicite, n'est donnée ou faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité, que ce soit par SYZ, par les fournisseurs de données concernés ou par d'autres sources. Si la performance brute est indiquée, elle ne comprend pas, entre autres, les commissions de gestion, de performance, d'administration, de garde et d'audit. Les analyses développées dans ce document reposent sur de nombreuses hypothèses. Le recours à des hypothèses différentes pourrait entraîner des résultats sensiblement différents. Toute opinion exprimée n'est valable qu'à la date à laquelle elle est publiée. Le présent document comporte des déclarations qui ne sont pas des faits historiques mais reflètent les intentions, les attentes et les prévisions de SYZ concernant la situation, la performance, les perspectives, les stratégies et les opportunités futures. Ces déclarations prospectives sont faites sur la base d'hypothèses et d'attentes qui, quoique considérées comme raisonnables au moment de leur formulation, pourraient se révéler erronées ou irréalisables. Toutes les informations, opinions et déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis. Aucune garantie n'est donnée quant au fait que les objectifs de SYZ seront atteints et que les tendances que nous jugeons encourageantes se révéleront rentables. Emis par SYZ Capital AG, une société affiliée du Groupe SYZ. SYZ Capital est réglementée et supervisée en tant que gestionnaire suisse de placements collectifs et ne détient aucune autre licence prudentielle.

Les performances passées ne donnent pas d'indication fiable quant aux résultats actuels ou futurs. Les placements et stratégies cités dans le présent document peuvent présenter des risques importants. La valeur de ces placements peut fluctuer, ce qui peut entraîner une perte partielle ou totale du capital investi. De plus, les risques inhérents aux investissements alternatifs sont d'une nature et d'un degré qui ne sont généralement pas observés dans les titres cotés en bourse.