

BBB, l'étoile montante du crédit

Juillet 2024

Auteur : Zachary Barsky | *Directeur, Solutions institutionnelles*

Être ou ne pas être BBB?

Il y a dix ans, 25 % des obligations de sociétés en circulation avaient une notation BBB. Aujourd'hui, ce pourcentage est passé à 45 %. La forte croissance de cette catégorie d'obligations située à l'extrémité inférieure de la notation catégorie investissement est principalement attribuable à la politique de taux d'intérêt extrêmement bas ayant prévalu durant les années avant 2022. Les faibles taux d'intérêt avaient incité les sociétés à s'endetter davantage en émettant plus de titres de créance et obligé les équipes de direction à créer de la valeur pour les actionnaires au moyen, soit de fusions et acquisitions financées par emprunt, soit de rachats de titres. Plusieurs commentateurs ont souligné que la croissance du crédit BBB constituait une vulnérabilité du système financier. Nous estimons toutefois que la réalité est beaucoup plus nuancée que cela et considérons que la zone du marché du crédit notée BBB est une occasion de générer de l'alpha qui continue de mériter notre attention.

La part de marché des obligations américaines notées BBB a fortement augmenté par rapport à il y a dix ans

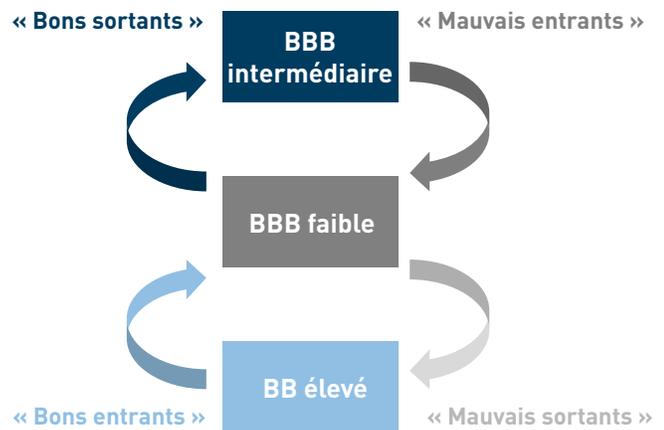


Source : BarclaysLive. Données en date du 31 mai 2024.

La zone grise

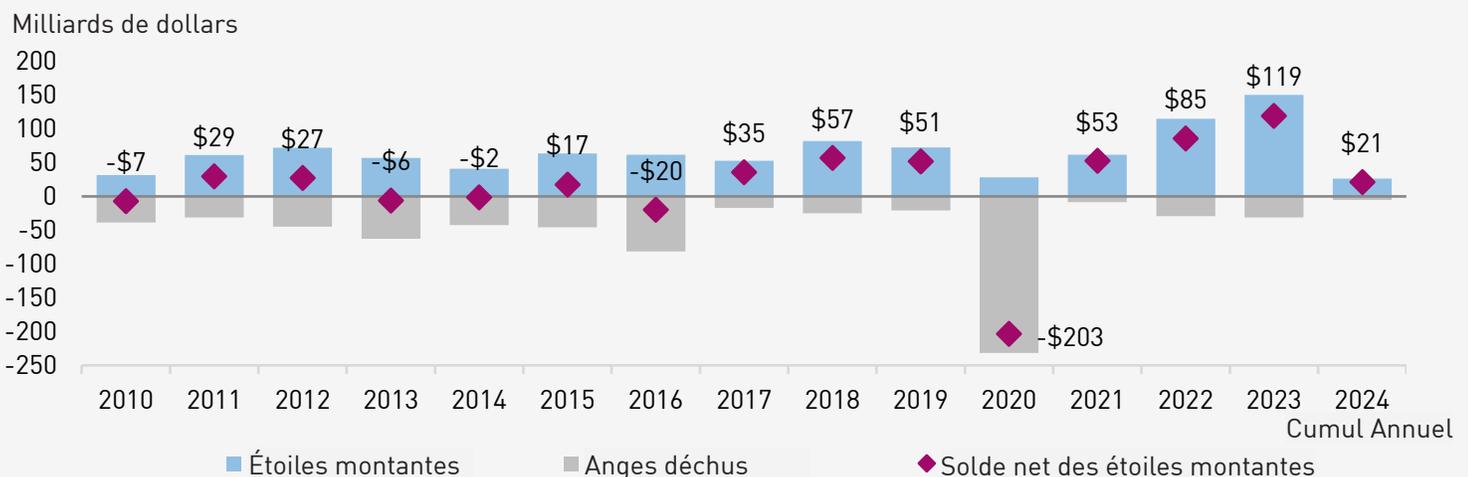
Au sein de la catégorie BBB, les titres reçoivent les notations BBB (haut), BBB (moyen) et BBB (faible). La sous-catégorie qui croît le plus vite est la BBB (faible). Sa part du marché obligataire est passée de 11 % en 2012 à 16 % aujourd'hui. Son attrait réside avant tout dans sa grande sensibilité générale au cycle économique, étant donné qu'elle n'est qu'à un cran de la notation de rendement élevé. Au lieu de considérer la catégorie BBB (faible) comme un groupe statique, nous croyons qu'il est plus judicieux de la considérer comme une zone de transition entre la catégorie investissement et le rendement élevé. En moyenne, 25 % des obligations notées BBB (faible) au début de l'année quittent cette catégorie à la fin de l'année.

Comment et pourquoi les obligations sont-elles catégorisées dans cette sous-catégorie? Il y a de multiples réponses à cette question. Pour dire les choses simplement, les obligations peuvent entrer dans cette catégorie ou en sortir pour une bonne raison (relèvement de la notation) ou une mauvaise raison (abaissement de la notation)¹. Au total, la catégorie BBB (faible) a augmenté d'environ 50 % depuis 2014 (ajout de 243 G\$). Il est toutefois intéressant de noter que 73 % de cette croissance provient de deux sources : les « bons éléments » et les obligations émises par les entreprises énergétiques dont la notation a été revue à la baisse en raison de la révolution du gaz de schiste².



Nous considérons que ces abaissements de notation du secteur de l'énergie correspondent davantage à un choc technologique qu'à un problème économique généralisé. Par conséquent, la croissance de cette catégorie a été plus modeste que prévu si l'on fait la distinction entre les « bons éléments » qui ont bénéficié d'un relèvement de leur notation et les abaissements de notation du secteur de l'énergie.

Les étoiles montantes supplantent les anges déchus



Source : Goldman Sachs. Données en date du 25 juin 2024.

¹ L'autre voie de sortie de cette sous-catégorie étant l'arrivée à échéance d'une obligation ou son remboursement.

² La « révolution du gaz de schiste » a permis aux États-Unis d'augmenter de manière rentable leur production de pétrole et de gaz naturel grâce à une technique combinant la fracturation hydraulique et le forage horizontal pour extraire le gaz de schiste.

Anticiper les anges déchus

Dans l'ensemble, le segment BBB a affiché une croissance nette positive. À cette étape du cycle, la prudence est donc de mise. Après la crise financière mondiale, les étoiles montantes ont été plus monnaie courante que les anges déchus. Il pourrait toutefois en être autrement à mesure que progresse le cycle économique.

Voici quelques raisons structurelles pour lesquelles les anges déchus ont connu un cycle plus difficile qu'au cours des épisodes précédents :

1. La taille de la catégorie BBB a augmenté beaucoup plus rapidement que celle de la catégorie BB. D'où la question : d'où viendrait la demande de titres en cas d'abaissements de notations³?
2. Aujourd'hui, les sociétés notées BBB sont en moyenne plus endettées que lors des cycles précédents.
3. L'évolution dépend fortement de la vitesse à laquelle se déroule le cycle des anges déchus : plus la concentration des abaissements de notations augmente, plus le niveau des cours pourrait être perturbé tant que le marché peine à intégrer l'offre supplémentaire de titres notés BB.

Malgré tout, nous croyons toujours que le segment BBB est un secteur intéressant à ne pas négliger. Les investisseurs qui détiennent des titres de créance de sociétés notés BBB gagnent une prime et sont relativement bien rémunérés (déduction faite des pertes prévues en cas de défaillance) par rapport aux titres de créance mieux ou moins bien notés.

Cote de crédit	Rendement annualisé	Taux de défaut	Volatilité des rendements	Ratio de Sharpe
AA	5,5 %	0,0 %	5,4 %	0,46
A	5,8 %	0,1 %	5,8 %	0,48
BBB	6,4 %	0,1 %	6,3 %	0,54
BB	7,8 %	0,6 %	6,8 %	0,70
B	6,9 %	3,0 %	8,5 %	0,45
CCC	6,4 %	26,0 %	13,5 %	0,25

Source : Bloomberg, S&P Global. Les données sur le rendement annualisé, la volatilité des rendements et le ratio de Sharpe sont calculées à partir des rendements mensuels de 08/1988 à 06/2024. Les données sur le taux de défaut correspondent à la moyenne pondérée à long terme des taux de défaut globaux sur un an.

Remarque : Cette analyse est simplement fondée sur les investisseurs qui détiennent la totalité du segment américain BBB et ne tient pas compte de la sélection des titres, de la gestion active ou d'autres facteurs qui peuvent générer un « alpha » en plus du pur rendement du marché (ou « bêta »).

³ Au cours des dernières années, les comptes institutionnels asiatiques sont devenus un détenteur de plus en plus important de titres de créance de catégorie investissement, libellés en dollars américains. Ces investisseurs ont tendance à être sensibles aux notations. En d'autres termes, ils pourraient se voir contraints de vendre des titres qui perdent leur notation catégorie investissement.

La sélection des titres BBB : à la fois un art et une science

Les titres de créance notés A ou plus ont tendance à être de grandes sociétés aux profils de crédit stables et qui font en général l'objet d'un bon suivi. Il est donc difficile de trouver des titres dont le rendement pourrait partir en flèche. La catégorie BBB (faible), zone transitoire par nature, en fait un segment idéal pour exploiter les occasions, ce qui nous permet d'établir des positions acheteur ou vendeur à partir de facteurs comme les interventions prévues en matière de notation, par exemple. Ce segment compte un ensemble diversifié de sociétés, ce qui crée une marge de manœuvre nous permettant de tirer parti des écarts de valeur grâce à une sélection active du crédit.

Lorsque nous examinons la catégorie BBB, nous nous concentrons sur les titres de créance qui, selon nous, soit ont un profil de crédit à la hausse, soit reçoivent une rémunération plus qu'adéquate compte tenu des données fondamentales du crédit. Ces dernières années, nous avons privilégié les secteurs qui avaient tendance en général à réduire l'endettement au lieu de l'augmenter. Les services financiers constituent un très bon exemple. Par ailleurs, nous avons préféré détenir en général des titres subordonnés émis par des sociétés de grande qualité plutôt que des titres de premier rang émis par des émetteurs de moindre qualité.

À mesure que le cycle progressait, nous avons multiplié les positions vendeur dans des sociétés qui, selon nous, sont vulnérables à la perte de leur notation catégorie investissement. Nous gardons à l'esprit que la prudence est de mise en investissant dans le segment BBB. Nous continuons toutefois de dénicher des occasions qui nous permettent de générer de l'alpha pour nos investisseurs.

Souhaitez-vous en apprendre davantage sur notre approche en matière de placement? N'hésitez pas à communiquer avec un membre de notre équipe.

Renseignements importants

RP Investment Advisors LP (« RPIA ») fournit les renseignements figurant dans les présentes à titre informatif seulement. Ils ne tiennent pas lieu de conseils financiers, juridiques, comptables ou fiscaux, de conseils de placement ou autres, et personne ne devrait utiliser ce contenu ou s'y fier à cet égard sans obtenir les conseils professionnels appropriés. Ils proviennent de sources jugées fiables, bien que leur exactitude ou leur exhaustivité ne soit pas une garantie; RPIA n'assume aucune responsabilité ou obligation de quelque nature que ce soit en les fournissant. Des modifications peuvent être apportées aux renseignements fournis et RPIA n'est aucunement tenue de communiquer les révisions ou les mises à jour des renseignements présentés. Sauf indication contraire, tous les renseignements proviennent de RPIA. Les renseignements présentés ne constituent pas le fondement d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Les produits et services de RPIA ne sont offerts que dans les territoires où ils peuvent être légalement offerts et aux investisseurs qui y sont admissibles en vertu des règlements applicables. Les « énoncés prospectifs » reposent sur des hypothèses formulées par RPIA à l'égard de ses opinions et stratégies de placement dans certaines conditions de marché et sont assujettis à un certain nombre de facteurs atténuants. La conjoncture économique et les conditions du marché sont susceptibles de changer, ce qui peut avoir une incidence importante sur les événements futurs réels et, par conséquent, sur les points de vue de RPIA, sur le succès des stratégies prévues par RPIA ainsi que sur sa ligne de conduite réelle.