



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdomadaire 2 décembre 2019

#### Montée des spreads High Yield : danger ?

Il y a eu récemment un léger écartement des spreads high yield aux USA et certains investisseurs peuvent se demander s'il ne s'agit pas d'un premier signal d'alerte.

En réalité, les récessions, bear markets et même corrections sévères du marché actions américain ont effectivement été précédées depuis 30 ans d'une montée des spreads, comme le montre le tableau ci-dessous<sup>1</sup>. Généralement, les montées de spreads HY, même modérées, ne sont pas neutres pour le marché actions. L'écartement récent des spreads depuis fin octobre est ainsi similaire à celui précédant les corrections sévères (+49pb jusqu'au point haut, +22pb désormais compte tenu du repli très récent).

#### Variation des spreads HY dans les phases de correction sévère et bear markets du S&P 500 \*

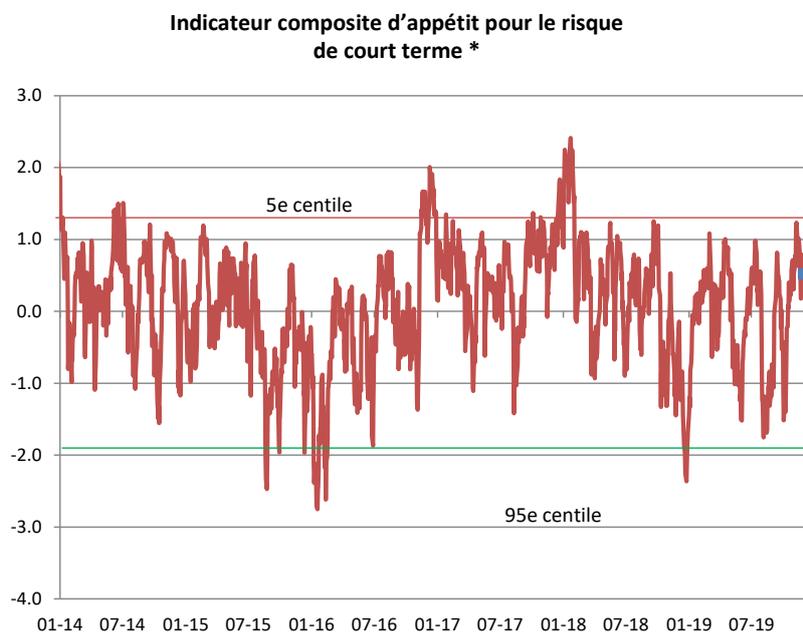
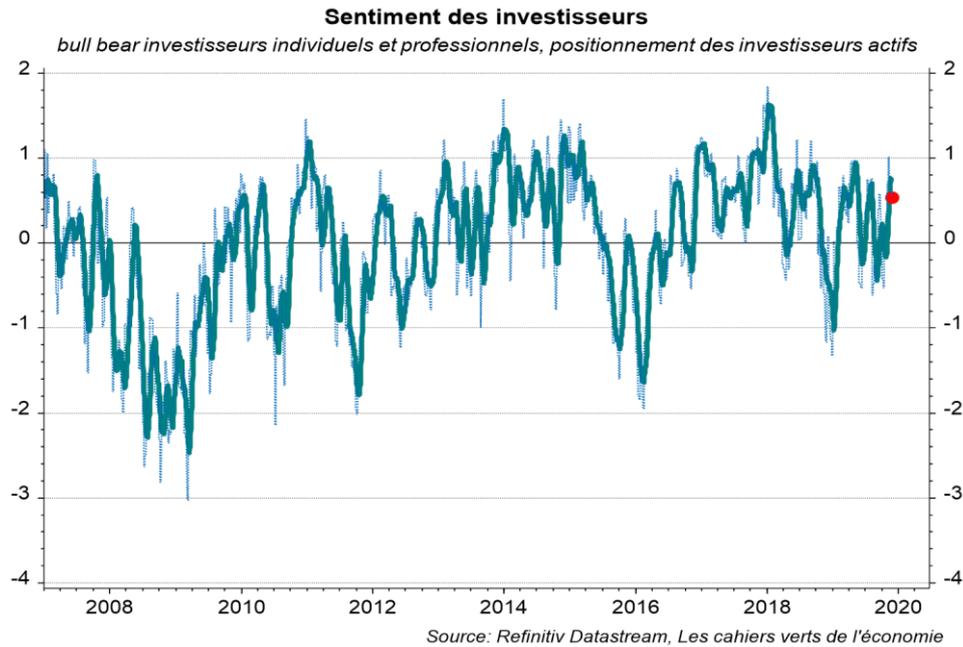
	variation du spread HY du creux au pic du marché actions	variation maximale du spread HY du creux au pic
16/07/1990	420	902
17/07/1998	98	421
24/03/2000	305	856
09/10/2007	168	1819
23/04/2010	3	299
29/04/2011	28	403
20/09/2018	5	222
récession	298	1192
correction sévère	34	336
ensemble	147	703
actuellement	49	49

\* Correction sévère = baisse du marché de plus de 15%

Sources : Datastream, Les Cahiers Verts

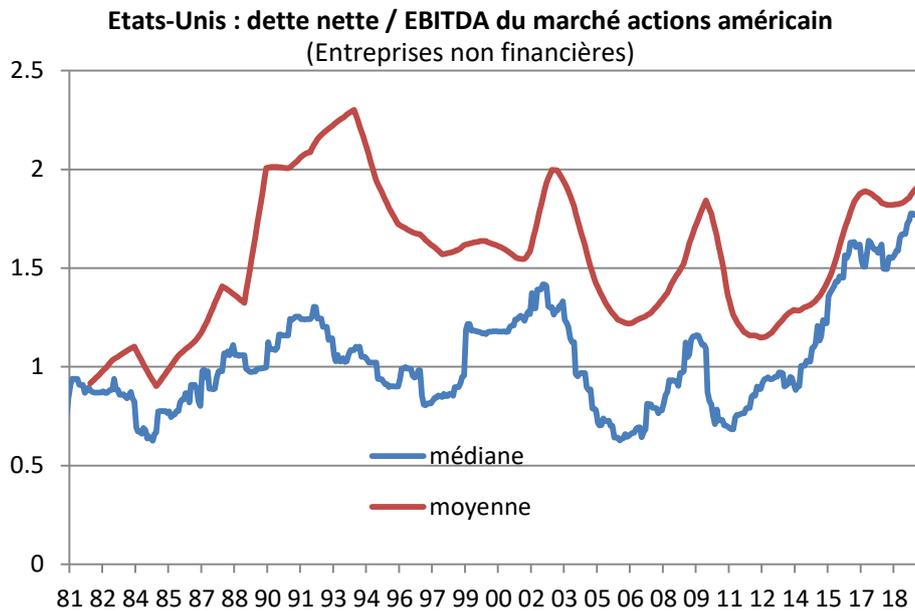
<sup>1</sup> On rappelle qu'il y a eu depuis 30 ans 3 récessions (1990-91, 2001, 2007-2009), 2 bear markets, c'est-à-dire une baisse du marché d'au moins 20% (2000-2002, 2007-2009) et 5 corrections sévères (que nous définissons ici par des baisses du marché d'au moins 15% (1990, 1998, 2010, 2011, 2018)

Il faut selon nous plus écouter ce « message » au plan tactique au même titre que le sentiment de marché ou que les différents indicateurs d'appétit pour le risque (cf. graphes ci-dessous) qu'au niveau fondamental. Et d'un point de vue tactique, c'est plutôt un message de prudence.

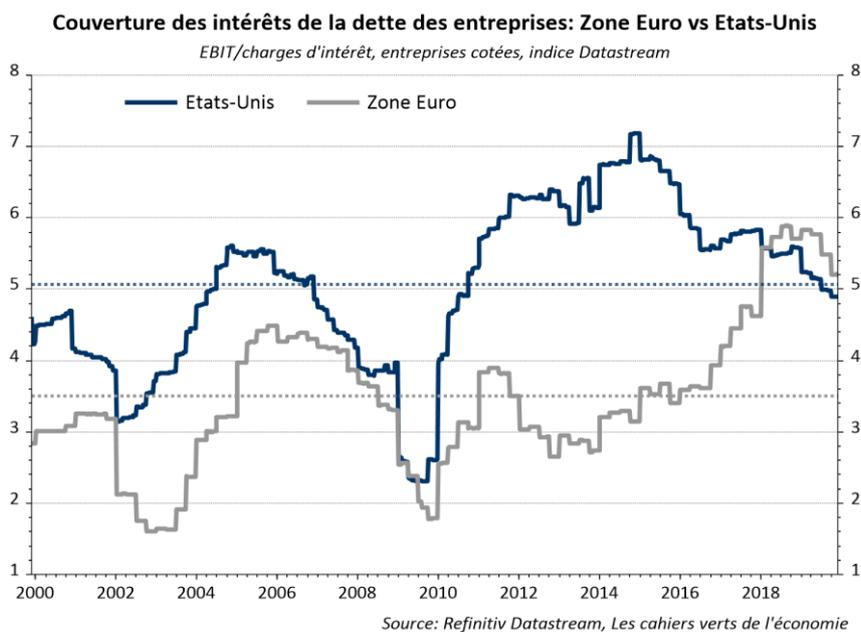


Au plan fondamental, nous estimons toujours que la dette corporate américaine constitue l'une des variables les plus importantes de la macroéconomie américaine (et des marchés) à surveiller. Le ratio moyen et surtout médian (du fait de la distorsion introduite par l'importance des niveaux de cash

dans le secteur de la tech) dette nette / EBITDA des entreprises non financières cotées apparaît particulièrement élevé au regard des 40 dernières années (cf. graph ci-dessous).



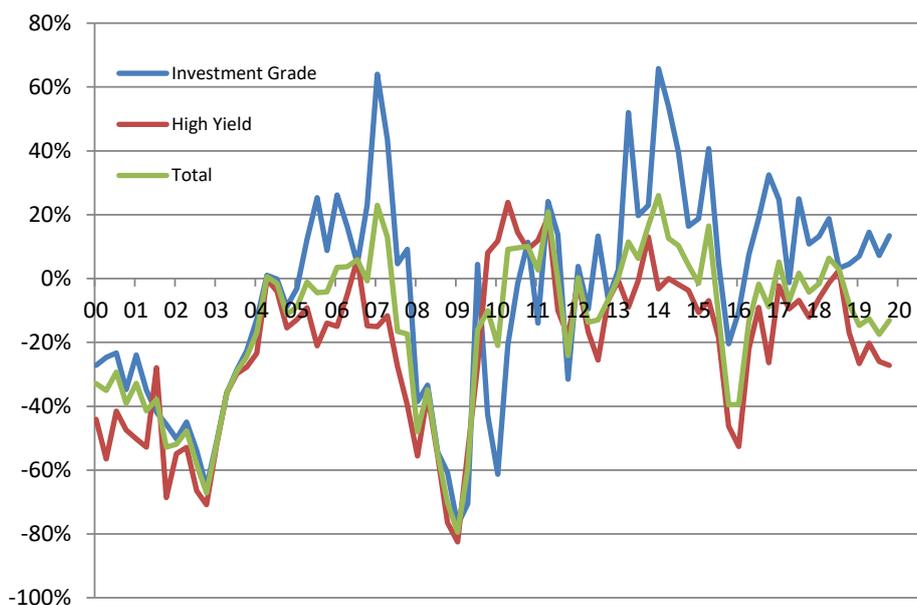
Mais le ratio de couverture des intérêts de la dette (Ebitda / charges d'intérêt), bien qu'en baisse depuis 2015 (le ratio est même passé sous celui de la Zone euro), reste plutôt en zone confortable jusqu'à présent (cf. graph ci-dessous), grâce aux baisses de taux et à la résistance des profits.



Notre point de vue reste que les taux d'intérêt n'augmenteront que très modérément en 2020 et que la croissance des profits ne sera que légèrement positive (comme cette année). Mais en période de pression sur les marges, la situation mérite toutefois d'être suivie.

Pour le reste, les autres fondamentaux restent favorables : les taux de défaut restent faibles, le ratio upgrade / downgrade des sociétés HY ne se dégrade que très modérément et bien moins qu'en 2016(cf. graph ci-dessous), les banques sont solides et le degré de refinancement des crédits HY (compte tenu de la maturation des lignes existantes) est faible pour les 2 prochaines années.

#### Etats-Unis: solde Upgrade/Downgrade de l'ensemble des sociétés



Sources : Datastream, Les Cahiers Verts

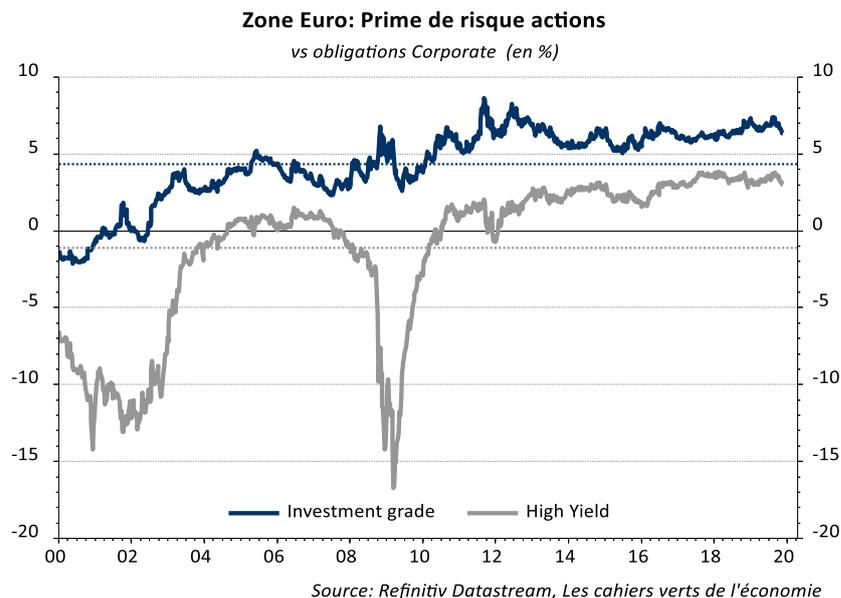
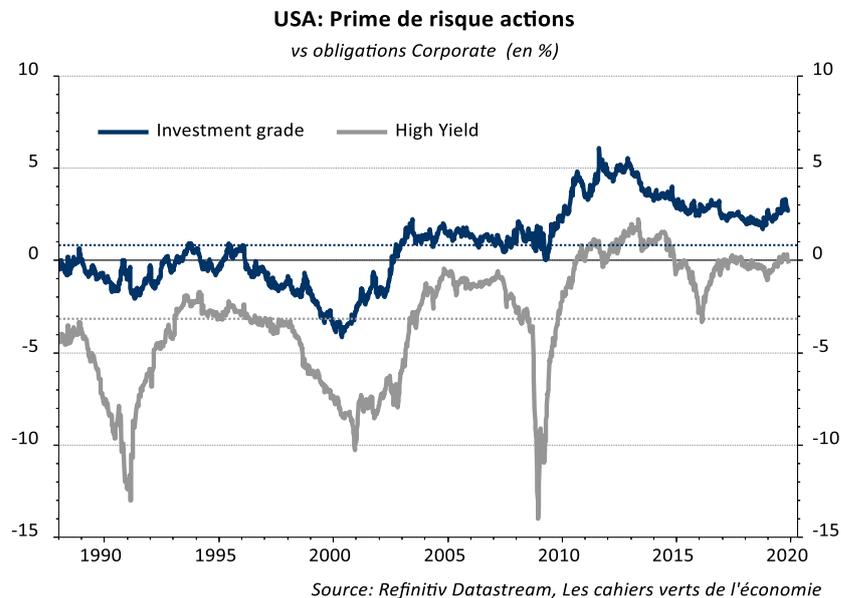
Notons que la situation des entreprises européennes est également dans l'ensemble plus favorable (dette nette/Ebitda, ratio de couverture,...).

Bien évidemment, un retournement macro amplifierait un stress de liquidité et/ou de solvabilité des entreprises américaines les plus endettées, ce qui accentuerait les tendances récessives. Mais pour nous, la hausse actuelle de la dette corporate n'est pas en soi un catalyseur autonome de retournement macro en l'état.

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout cela ?

- Il faut être prudent quant aux marchés d'actifs risqués sur le très court terme
- Mais le marché actions américain ne sera pas affecté par un stress généralisé de la dette corporate à horizon 6 mois. Le marché américain reste donc (modérément) haussier à cet horizon comme nous l'avons mentionné dans nos travaux précédents.

- Le marché actions demeure globalement plus intéressant que le marché du crédit. Les écarts de rendement (tant pour le HY que l'Investment Grade) restent largement au-dessus de la moyenne et c'est également le cas en Europe (cf. graphs ci-dessous). Notons que l'écart apparaît très significatif en Europe pour les financières, l'auto et l'énergie.



- Le marché du crédit européen reste plus intéressant en euros que le marché du crédit américain (léger rétrécissement de l'écart de croissance entre les 2 zones au S1 2020, moindre risque de hausse des taux, reprise du QE de la BCE...).

**Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).**

**Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.**