

Le crédit, maillon faible des marchés

EMMANUEL FERRY

Directeur des Investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**

La correction de fin 2018 a offert un avant-goût de ce que sera la prochaine récession, avec comme épicerie un choc sur les crédits aux entreprises.



Le levier des entreprises a eu tendance à augmenter dans des proportions préoccupantes au cours des dernières années. Héritage des politiques monétaires non conventionnelles, dérégulation ou activisme pro actionnarial exacerbé, les causes sont multiples mais elles se traduisent par un même constat, la dette des entreprises rapportée au PIB se rapproche voire surpasse les plus hauts historiques dans la majeure partie des pays développés.

Aux Etats-Unis, l'endettement des entreprises s'élève aujourd'hui à 70% du PIB. Si ce chiffre peut sembler encore modeste par rapport aux autres pays, il n'en est pas moins sur un plus haut historique et surtout il masque une dispersion extrême de la qualité des bilans. En réalité seules 30 entreprises américaines sur 3'000 se partagent plus de la moitié de la trésorerie agrégée des entreprises cotées en bourse.

Vague de défauts à craindre dans les small et mid caps.

« L'oligopolisation » extrême de l'économie américaine rend donc les statistiques agrégées peu pertinentes et lorsque l'on prend à part le segment des petites et moyennes capitalisations, on constate que leur dette nette représente plus de 3 années d'excédent d'exploitation, un niveau qui entrainera inévitablement une vague de défauts en cas de ralentissement des profits ou de resserrement des conditions monétaires.

On pourra se rassurer sur la base du constat que cette dette a pour l'essentiel servi à financer les rachats d'actions et les versements de dividendes et qu'il n'y a globalement pas eu de création de surcapacité, ce qui devrait limiter l'impact sur l'économie réelle. Mais il ne faut toutefois pas minimiser les effets de nature systémique liés au marché du crédit, largement désintermédié, peu réglementé et dont la structure a rapidement évolué avec l'apparition d'une nouvelle base d'investisseurs attirés par la recherche de rendement dans un monde de taux négatifs, ce qui a nourri le boom du High Yield et des Leveraged Loans.

La dégradation de la qualité du gisement Investment Grade focalise les craintes.

Pour l'heure, la Fed a réussi à contenir la crise amorcée à l'automne dernier et les spreads de crédit ont très rapidement retrouvé leur niveau initial. Compte tenu des niveaux d'endettement et des risques sur les profits, nous recommandons de profiter de l'embellie récente pour réduire l'exposition à la classe d'actifs. Plus précisément, la dégradation de la qualité du gisement Investment Grade focalise les craintes. Le poids du BBB est à un niveau record, proche de 50%, contre 30% au lendemain de la crise financière. Près de 15 grandes

sociétés notées BBB sont des candidats potentiels pour basculer dans le segment High Yield. Il faut remonter à 2001 pour avoir une situation comparable.

L'indicateur à surveiller est le comportement des banques commerciales. Tout durcissement des conditions de financement de la part des banques a toujours été un préalable à un écartement important des spreads de Crédit. C'est la raison pour laquelle le marché du Crédit est Le principal facteur de diffusion et de propagation d'une récession économique à un cycle baissier majeur des marchés financiers.