



## VIEWPOINT

# L'apport des loans syndiqués dans un environnement de hausse des taux

Mai 2021

*Face à la tendance de hausse des taux, les investisseurs doivent-ils envisager une exposition aux loans syndiqués ?*

Avec ses taux variables, le marché des loans syndiqués est devenu moins prisé par les investisseurs pendant la période de baisse des taux, du quatrième trimestre 2018 jusqu'à la fin 2020. Sur cette période, le marché a enregistré d'importantes sorties de capitaux de la part des particuliers, d'environ 86 milliards de dollars US.<sup>1</sup>

Cette année, alors que les rendements des bons du Trésor américains à 10 ans se tendent à la hausse, les investisseurs reviennent sur le marché des loans, et alimentent un rallye qui pourrait selon nous faire des loans syndiqués l'une des classes d'actifs de crédit d'entreprise les plus performantes et les moins volatiles de l'année 2021.

Selon les données de Lipper, les particuliers ont investi 16 milliards de dollars US au premier trimestre 2021<sup>2</sup>, alors qu'ils ne représentent pourtant qu'une part relativement faible du marché des loans syndiqués (le marché européen des loans n'est pas directement accessible aux particuliers).

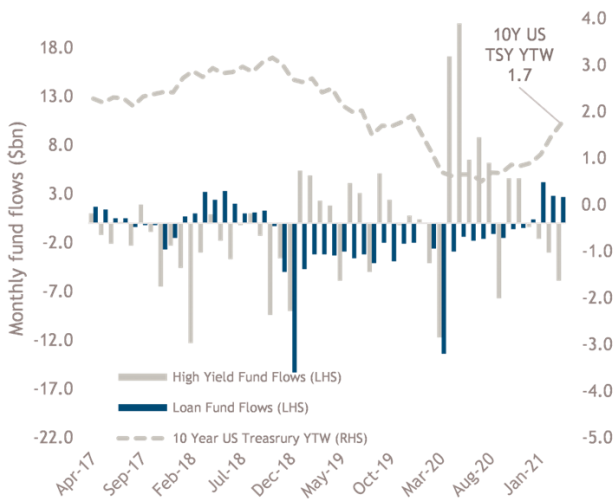


Sam McGairl,

*Gérant de portefeuille,  
Syndicated Loans*

Sam a rejoint Muzinich & Co. après avoir travaillé pour ECM Asset Management Limited, une société de Wells Fargo, où il était gestionnaire de portefeuille responsable des loans et des investissements high yield dans les *pooled loan programmes* de la société, ainsi que responsable des transactions de loans dans tous les portefeuilles d'ECM. Sam a 16 ans d'expérience, il a commencé sa carrière à la Bank of Scotland et à BNP Paribas avant ECM. Sam est diplômé de l'Université de Newcastle upon Tyne.

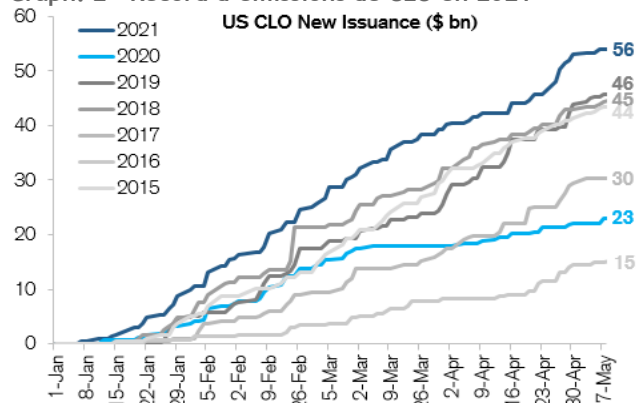
**Graph. 1 - Flux provenant des particuliers et rendements des bons du Trésor américains à 10 ans**



Source : JP Morgan High Yield Bond and Leveraged Loan Market Monitor, indice ICE BofA ML Current 10-Year US Treasury (GA10). Au 31 mars 2021.

Les Collateralised Loan Obligations (CLO) constituent véritablement le facteur technique déterminant du marché des loans syndiqués, et leur taux variables offrent également une protection contre la hausse des taux. Depuis le début d'année, les nouvelles émissions de CLO aux US s'élèvent à 54 milliards de dollars US (148 milliards de dollars US en incluant les opérations de refinancement / réinitialisation), les investisseurs cherchant à se protéger de la hausse des taux sur ce marché dont la taille approche désormais les 785 milliards de dollars US.<sup>3</sup> Nous observons également un intérêt accru de la part d'investisseurs étrangers, les coûts de couverture de change ayant diminué ces dernières années.

**Graph. 2 - Record d'émissions de CLO en 2021**



Source : Credit Suisse, LCD, au 12 mai 2021

Dans le même temps, les fondamentaux des emprunteurs sur le marché des loans continuent de s'améliorer. Le marché est très peu exposé au secteur de l'énergie et la plupart des autres secteurs touchés par la pandémie se sont fortement redressés par rapport à leurs points bas de 2020.

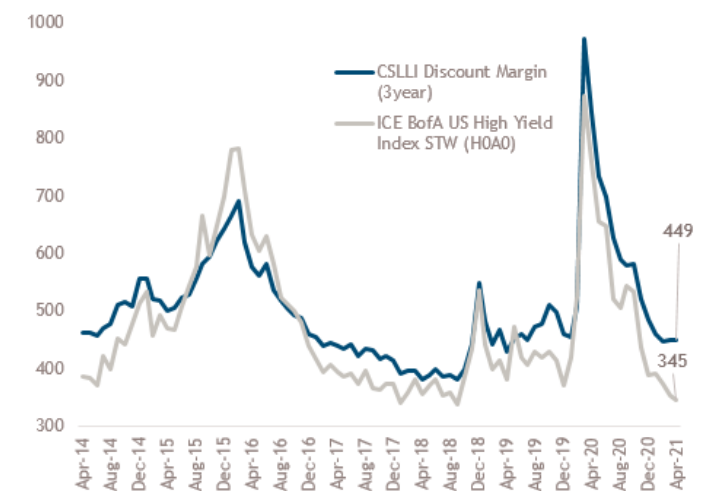
La période actuelle de publication des bénéfices délivre selon nous des résultats globalement solides et les indicateurs de crédit continuent de s'améliorer.

Comme la plupart des défauts de 2020 sont intervenus il y a un an, le taux de défaut sur les 12 derniers mois a déjà commencé à fortement reculer, JP Morgan ayant enregistré en avril une baisse de 109 points de base d'un

mois sur l'autre.<sup>4</sup> Cela porte le taux de défaut à 2,25 %, en dessous de la moyenne de long terme, et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive au cours des prochains mois. De même, les révisions à la hausse des agences de notation dépassent désormais les dégradations, à un rythme jamais vu depuis 2012.<sup>5</sup>

On pourrait s'attendre à ce que la combinaison de fondamentaux favorables et de facteurs techniques solides ait déjà fait disparaître toute valeur à ce marché, mais nous pensons que ce n'est pas le cas. Même si les spreads des loans sont repassés sous leurs moyennes historiques à long terme, ils offrent toujours des valeurs attractives, en termes absolue et relative, par rapport au high yield. Nous pensons que les spreads des loans pourraient se resserrer davantage si les fondamentaux continuaient de s'améliorer et si les investisseurs demeuraient préoccupés par l'inflation et l'orientation des taux.

**Graph. 3 - Discount Margin (à 3 ans) des loans syndiqués américains par rapport au spread-to-worst du high yield américain**



Source : Bloomberg et indice Credit Suisse Leverage Loan (CSLLI). Données au 30 avril 2021. Indice ICE BofA ML US Cash Pay High Yield Constrained (JUC4).

Jusqu'à présent, les hausses de taux se sont limitées à la partie longue de la courbe. Le Libor court terme s'est resserré depuis le début de l'année mais les investisseurs sont restés largement protégés grâce aux planchers Libor systématiquement intégrés aux loans.

Toutefois, avec les anticipations d'inflation persistantes et une économie américaine en pleine expansion stimulée par le gouvernement, les taux courts pourraient bientôt commencer à remonter et la courbe s'aplatir, ce qui apporterait un surcroît de coupons aux investisseurs en loans syndiqués.

Pour ces raisons, nous pensons que les loans syndiqués pourraient être l'une des classes d'actifs de crédit d'entreprise les plus performantes en 2021.

1. JP Morgan High Yield Bond and Leveraged Loan Market Monitor, 3 mai 2021
2. JP Morgan High Yield and Leveraged Loan Morning Intelligence, 2 avril 2021
3. JP Morgan CLO Weekly New Issue Data Sheet, 10 mai 2021
4. JP Morgan Default Monitor, 3 mai 2021
5. Article de S&P LCD, 11 mai 2021

## Information importante

Les références à « Muzinich & Co », « Muzinich » et/ou « Société » ici sont définies comme Muzinich & Co., Inc. et ses sociétés affiliées. Le présent document a été produit à titre d'information uniquement et n'est pas destiné à constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'achat de titres ou d'autres instruments financiers. Les avis sont valables à la date de leur publication et peuvent être modifiés sans référence ni notification. Les résultats passés ne garantissent pas les performances futures. Les opinions et déclarations sur les tendances des marchés financiers qui sont basées sur les conditions du marché constituent notre jugement à la date de ce document. Ils sont considérés comme exacts au moment de la rédaction, mais aucune garantie d'exactitude n'est donnée et aucune responsabilité n'est acceptée en ce qui concerne toute erreur ou omission. Certaines informations contenues dans ce document constituent des déclarations prospectives ; en raison de divers risques et incertitudes, les événements réels peuvent différer sensiblement de ceux qui sont reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives. Aucun élément contenu dans ce document ne peut être considéré comme une garantie, une promesse, une assurance ou une représentation quant à l'avenir. Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich & Co. ou par une société affiliée à Muzinich & Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie. La gestion des risques comprend un effort de contrôle et de gestion des risques, mais n'implique pas un risque faible ou nul. Publié dans l'Union Européenne par Muzinich & Co. (Dublin) Limited, qui est autorisé et réglementé par la Banque centrale d'Irlande. Enregistré en Irlande sous le numéro 625717. Adresse de domiciliation : 16 Fitzwilliam Street Upper, Dublin 2, D02Y221, Ireland. Publié dans toutes les autres juridictions (à l'exception des États-Unis) par Muzinich & Co. Limited, qui est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Domicilié en Angleterre et aux Pays de Galles sous le numéro 3852444. Adresse de domiciliation : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ. Muzinich & Co. Ltd. est une filiale de Muzinich & Co., Inc., enregistré en tant que conseiller en investissement auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission. Muzinich & Co., Inc. étant un conseiller en placement inscrit auprès de la SEC, cela n'implique en aucun cas un certain niveau de compétence ou de formation ou toute autorisation ou approbation de la SEC.