ROBECO
The Investment Engineers

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES CREDIT

La réalité dépasse la fiction

- Les spreads de crédit se sont redressés de manière impressionnante après le jour de la libération.
- Le marché du crédit continue d'être soutenu par des caractéristiques techniques exceptionnelles
- Hormis les valorisations serrées des spreads, il y a encore des raisons d'être prudent

Le deuxième trimestre 2025 a été remarquable à bien des égards. À peine avions-nous cliqué sur "envoyer" notre précédente édition que le monde était accueilli par le Jour de la Libération.

L'impact immédiat du choc tarifaire et de la négativité qui l'accompagne a entraîné un affaiblissement significatif des actifs à risque dans tous les secteurs. Une semaine plus tard, à l'évidence "effrayés" par la forte volatilité des marchés du Trésor et des actions, les 90 jours de sursis sur les tarifs douaniers réciproques ont provoqué une reprise spectaculaire des marchés.

La loi "One Big Beautiful Bill Act" (OBBBA), actuellement examinée par le Sénat, a été une autre source de confusion et de nervosité. Outre l'impact potentiel sur le déficit américain, l'inclusion de la section 899, qui permet de taxer les investissements étrangers, reste un sujet de préoccupation. Les conflits géopolitiques en cours, en particulier au Moyen-Orient plus récemment, n'ont fait qu'ajouter à l'incertitude.

Malgré tout ce qui précède (et bien d'autres choses que nous pourrions mentionner !), les écarts de crédit se maintiennent à des niveaux plus serrés qu'avant le jour de la libération. Plus étrange que la fiction, en effet. Dans les pages qui suivent, nous exposons nos derniers points de vue sur les marchés du crédit et nos perspectives pour l'avenir.

"La vérité est plus étrange que la fiction, mais c'est parce que la fiction est obligée de s'en tenir aux possibilités, ce qui n'est pas le cas de la vérité. Mark Twain

OUTLOOK JUIN 2025

Matériel de marketing destiné aux investisseurs professionnels, non destiné à une distribution ultérieure

Matthew Jackson
Portfolio Manager

Sander Bus
CIO HY, Portfolio Manager

Les fondamentaux

L'économie américaine devrait ralentir sensiblement cette année. Le consensus de Bloomberg prévoit une croissance du PIB réel de 1,4 % pour l'ensemble de l'année, contre 2,8 % pour 2024. Les risques de récession ont quelque peu diminué à la suite des récents changements de politique, mais n'ont pas totalement disparu. Si nous devions choisir, nous opterions pour une sous-estimation des prévisions de croissance du consensus. L'impact économique réel des tarifs douaniers et de l'incertitude accrue prendra du temps pour se répercuter sur les "données concrètes". En fait, une grande partie des données du premier semestre ont apparemment été flattées par l'anticipation des tarifs douaniers. En fin de compte, l'effet des droits de douane est négatif pour la croissance - ils augmentent les niveaux de prix, réduisent les marges des entreprises et érodent le pouvoir d'achat des consommateurs. L'incertitude politique est susceptible d'inciter les entreprises à investir ou à embaucher avec plus de prudence. Les réductions d'impôts potentielles, la déréglementation et le miracle de l'intelligence artificielle devraient permettre d'amortir le choc.

À l'heure actuelle, l'inflation semble assez bien maîtrisée. Nous pensons que de nombreuses entreprises ont constitué des stocks à l'avance et ont probablement hésité à augmenter leurs prix de manière trop ostensible, de peur de s'attirer les foudres du président. Il est clair que cette situation ne peut durer indéfiniment. Et si la croissance des salaires a été modérée, cela pourrait ne pas durer compte tenu des politiques d'immigration de la nouvelle administration. Les récents développements au Moyen-Orient laissent entrevoir des risques de hausse du prix du pétrole, ce qui exercera à nouveau une pression à la hausse sur l'inflation.

Nous n'envions pas la Fed, dont les deux volets du double mandat poussent dans des directions différentes. Hormis les pressions politiques, les décideurs américains n'ont guère de raison d'agir maintenant, alors que l'inflation s'accélère et que l'économie refuse de capituler. Nous pensons que les premiers signes de faiblesse du marché du travail donneront à la Fed le feu vert pour commencer à assouplir sa politique, tout en attribuant la hausse de l'IPC à des facteurs "transitoires".

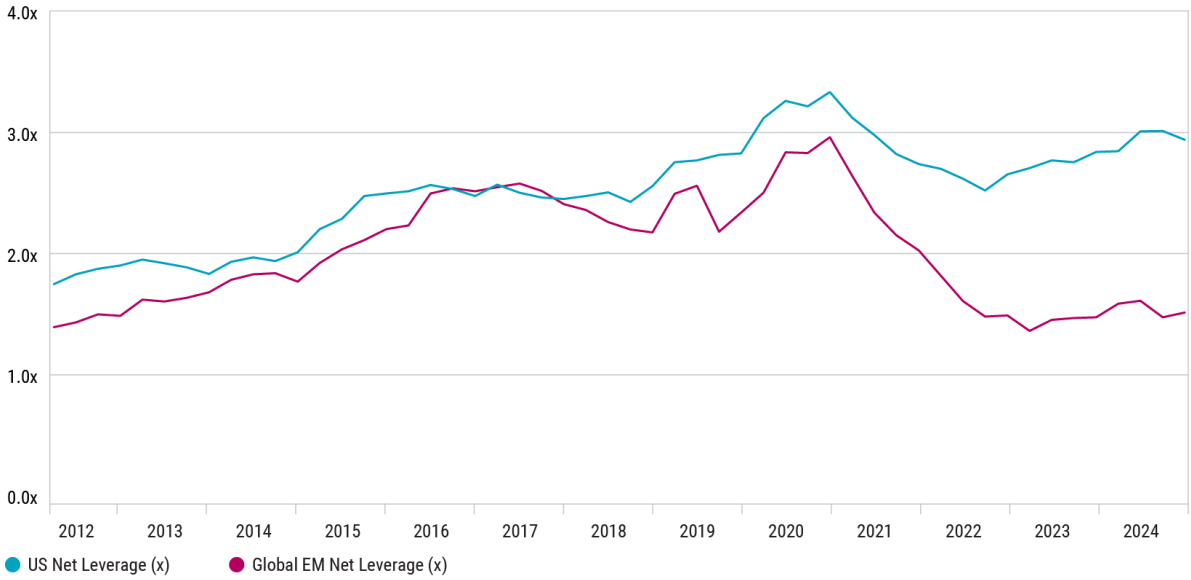
La zone euro devrait connaître une nouvelle année de croissance modérée, bien que positive. Les tarifs douaniers américains et l'incertitude persistante constituent un obstacle majeur à la croissance dans la région. La hausse des prix de l'énergie et l'appréciation de la monnaie ne sont pas non plus des facteurs favorables. Cependant, il n'y a pas que des mauvaises nouvelles. L'inflation étant stable autour du niveau cible de la BCE, les taux directeurs ont déjà été considérablement réduits et il reste de la marge pour un nouvel assouplissement. L'expansion fiscale allemande annoncée au premier trimestre représente un important vent arrière pour la croissance future, bien que l'impact à court terme soit relativement faible.

En ce qui concerne le crédit sur les marchés développés (DM), il n'y a pour l'instant rien à signaler sur le plan des fondamentaux, avec des tendances stables en matière d'effet de levier, des marges saines et une activité de fusion et d'acquisition modérée. À l'instar des données économiques concrètes, il faudra du temps pour que les tarifs douaniers et l'incertitude politique générale se manifestent dans toute leur ampleur. Toutefois, la "violence entre créanciers" est de nouveau à l'ordre du jour, car les restructurations agressives dressent de plus en plus les créanciers les uns contre les autres. Les créanciers externes se retrouvent souvent avec de maigres recouvrements alors que les créanciers internes s'en sortent mieux, ce qui soulève des questions gênantes quant à l'intégrité de la structure du capital. Pour l'instant, le marché semble disposé à faire la part des choses, mais des épisodes répétés risquent d'entamer la confiance dans les prêts à haut rendement et les prêts à effet de levier.

L'effet de levier dans le crédit des marchés émergents (EM) reste inférieur à celui de leurs homologues des marchés développés, ce qui a aidé les marchés émergents à surmonter le cycle de hausse des taux de ces dernières années. Ils devraient maintenant bénéficier du vent arrière de la baisse de l'inflation, de l'amélioration des soldes budgétaires et de l'affaiblissement du dollar américain. Ces facteurs ont renforcé la résilience, en particulier en Asie, où l'indépendance monétaire et la robustesse de la demande intérieure ont contribué à amortir les chocs extérieurs.

Toutefois, cette solidité n'est pas uniforme. Les pays fortement exposés au commerce américain, comme le Mexique et certaines régions d'Asie, ont vu leurs prévisions de croissance légèrement revues à la baisse en raison de l'incertitude persistante concernant les droits de douane. Les États-Unis restent une force économique importante, mais leur domination en tant que destination des exportations des marchés émergents a structurellement diminué, passant de 20 % en 2000 à 14 % aujourd'hui. Dans le même temps, les exportations des pays émergents ont augmenté de plus de 460 %. Cette évolution est due aux échanges intrarégionaux, à la montée en puissance des grandes économies émergentes asiatiques et aux chaînes de valeur mondiales pilotées par les pays émergents. Dans l'ensemble, la croissance des pays émergents continue de dépasser celle des pays en développement.

Figure1 - Effet de levier net (dette nette/ EBITDA 2024)



Source : ICE Bofa, Robeco : ICE Bofa, Robeco, juin 2025

À l'échelle mondiale, les tarifs douaniers restent en suspens à court terme alors que nous approchons rapidement du 9 juillet, date à laquelle les niveaux de la Journée de la libération pourraient reprendre en l'absence d'accords. Les marchés se comportent comme si la menace des droits de douane était passée, mais nous nous demandons si des droits de douane de 10 % sont réellement suffisants pour atteindre l'objectif de Trump de ramener les emplois manufacturiers au pays. En effet, le récent comportement haussier des marchés financiers pourrait-il servir à conforter le président et sa confiance dans ses politiques ?

Pour une analyse plus approfondie de nos perspectives macroéconomiques, veuillez consulter le rapport récent des équipes de Global Macro : *Il faut s'y habituer.*

Valorisations

Malgré un élargissement bref et brutal post Liberation Day, les spreads ont à présent complètement rattrapé ce mouvement. Avec le recul, nous ne pouvons que nous mordre les doigts de ne pas avoir fermé les yeux et acheté la baisse avec plus d'enthousiasme. Les raisons pour lesquelles nous n'avons pas agi de la sorte sont multiples :

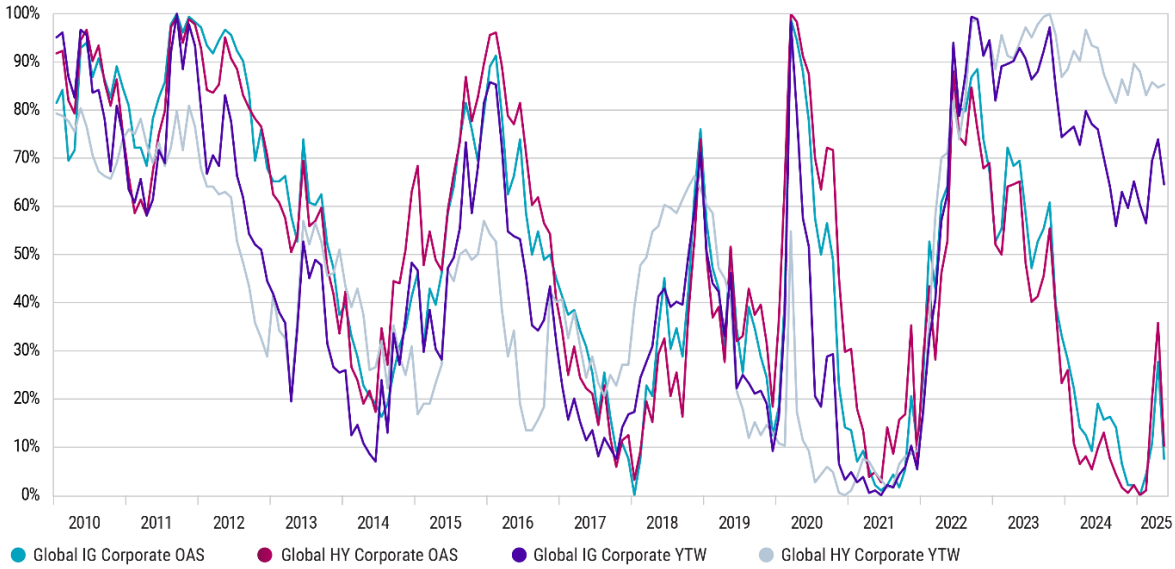
1. L'élargissement s'est produit à partir de niveaux exceptionnellement serrés.
2. Bien que plus larges, les écarts sont restés sensiblement plus serrés que lors des précédentes crises de croissance, comme en 2015, 2018 et 2022.

3. Nous n'avons pas vu venir le revirement de politique, car l'administration américaine n'a cessé de faire savoir que la souffrance à court terme sur les marchés était le prix à payer pour des gains à long terme.
4. Un sursis à court terme n'exclut pas de nouvelles incertitudes politiques et n'annule pas totalement les dommages déjà infligés.

Même si nous aimerions revenir en arrière, nous ne pouvons que penser à la situation actuelle. Et aujourd'hui, les investisseurs en crédit restent confrontés à une sorte d'énigme en matière de valorisation, où des écarts historiquement serrés rencontrent des rendements "tout compris" attrayants.

" La zone euro devrait connaître une nouvelle année de croissance modérée, bien que positive.

Figure2 - Classement par centile des spreads et des rendements : 2010 à ce jour



Source : ICE Bofa Bond Indices : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. À des fins d'illustration uniquement.

Chez Robeco, notre principale méthode d'évaluation de la valeur du crédit consiste à examiner les spreads (rendement de l'obligation d'entreprise moins le rendement de l'obligation d'État sous-jacente), tout en respectant le fait que le rendement global peut avoir des implications techniques importantes. Les écarts ne représentent aujourd'hui qu'une faible proportion du rendement global, en particulier sur le marché IG américain. Certains diront que c'est parce que les bons du Trésor sont le véritable actif à risque dont il faut se préoccuper aujourd'hui, et que les valorisations serrées par rapport à l'histoire ne sont donc pas une source d'inquiétude. L'avenir nous le dira, mais nous avons du mal à imaginer un défaut de paiement des États-Unis dans un monde où ils empruntent dans leur propre monnaie et possèdent les presses à imprimer. Nous pensons que toute tension majeure sur le marché du Trésor américain en raison d'inquiétudes sur la viabilité de la dette, ou pour toute autre raison, n'entraînera pas de resserrement des spreads.

Figure3 - Spreads IG en USD en % du rendement total

Source : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025 : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. À des fins d'illustration uniquement.

Une autre justification des niveaux de spreads actuels semble reposer sur la théorie du "couteau suisse". Si le monde continue d'aller de l'avant, vous profitez du portage, mais si les choses tournent mal, l'exposition aux taux d'intérêt intégrée dans une obligation d'entreprise protège vos rendements dans la fuite vers la qualité et l'assouplissement des politiques qui s'ensuivent inévitablement. Le problème de cette dernière partie de l'argument est qu'elle n'est pas fiable en période d'inflation plus élevée (voir 2022 pour plus de détails).

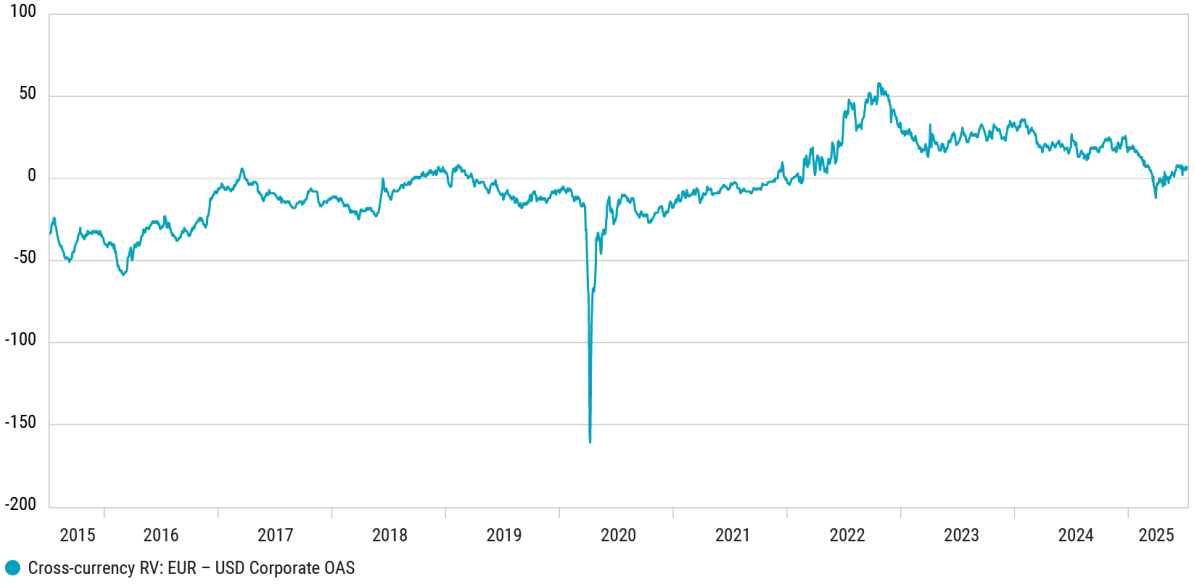
Les valorisations du crédit EM sont également tirées par la demande persistante des investisseurs en quête de rendement, en particulier en Asie, ce qui entraîne un resserrement des spreads. Cette technique devrait rester positive à mesure que les investisseurs asiatiques rapatrient leurs actifs plus près de chez eux. Les marchés à haut rendement d'Amérique latine continuent d'offrir de la valeur de manière sélective. Alors que les investisseurs réévaluent la thèse de l'exceptionnalité de la croissance américaine, de nouvelles pressions sur le dollar américain soutiendraient les monnaies locales des pays émergents et les obligations de ces pays libellées en euros.

En fait, acheter du crédit, c'est vendre de la volatilité. Avec des spreads serrés et pléthore de risques à très court terme, nous sommes contraints de maintenir un positionnement bêta conservateur tout en nous appuyant sur d'autres leviers pour générer de la surperformance.

Suite à la forte surperformance du crédit en euros par rapport au marché américain au premier trimestre, les portefeuilles ont réduit la taille de ce positionnement. Comme le marché de l'euro a ensuite été à la traîne (plus de détails dans la section "Technique" ci-dessous), nous avons été enclins à reconstituer cette position de valeur relative. Le marché de l'euro s'est traditionnellement négocié à l'intérieur du marché américain, principalement en raison de sa durée plus courte, mais maintenant qu'un point d'interrogation plane sur la fin de l'exceptionnalisme américain, la dynamique des flux relatifs pourrait apporter un soutien supplémentaire.

Le marché nous semble toujours remarquablement comprimé, à la fois au sein du HY et du IG, et nous continuons à rechercher des transactions de qualité supérieure.

Figure4 - RV interdevises : EUR - USD corporate OAS



Source : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025

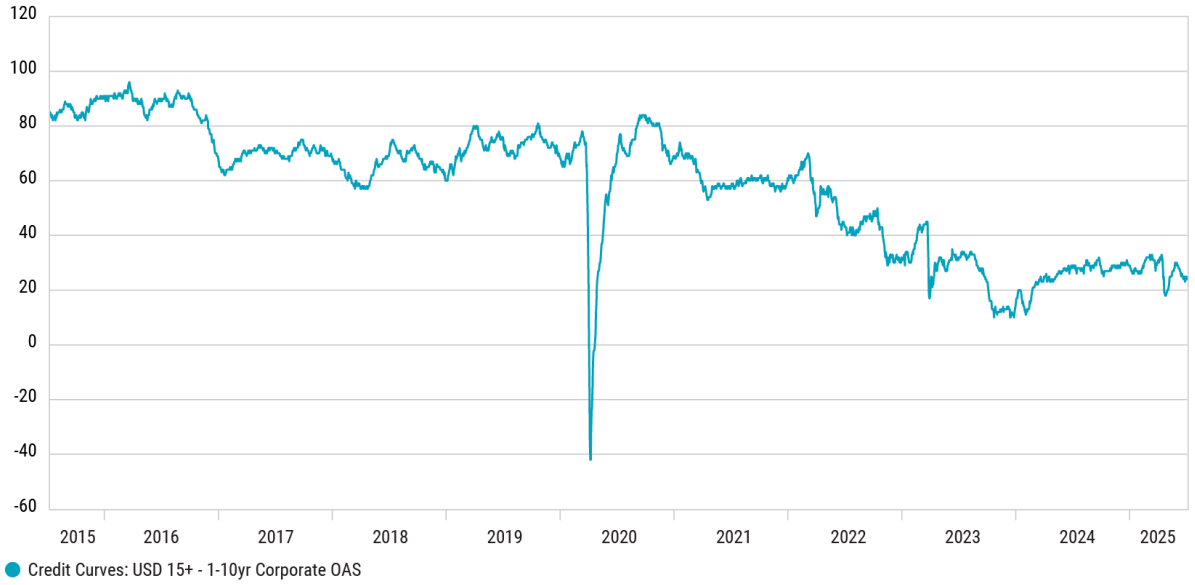
Figure5 - Qualité du crédit : EUR BBB - A corporate OAS

Source : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025 : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. À des fins d'illustration uniquement.

En ce qui concerne les obligations IG mondiales, les courbes de crédit aux États-Unis restent très plates. L'environnement de rendements élevés a alimenté la demande des investisseurs de bloquer ces rendements aussi longtemps que possible, tandis que la conviction que les taux seront plus bas à l'avenir a rendu les emprunteurs plus réticents à émettre des titres à plus longue échéance. Ce déséquilibre technique semble être sur le fil du rasoir. Si les rendements des bons du Trésor baissent sensiblement, l'argument du rendement global s'affaiblit nettement. Si le principal moteur de la baisse des rendements s'avère être une faiblesse économique importante, les écarts de taux des obligations d'entreprise à long terme s'en trouveraient doublement affectés. Si les

rendements ou la volatilité des taux devaient augmenter, nous ne sommes pas convaincus que les spreads continueraient à en bénéficier. Il nous semble donc logique de raccourcir la durée des spreads lorsque des spreads équivalents peuvent être capturés.

Figure6 - Courbes de crédit : USD 15+ - OAS des entreprises à 1-10 ans



Source : ICE Bofa Bond Indices : ICE Bofa Bond Indices, Robeco, juin 2025

Techniques

Lorsque nous essayons de justifier l'étonnante reprise des spreads et leur résilience, quoi qu'il arrive, nous pensons que les aspects techniques sont la pièce manquante du puzzle. L'attrait de rendements totaux plus élevés dans le secteur du crédit continue d'alimenter la demande insatiable des investisseurs pour la classe d'actifs, en particulier au sein de l'IG. Nous pensons que de nombreux investisseurs étaient positionnés de manière défensive avant le jour de la libération et que le changement de position qui a suivi a rassuré beaucoup d'entre eux sur le fait que la stratégie de Trump est bien vivante et qu'elle se porte bien. Les investisseurs semblent adhérer pleinement à l'idée du "TACO" ("Trump Always Chickens Out") et attendent avec impatience un été calme du côté des émissions.

De manière peut-être contre-intuitive, il y a eu peu de signes de "sell America" sur les marchés du crédit jusqu'à présent. En effet, au deuxième trimestre, le marché du crédit en dollars américains a largement surpassé le marché en euros. On entend souvent dire que la confiance dans les États-Unis et dans les actifs américains s'est tellement effritée qu'un raz-de-marée de liquidités va maintenant se déverser sur d'autres marchés. Nous comprenons ce point de vue, mais nous reconnaissons que les changements significatifs d'allocation d'actifs au sein de la communauté "real money" sont loin d'être instantanés. Nous pensons que la performance relative peut s'expliquer en grande partie par une offre très importante d'obligations d'entreprises sur le marché de l'euro depuis le début de l'année, dont une grande partie provient d'émetteurs américains cherchant à diversifier leurs sources de financement.

> *" Des données techniques incroyablement solides nous ont évité de nous positionner de manière trop négative.*

De manière anecdotique, nous entendons davantage parler de l'intérêt des Asiatiques pour le marché de l'euro, où les émetteurs américains bien notés sont généralement privilégiés, et il est donc peu probable qu'il s'agisse d'une pure coïncidence. Depuis de nombreuses années, nous entendons l'argument "TINA" ("There is no alternative") selon lequel les grands investisseurs institutionnels en crédit soutiennent le marché du dollar. Avec la croissance substantielle du marché de l'euro ces dernières années, une sélection beaucoup plus diversifiée d'émetteurs et des tailles de tranches plus importantes indiquent qu'il y a peut-être enfin une alternative.

L'émission primaire dans les pays émergents reste active, mais la nouvelle offre nette est négative, ce qui soutient la classe d'actifs des pays émergents d'un point de vue technique. Toutefois, les flux d'investisseurs restent prudents dans un contexte d'incertitude politique. Si le rapatriement potentiel des excédents de la balance courante de l'Asie pourrait éventuellement soutenir les marchés obligataires régionaux, ce changement dépend encore de la clarté des politiques et du sentiment des investisseurs. Les données techniques continuent de soutenir les marchés du crédit des pays émergents.

Positionnement

Notre positionnement reste prudent car les niveaux actuels des spreads semblent laisser peu de place à un nouveau resserrement. Cela dit, des données techniques incroyablement solides nous ont empêchés de nous positionner de manière trop négative. Au sein des portefeuilles Global IG et HY, notre principale position de risque descendante reste une préférence pour le crédit libellé en euros par rapport au marché en dollars.

Les portefeuilles IG conservent également une forte sous-pondération de la partie longue du marché du dollar, compte tenu des valorisations et de l'aplatissement des courbes de crédit. Nous trouvons logique d'effectuer des opérations de "montée en qualité" au sein des portefeuilles "investment grade" et "high yield", car les crédits moins bien notés offrent une faible compensation par rapport aux crédits mieux notés.

Sur le plan sectoriel, nous maintenons une surpondération du secteur bancaire, mais reconnaissons que la proposition de valeur relative n'est plus aussi convaincante. Dans certains portefeuilles éligibles, nous avons ajouté une protection contre le risque de queue par le biais d'options payantes hors de la monnaie sur les indices CDS afin de fournir un coussin de sécurité au cas où l'humeur des marchés changerait de manière significative à court terme.

Tableau 1 - Positionnement actuel

	Constructif	Neutre	Prudent
Fondamentaux		✓	
Valorisations			✓
Techniques	✓		
Crédit IG		✓	
Crédit HY			✓
Financières	✓		
Non financières			✓
Émergentes		✓	

Source : Robeco : Robeco, juin 2025

Invités : Les auteurs souhaitent remercier Duncan Toms (HSBC), Viktor Hjort (BNP Paribas), Hans Mikkelsen (TD Securities) ainsi que nos présentateurs internes Rikkert Scholten, Martin van Vliet, Rogier Hoogeveen et Daniel Ender pour leurs précieuses contributions à nos perspectives .

Informations importantes - Capital à risque
Ces informations ne concernent que des informations générales sur Robeco Holding B.V. et/ou ses sociétés liées, affiliées et filiales ("Robeco"), ainsi que sur l'approche, les stratégies et les capacités de Robeco. Il s'agit d'une communication marketing destinée exclusivement aux investisseurs professionnels, définis comme des investisseurs qualifiés de clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme des clients professionnels ou qui sont autorisés à recevoir de telles informations en vertu des lois applicables. Sauf indication contraire, les données et les informations présentées proviennent de Robeco, sont, à la connaissance de Robeco, exactes au moment de la publication et sont fournies sans aucune garantie de quelque nature que ce soit. Toute opinion exprimée est uniquement celle de Robeco, il ne s'agit pas d'une déclaration factuelle, elle est sujette à changement et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement. Ce document a pour seul but de fournir une vue d'ensemble de l'approche et des stratégies de Robeco. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document légal concernant un instrument financier spécifique. Les données, informations et opinions contenues dans ce document ne constituent pas et ne peuvent en aucun cas être interprétées comme une offre, une invitation ou une recommandation d'investissement ou de désinvestissement ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers ou comme un conseil financier, juridique, fiscal ou de recherche en investissement ou comme une invitation ou à en faire tout autre usage. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans ce document sont et resteront la propriété de Robeco. Ce document ne peut être copié ou utilisé avec le public. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme ou par quelque moyen que ce soit sans l'autorisation écrite préalable de Robeco. Robeco Institutional Asset Management B.V. est titulaire d'une licence de gestionnaire d'OPCVM et de fonds alternatifs délivrée par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers à Amsterdam.

ROYAUME-UNI
Ces informations sont fournies par Robeco Institutional Asset Management UK Limited, 30 Fenchurch Street, Part Level 8, London EC3M 3BD, enregistrée en Angleterre sous le numéro 15362605. Robeco Institutional Asset Management UK Limited est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority (FCA - numéro de référence : 1007814).

SUISSE
Robeco Switzerland Ltd est agréé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA en tant que gestionnaire d'actifs collectifs.

AUSTRALIE
Ce document est distribué en Australie par Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("Robeco") qui est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu du Corporations Act 2001 (Cth) conformément à l'ASIC Class Order 03/1103. Robeco est réglementé par la Securities and Futures Commission en vertu des lois de Hong Kong, qui peuvent différer des lois australiennes.

Hong Kong
Publié par Robeco Hong Kong Limited, autorisé et réglementé par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. Le contenu de ce document n'a pas été revu par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. L'investissement comporte des risques. Ces informations ne constituent pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation pour un titre quelconque.

SINGAPOUR
Ces informations sont fournies à titre indicatif uniquement et ne doivent pas être interprétées comme une offre de vente ou une invitation à acheter des titres ou des produits, ni comme un conseil ou une recommandation en matière d'investissement. Le contenu de ce document n'a pas été examiné par l'Autorité monétaire de Singapour ("MAS").

Robeco Singapore Private Limited est titulaire d'une licence de services de marchés de capitaux pour la gestion de fonds délivrée par la MAS et est soumise à certaines restrictions de clientèle en vertu de cette licence. Un investissement comporte un degré élevé de risque et vous devez examiner attentivement si un investissement vous convient.

ÉTATS-UNIS D'AMÉRIQUE
Ces informations sont fournies à titre indicatif uniquement et ne doivent pas être interprétées comme une offre de vente ou une invitation à acheter des titres ou des produits, ni comme un conseil en investissement ou une recommandation d'achat ou de vente d'un ou de plusieurs instruments financiers.

Les services de gestion d'investissement sont proposés aux clients institutionnels américains par Robeco Institutional Asset Management U.S. Inc. ("RIAM US"), un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission ("SEC") des États-Unis. Cet enregistrement ne doit pas être considéré comme une approbation de RIAM US par la SEC. RIAM US est une filiale à 100 % d'ORIX Corporation Europe N.V. ("ORIX"), une société néerlandaise de gestion d'investissements dont le siège se trouve à Rotterdam, aux Pays-Bas. RIAM US est située au 230 Park Avenue, 33e étage, New York, NY 10169.

Q2/2025 Robeco