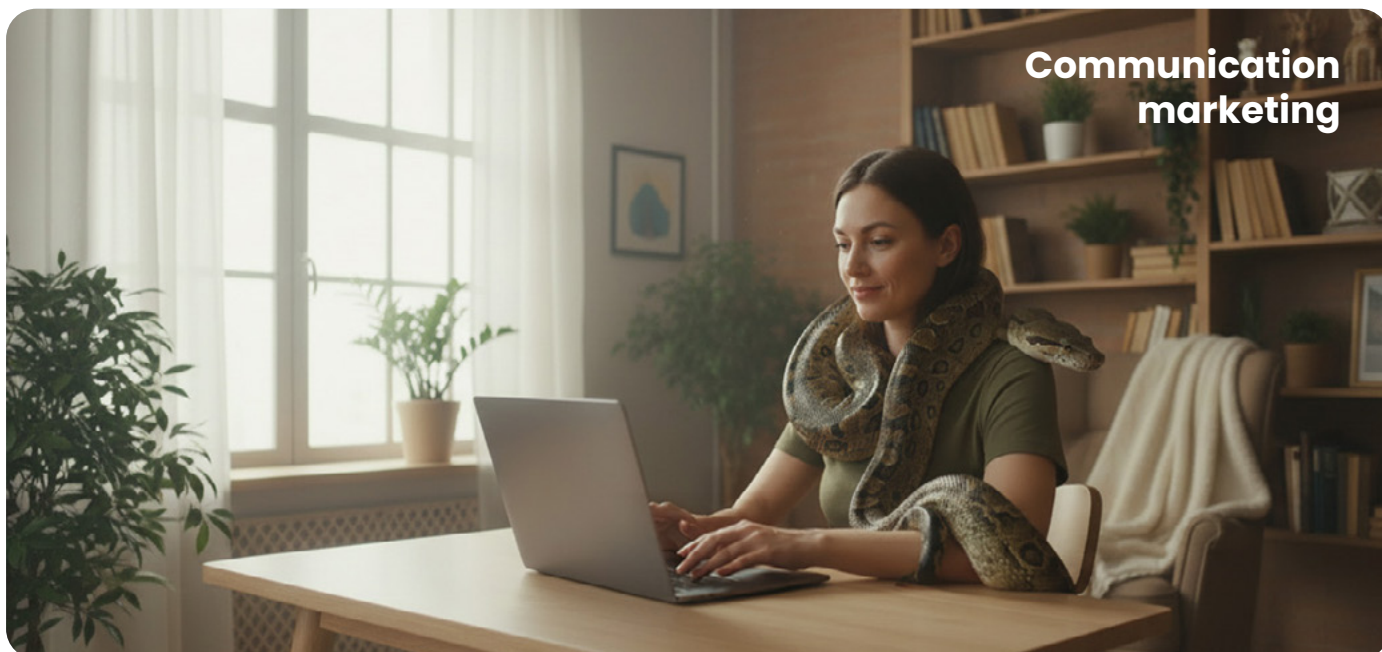




FÉVRIER 2026

Dompter le risque dans le crédit : l'approche de Candriam.



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Les obligations d'entreprise sont souvent perçues comme la composante prudente et rassurante d'une allocation d'actifs. On attend d'elles qu'elles soient fiables, rigoureuses et, parfois, un peu monotones. Pourtant, quiconque a vu les spreads s'écarter rapidement ou la liquidité disparaître au mauvais moment le sait : **le crédit n'est pas monotone. Le crédit est une discipline.** Et la discipline commence par le risque, non pas comme un élément à éviter, mais comme quelque chose qu'il faut comprendre au point d'être en mesure de l'évaluer, de le calibrer et de le surveiller.

Chez Candriam, l'investissement dans le crédit est avant tout un exercice de gestion des risques. Nous ne cherchons pas à éliminer le risque, cela reviendrait à essayer d'éliminer la gravité. À la place, nous l'acceptons en le rendant visible, mesurable et discutable bien avant qu'il n'ait la moindre chance de surprendre nos portefeuilles. C'est ce que nous entendons par **dompter le risque**. Notre philosophie est simple : la compréhension du risque prime sur la génération de rendement car, dans l'univers du crédit, le prochain coupon importe plus que de faire l'actualité.

Pour les clients professionnels comme pour les clients particuliers, le message est le même : **dans l'univers du crédit, le rendement est la rémunération d'un risque compris, et non d'un risque ignoré.**

1. Pourquoi le risque est important dans la gestion crédit

Une obligation d'entreprise est une promesse contractuelle de flux de trésorerie dans le temps et de remboursement du principal. Cependant, sa valeur dépend de la manière dont cette promesse survit aux conditions du monde réel : aux décisions des entreprises, aux cycles économiques et à la structure du marché. Le risque de crédit et de notation est au centre de cette équation, mais il n'agit jamais seul. Il interagit avec les taux d'intérêt, l'inflation, les effets de change, les conditions de liquidité et la structure obligataire. Bien gérer les obligations d'entreprises, c'est donc gérer un système de risques, et non des variables isolées.

Figure 1:

Le risque dans le crédit d'entreprise : un système plutôt que des variables isolées



Source : Candriam

A. Risque de crédit et de notation

Le risque principal des obligations d'entreprise est simple : l'émetteur peut ne pas honorer ses obligations financières. Si les coupons ou le remboursement du principal sont à risque, le portage et la valeur relative perdent toute importance.

Candriam évalue le risque émetteur à travers trois axes complémentaires : le profil opérationnel, le profil financier et le risque événementiel.

- Le profil opérationnel se concentre sur les fondamentaux de l'entreprise : son activité, où elle opère et le degré de résilience de la demande. Les considérations ESG sont pleinement intégrées à ce stade, car elles influencent directement la pérennité des flux de trésorerie, l'accès au capital et le comportement de la direction.

- Le profil financier traduit l'histoire de l'entreprise en chiffres. Nous analysons l'effet de levier, la couverture des intérêts, la liquidité, les besoins de refinancement et la structure du capital, en mettant l'accent sur la manière dont ces indicateurs se comportent en période de stress. Le risque de crédit se révèle rarement dans des marchés calmes. Il se manifeste lorsque les conditions se durcissent.
- Le risque événementiel complète le tableau. Les transactions, la réglementation, les litiges, les incidents opérationnels et les chocs de gouvernance peuvent rapidement modifier la qualité de crédit. En matière de crédit, la question n'est pas seulement de savoir ce qu'est l'émetteur aujourd'hui, mais ce qu'il pourrait faire lorsque les paramètres changent.

B. Risque de duration et de change

Les prix des obligations d'entreprise reflètent à la fois la qualité de crédit de l'émetteur et l'environnement dans lequel celui-ci doit se financer. Le risque de duration lie les prix des obligations aux taux d'intérêt, tandis que l'inflation influence les taux directeurs et les marges. L'exposition au change peut avoir de l'importance dès lors que les revenus, les coûts ou les marchés de financement ne sont pas adossés à la devise de l'obligation.

Le crédit évolue également par cycles. Les périodes de forte croissance et de liquidité abondante peuvent masquer la fragilité des bilans, tandis que les ralentissements exposent les émetteurs les plus faibles à des coûts de financement plus élevés et à un resserrement des marchés de capitaux. Comprendre où nous nous situons dans le cycle de crédit permet de distinguer une dislocation temporaire d'une faiblesse structurelle.

C. Risque de liquidité

Le risque de liquidité est le risque de ne pas pouvoir vendre au moment voulu, à un prix acceptable. Les marchés obligataires peuvent être liquides dans des conditions calmes et impitoyables en période de stress. Lorsque la liquidité s'affaiblit, les écarts acheteur/vendeur s'élargissent, la formation des prix devient erratique et les corrélations augmentent.

Puisque la liquidité peut s'évaporer au moment où elle est la plus précieuse, elle doit être gérée avant qu'elle ne devienne un problème. Cela signifie se concentrer sur des émetteurs et des émissions qui se négocient, évaluer les positions de manière réaliste et construire des portefeuilles avec un plan de sortie plutôt que sur l'espoir.

D. Risque de réinvestissement et risque de rachat

Le risque de réinvestissement survient lorsque les flux de trésorerie futurs ne peuvent pas être réinvestis à des rendements attractifs. Le risque de rachat anticipé (call) est le risque qu'un émetteur rembourse une obligation par anticipation lorsque cela lui convient. Ces caractéristiques façonnent les modèles de performance, en particulier dans le segment du haut rendement.

C'est pourquoi les petits caractères sont essentiels. Les covenants (clauses restrictives), la qualité de la documentation, la séniorité et les perspectives de recouvrement peuvent peser beaucoup plus sur le risque de baisse que le rendement affiché. Dans le crédit, la structure fait partie intégrante du risque.

E. Un système, pas une check-list

Ces risques surviennent rarement de manière isolée. Une récession peut affaiblir les fondamentaux, réduire la liquidité et accélérer les dégradations de notation. Une concentration d'événements idiosyncratiques peut évoluer en stress sectoriel, provoquer des flux sortants et faire basculer le cycle en phase baissière. **Une bonne gestion du crédit traite le risque comme un système interconnecté et applique plusieurs objectifs pour éviter d'être surpris par des risques visibles, mais sous-estimés.**

2. Comment nous maîtrisons le risque chez Candriam

L'approche de Candriam en matière de crédit repose sur une conviction centrale : **le risque est la matière première du rendement, et l'investisseur qui le comprend le mieux est celui qui peut l'utiliser le plus intelligemment.** Notre processus est conçu pour rendre le risque explicite à chaque étape, depuis la définition de l'univers investissable jusqu'à l'analyse des émetteurs, la construction de portefeuilles, ainsi que le suivi et la cession des positions.

Cette discipline est en place depuis 1999 dans les stratégies Investment Grade et High Yield. C'est à la fois un processus et une culture. **Nous sommes prêts à sacrifier une partie de la performance si le rendement dépend de risques que nous ne pouvons pas expliquer clairement.** Dans le domaine du crédit, la clarté est un avantage concurrentiel. Elle améliore le calibrage des positions, renforce la discipline de vente et permet une gestion active opportuniste plutôt que réactive. **Notre historique de performance, marqué notamment par l'absence de défaut d'émetteurs au sein des portefeuilles que nous gérons, reflète cette culture**¹. À titre de comparaison, le taux de défaut historique sur le haut rendement se situe autour de 4 à 5 %².

A. Où nous investissons : un univers ciblé

Bien comprendre le risque nécessite de se concentrer. **L'éventail d'opportunités de crédit à l'échelle mondiale est vaste, mais tous les segments ne sont pas aussi faciles à analyser ou à négocier.** Nous réduisons donc l'univers d'investissement afin d'améliorer la transparence, la liquidité et la profondeur d'analyse.

Notre premier filtre traite des risques ESG et de gouvernance. Nous excluons les émetteurs exposés à des activités controversées et ceux qui ne répondent pas aux principales attentes en matière de gouvernance. Nous excluons également les secteurs où les risques sont structurellement difficiles à gérer, notamment le tabac, le charbon thermique et les armes controversées. Il ne s'agit pas d'éviter la complexité, mais de reconnaître que certains risques peuvent être non linéaires, difficiles à couvrir et coûteux lorsque le sentiment évolue, et donc **de se concentrer sur des risques identifiables, mesurables et gérables.**

¹ - Zéro défaut dans les portefeuilles Investment Grade et High Yield gérés par l'équipe, depuis le lancement de la stratégie jusqu'à janvier 2026.

² - Source : Candriam, Bloomberg. Taux de défaut à long terme sur l'univers du haut rendement mondial, décembre 2025.



Le risque est la matière première du rendement, et l'investisseur qui le comprend le mieux est celui qui peut l'utiliser le plus intelligemment.

Notre deuxième filtre est la liquidité. Nous évitons les émetteurs et les émissions pour lesquels la transparence et la négociabilité sont insuffisantes pour permettre une gestion active de portefeuille.

- Dans le segment du haut rendement, nous évitons généralement les émetteurs européens dont la dette est inférieure à 250 millions d'euros ou dont la taille des émissions est inférieure à 500 millions d'euros. Aux États-Unis, nous évitons généralement les émetteurs dont la dette est inférieure à 1 milliard de dollars ou dont la taille des émissions est inférieure à 500 millions de dollars. Ces critères conduisent à **une liste restreinte d'environ quatre cents émetteurs** couvrant environ 70 % du segment BB à B de l'indice, ce qui est suffisant pour soutenir une gestion active. Bien que ces seuils soient indicatifs et puissent évoluer avec la structure du marché, l'intention reste constante : les portefeuilles doivent être construits de manière à pouvoir être gérés, et non simplement détenus.
- Dans le segment investment grade, où la liquidité est généralement supérieure, la taille et la transparence demeurent essentielles. Nous privilégions généralement les émetteurs dont l'encours de dette est d'au moins 1 milliard d'euros en Europe et d'au moins 5 milliards de dollars aux États-Unis. Nous évitons les émetteurs qui ne publient pas de rapports au moins semestriellement, et privilégions ceux qui sont cotés ou notés par au moins deux agences.

La troisième dimension est l'expertise. Bien que nous incluions des émetteurs financiers dans nos stratégies Investment Grade, les produits structurés tels que les titres adossés à des actifs, les titres adossés à des créances hypothécaires et les obligations adossées à des prêts garantis sont volontairement exclus de nos portefeuilles à haut rendement. Pour ces stratégies, nous excluons les émetteurs financiers car nous préférons nous concentrer sur les secteurs où notre équipe possède une expertise analytique approfondie. **Plutôt que de rechercher chaque opportunité de spread, nous nous concentrons sur les segments où nous pouvons assumer pleinement la responsabilité de nos conclusions.**

Notre choix de travailler sur un univers restreint ne doit pas être perçu comme une contrainte à l'investissement. Il s'agit d'un outil de contrôle du risque, visant à améliorer la liquidité du portefeuille ainsi que la qualité des décisions. **Se concentrer sur des émetteurs que les analystes et les gérants de portefeuille connaissent en profondeur constitue un principe fondamental de la gestion active.** Il est plus facile de négocier efficacement lorsque l'on maîtrise bien ses dossiers et que le marché les connaît également.

B. Comment nous investissons : priorité à la recherche fondamentale bottom-up

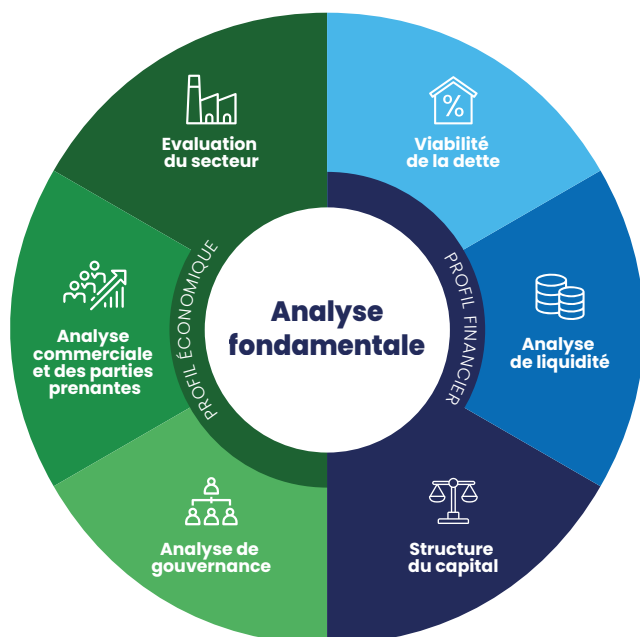
Si la construction de l'univers définit où nous investissons, la recherche fondamentale définit *comment* nous investissons. **Chacun des émetteurs que nous suivons fait l'objet d'une évaluation de crédit interne combinant analyse économique, analyse financière et intégration ESG.** Cela transforme la notion générale de risque de crédit en une compréhension précise du risque idiosyncratique.

Selon nous, une vision complète du risque nécessite à la fois une expertise en matière de crédit et une analyse extra-financière. C'est pourquoi **nous analysons les émetteurs sur leur profil économique – intégrant l'ESG – et d'un profil financier.**

- L'analyse du profil économique commence par une analyse du positionnement concurrentiel au sein du secteur et intègre les facteurs ESG de manière structurée, en étudiant les risques et opportunités potentiels liés aux enjeux environnementaux et sociaux. Les questions portent par exemple sur les points suivants. Dans quelle mesure l'émetteur est-il exposé aux évolutions de la réglementation environnementale ? Quelle est la crédibilité de sa stratégie de transition ? Comment les normes de la chaîne d'approvisionnement et les relations de travail peuvent-elles affecter la continuité opérationnelle, la réputation ou la structure des coûts ? La gouvernance est un thème de la plus haute importance dans tous les secteurs, car elle fait le lien entre la stratégie déclarée par l'entreprise et son comportement réel. Là où la gouvernance est défaillante, le risque peut devenir rapidement impossible à évaluer. C'est pourquoi la gouvernance n'est pas un simple facteur à surveiller mais peut constituer un motif d'exclusion. Notre analyse de la gouvernance tient compte de l'orientation stratégique de l'entreprise et de sa conduite financière, des risques de conflits d'intérêts, de la qualité de la gestion et du contexte plus large du risque pays et des risques liés aux droits humains.

Figure 2 :

Analyse des émetteurs chez Candriam : une approche fondamentale bottom-up



Source : Candriam

- Le profil financier évalue ensuite la résilience du bilan à travers la liquidité, l'effet de levier, la couverture des intérêts, la génération de flux de trésorerie et la structure du capital. Pour les banques et les assureurs du segment « investment grade », un cadre dédié reflète leurs spécificités réglementaires et de bilan.

Ces évaluations du profil d'entreprise et du profil financier sont traduites en notations de crédit internes qui guident l'éligibilité, la taille des positions et la budgétisation des risques.

Les notations ESG internes agissent comme un contre-examen rigoureux, garantissant que les risques qualitatifs n'ont pas été sous-estimés.

Des outils quantitatifs complètent l'analyse fondamentale en signalant les changements chez les émetteurs les mieux notés, venant ainsi appuyer – sans pour autant le remplacer – le jugement de l'analyste.

Enfin, l'analyse de crédit ne serait pas complète sans une analyse au niveau de l'émission. La structure juridique, les covenants, la séniorité, les caractéristiques de remboursement anticipé et les perspectives de recouvrement sont évalués obligation par obligation. Dans le segment du haut rendement, l'analyse des covenants est un élément essentiel de la protection contre le risque de perte, car la qualité de la documentation peut déterminer si un profil de crédit est simplement volatil ou véritablement vulnérable.

Sur le plan financier, nous évaluons les banques et les assureurs sous l'angle de la résilience du bilan, en examinant de près la solidité du capital, la qualité des actifs et les profils de liquidité, en observant leur comportement lorsque les conditions se durcissent plutôt que lorsque les marchés sont calmes. Ce volet financier est indissociable de notre évaluation des modèles économiques, de la gouvernance et des facteurs ESG, susceptibles de modifier sensiblement le profil de risque. L'objectif n'est pas de prévoir les gros titres de l'actualité, mais d'identifier les émetteurs dont le risque peut être clairement expliqué, valorisé et surveillé. Cette discipline sous-tend notre sélection de titres et notre positionnement au sein des structures de capital, en veillant à ce que les portefeuilles reposent sur des risques que nous comprenons, et non sur des hypothèses dont nous espérons qu'elles se vérifieront.

Le risque doit être partagé et non cloisonné. Nos opinions de crédit sont formalisées par une série de comités qui garantissent la réactivité des débats, l'alignement des positions et la mise en œuvre des décisions.

C. Calibrage du risque de crédit sur l'ensemble du cycle

Si l'analyse des émetteurs est essentielle, elle n'est pas complète sans sa remise en contexte. Les spreads reflètent à la fois les fondamentaux et l'appétit pour le risque du marché. Notre évaluation structurée du marché est essentielle pour situer la solvabilité de l'émetteur dans le contexte de la croissance, de l'inflation, des taux et du cycle du crédit.

Nous passons en revue l'ensemble des opportunités en obligations chaque mois, en évaluant les taux, la dette émergente, les devises et le crédit au moyen de cadres d'analyse internes dédiés. A l'issue de ces analyses, nous attribuons un biais directionnel positif, neutre ou négatif : en d'autres termes, **nous traduisons un environnement complexe en un message de risque clair.**

La vue macroéconomique élaborée par nos économistes guide notre positionnement en duration ainsi que notre analyse du cycle des taux, et se traduit par des convictions sur la duration et la courbe des taux. L'équipe crédit en interprète ensuite les implications en matière de risque de spread selon les régions et les notations.

Afin de calibrer nos stratégies de spread par région et par segment de notation, nous intégrons les valorisations, les fondamentaux, le sentiment de marché et les facteurs techniques.

Cette évaluation globale du marché permet d'affiner notre analyse des émetteurs. Elle aide le gérant de portefeuille à discerner à quel moment un bilan plus fragile peut être soutenu par une liquidité abondante, et à l'inverse, quand même des émetteurs solides peuvent être réévalués en raison d'un changement de régime. Elle constitue également un outil opérationnel pour l'allocation du budget de risque, l'allocation sectorielle et l'arbitrage entre portage et liquidité.

D. Construction du portefeuille : transformer l'analyse des risques en décisions d'investissement

Il n'existe pas de séquence unique. Dans la catégorie « investment grade », l'analyse de marché encadre souvent le positionnement en duration et l'appétit pour le risque. Dans le segment du haut rendement, la recherche émetteur constitue généralement le point de départ, affinée par des signaux macroéconomiques et techniques. Dans les deux cas, l'objectif est le même : construire une vision cohérente du risque avant de prendre des décisions de valeur relative.

Une fois le risque bien appréhendé, la gestion active devient plus fluide. Même au sein d'un univers d'opportunités plus concentré, il subsiste un large éventail de moteurs de performance et d'instruments, qu'il s'agisse des émetteurs, des secteurs, des zones géographiques, des notations, de la séniorité dans la structure du capital ou des échéances. Des convictions claires sur les émetteurs et des régimes de marché bien définis soutiennent une gestion active de conviction. La gestion des risques dans ce cadre est sans équivoque : réaliser ses bénéfices sans hésiter lorsque les spreads ont atteint leur objectif, opérer une rotation opportuniste vers des instruments offrant un meilleur équilibre entre portage et protection contre la baisse, et couper rapidement ses pertes lorsque la thèse d'investissement est invalidée, plutôt que de chercher à transiger avec elle. Cette agilité ne consiste pas à intervenir pour le simple plaisir du mouvement. Elle repose sur deux fondements : une compréhension approfondie des risques macroéconomiques et des risques liés à l'émetteur, ainsi que et des mesures délibérément prises en amont pour minimiser le risque de liquidité. **La gestion active et flexible devient alors un outil précieux de gestion des risques en tant que tel, précisément parce qu'elle est d'abord construite sur la compréhension du risque.**

Les règles de gestion, les limites d'exposition, les écarts par rapport aux indices de référence et les indicateurs de risque garantissent une réévaluation des risques en amont, évitant ainsi d'avoir à agir dans l'urgence.

Conclusion : dompter le risque plutôt que de l'éviter

L'investissement en crédit récompense ceux qui savent garder l'équilibre quand le sol se dérobe. L'ironie est que l'équilibre ne naît pas de l'évitement du risque. Il provient de la connaissance exacte des risques que l'on assume, et des raisons pour lesquelles on les assume. Chez Candriam, nous avons bâti notre culture du crédit autour de cette idée : un univers d'investissement ciblé, une recherche rigoureuse intégrant l'analyse ESG et juridique, des comités structurés qui placent le risque au cœur du débat, et un cadre de marché qui permet de situer chaque émetteur dans son contexte.

Si cela ressemble à de la discipline, c'est bien le cas, car les détenteurs d'obligations ne sont pas rémunérés pour être surpris. Nous préférons consacrer du temps à poser des questions inconfortables en amont plutôt qu'à répondre à des urgences par la suite. C'est précisément pour cela que notre processus impose d'analyser le risque sous tous les angles avant de le valoriser, de le calibrer et de l'assumer.

Lorsqu'un risque est compris, il devient investissable. Lorsqu'il ne l'est pas, nous assumons pleinement de passer notre tour, même si cela signifie renoncer à une part de performance.

Crédit chez Candriam.

20 ans

d'innovation sur le crédit,
au service d'une gamme de
produits diversifiée

L'un des
pionniers

du haut rendement
depuis 1999

**Zéro
défaut**

dans nos stratégies
Investment Grade et High
Yield depuis leur lancement

11

gérants de portefeuille
et 11 analystes crédit, la
plupart travaillant
ensemble depuis dix ans

26

experts ESG
et 5 économistes en
soutien de nos gérants
de portefeuille

Pour en savoir plus sur nos stratégies crédit :

[Crédit | Candriam >](#)

Pour découvrir comment l'équipe crédit de Candriam dompte les risques:

[Maîtrisez le risque – Expertise crédit | Candriam >](#)



La présente publication est un document marketing. Ce document est fourni à titre d'information et à des fins éducatives uniquement et peut contenir des opinions de Candriam et des informations propriétaires. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment ; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.