

Ai generated image

MARS 2026

Investir dans le crédit tout au long du cycle.

Notre cadre de risque pour investir de manière disciplinée



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Les négociations réussies se gagnent rarement à la table. Elles se remportent en amont, grâce à la préparation. L'investissement en crédit obéit à la même logique. Les résultats sont rarement déterminés au moment où les marchés se revalorisent ; ils prennent forme bien plus tôt, à mesure que l'endettement s'accumule, que les conditions de liquidité évoluent et que le risque est progressivement intégré dans les prix. Le cycle du crédit constitue la trame de fond de ces évolutions – souvent perceptible dans les comportements et les conditions de financement bien avant qu'il ne se manifeste dans les défauts.

Pourquoi le cycle de crédit est-il déterminant pour les investisseurs ?

Le risque de crédit est asymétrique. L'investissement dans le crédit génère des rendements progressivement, tandis que les pertes peuvent survenir rapidement lorsque les conditions de refinancement se durcissent, que la liquidité se détériore et que les défauts augmentent.

Le crédit est cyclique. Le cycle du crédit reflète l'interaction entre emprunteurs, investisseurs, banques centrales et dynamique de marché. Lorsque les spreads s'élargissent et que l'aversion au risque augmente, la croissance économique tend à ralentir, ce qui conduit généralement à un assouplissement des politiques monétaires et à une réduction de la prise de risque des investisseurs.

Le cycle du crédit fournit un cadre essentiel pour les décisions d'investissement. Il permet d'évaluer si les rendements sont soutenus par des fondamentaux solides ou par des conditions de financement accommodantes. Ignorer le cycle ne signifie pas seulement renoncer au carry ; cela expose au risque d'être positionné sur le crédit au mauvais moment, lorsque les marchés se revalorisent brutalement.

Le cycle de solvabilité : quatre phases, deux moteurs

Les cycles du crédit sont bien connus. La plupart des investisseurs peuvent en décrire les **quatre grandes phases : assainissement, reprise, expansion et retournement**. L'objectif de ce document n'est pas de redéfinir ces phases, mais de souligner **ce qui importe réellement à chacune d'elles : la nature changeante du risque**. En crédit, le cycle ne se résume pas à une alternance entre croissance et récession ; il concerne l'état des conditions de refinancement, la facilité avec laquelle l'endettement est récompensé et la rapidité avec laquelle la liquidité peut disparaître lorsque le sentiment se retourne.

Chez Candriam, nous analysons le cycle à travers **deux prismes complémentaires : le cycle de la dette et le cycle économique**.

- **Le cycle de la dette** mesure la manière dont l'endettement s'accumule au sein des entreprises et des ménages, ainsi que l'évolution de l'offre de crédit dans le temps.
- **Le cycle économique** décrit l'environnement macroéconomique dans lequel cette dette doit être servie, refinancée et valorisée : croissance, inflation et conditions monétaires.

Les tensions sur le crédit émergent généralement lorsque ces deux cycles se renforcent négativement, c'est-à-dire lorsque l'endettement continue de croître alors même que la croissance ralentit et que la politique économique devient moins favorable.

Le cadre d'analyse est délibérément prospectif. **Les défauts, les dégradations de notation et les ventes forcées sont généralement des phénomènes de fin de cycle** ; lorsqu'ils deviennent visibles, ils sont souvent déjà intégrés dans les cours. **Les signaux les plus exploitables apparaissent davantage en amont** : le rythme et la finalité de l'endettement, la discipline d'octroi, les canaux de refinancement et l'impact des décisions de politique monétaire sur la marge d'erreur.

Du point de vue du cycle de la dette nous analysons l'usage du crédit, et pas seulement son volume.

Le crédit immobilier (à long terme et sensible aux taux), l'endettement des entreprises non financières (investissement productif versus ingénierie financière), la croissance du crédit à la consommation (sensibilité des ménages) et les fusions-acquisitions financées par effet de levier (signal comportemental) permettent d'évaluer si la résilience est en train de se reconstituer ou si elle s'épuise progressivement.

Nous surveillons également l'ampleur de l'offre de crédit, par les banques et sur les marchés financiers, car les cycles sont amplifiés lorsque le financement reste abondant alors que les structures se fragilisent.

Du point de vue du cycle économique nous nous concentrons sur les conditions qui déterminent la capacité à servir et refinancer la dette : dynamique de croissance, évolution du marché du travail, inflation et politique des banques centrales. Ces facteurs influencent les revenus, les marges et les coûts de financement, et déterminent in fine la facilité avec laquelle la dette peut être honorée et refinancée. Même des niveaux d'endettement modérés peuvent devenir problématiques lorsque la croissance ralentit, que les pressions inflationnistes s'accroissent ou que les conditions financières se durcissent.

Ces phases ne constituent pas des repères temporels fixes. Elles peuvent durer longtemps, évoluer de manière irrégulière ou même s'inverser. **L'objectif n'est pas d'anticiper précisément de point de retournement, mais d'identifier les moments où l'équilibre entre risque et rémunération s'améliore – et ceux où il devient de plus en plus asymétrique.**

Les quatre phases peuvent être résumées comme suit :

1. Étape 1 – Assainissement et réouverture :

La croissance revient, les bénéfices se redressent, les émissions accélèrent, l'endettement se stabilise et la volatilité diminue. Avec un taux de défaut en baisse et une discipline accrue des bilans, il s'agit d'un scénario idéal. Ici, le risque réside davantage dans l'émergence d'un comportement de complaisance et dans une réduction progressive et discrète de la marge d'erreur.

2. Étape 2 –Reprise :

L'appétit pour le risque des entreprises réapparaît. Bien que les fondamentaux puissent encore sembler acceptables, l'endettement augmente à mesure que les entreprises financent des opérations de fusions-acquisitions et des investissements massifs, tandis que les standards d'octroi se détériorent. Avec des valorisations tendues, un faible taux de défaut et un environnement de politique économique moins favorable, le risque devient asymétrique : potentiel de hausse limité et forte sensibilité aux conditions de refinancement.

3. Étape 3 –Expansion :

L'appétit pour le risque des entreprises réapparaît. Bien que les fondamentaux puissent encore sembler acceptables, l'endettement augmente à mesure que les entreprises financent des opérations de fusions-acquisitions et des investissements massifs, tandis que les standards d'octroi se détériorent. Avec des valorisations tendues, un faible taux de défaut et un environnement de politique économique moins favorable, le risque devient asymétrique : potentiel de hausse limité et forte sensibilité aux conditions de refinancement.

4. Étape 4 – Ralentissement :

Les conditions de financement se durcissent, les bénéfices et la liquidité se détériorent, l'endettement atteint un pic, les défauts augmentent et les spreads s'ajustent rapidement. Les résultats sont alors déterminés par la structure des instruments, leur rang de séniorité et la capacité de recouvrement.

2.Reprise

Entreprises : retour de la croissance, conditions de crédit favorables.

Banques centrales : neutres

Investisseurs : prise de risque accrue, flux toujours positifs.

1.Assainissement

Entreprises : désendettement, hausse des taux de défaut, risques idiosyncratiques toujours élevés.

Banques centrales : accommodantes

Investisseurs : attitude prudente, flux redevenus positifs.



3.Expansion

Entreprises : augmentation de l'endettement. Croissance rapide du crédit et faibles taux de défaut. Resserrement des conditions de crédit.

Banques centrales : Durcissement du ton

Investisseurs : forte prise de risque, flux toujours positifs.

4.Ralentissement

Entreprises : détérioration rapide des résultats. Augmentation rapide de l'endettement et hausse des taux de défaut.

Banques centrales : lentes à réagir
Investisseurs : recherche de la réduction des risques, mais freinés par la baisse de la liquidité. Décollecte.

Source : Candriam

Comment Candriam gère le crédit à travers le cycle

Chez Candriam, nous ne considérons pas l'analyse du cycle de crédit comme une activité distincte, mais comme **une couche contextuelle venant renforcer un processus centré sur l'émetteur**. Nous l'utilisons pour tester la robustesse de la qualité de crédit, calibrer les budgets de risque et nous assurer que les portefeuilles sont construits pour résister à des changements pouvant être rapides et implacables. Notre approche s'articule à deux niveaux : une **analyse bottom-up des émetteurs** — « Quel est le risque que nous détenons ? » — et un — and a **overlay top-down du cycle**— « Est-ce le moment du cycle où nous souhaitons détenir ce risque, et si oui, dans quelle proportion et dans quelle structure ? ».

Bottom-up : des recommandations crédit éclairées par le risque cyclique

L'analyse bottom-up constitue la première étape de notre processus d'investissement. Nos analystes formulent une recommandation crédit interne pour chaque émetteur sur la base d'une évaluation de son profil d'activité, de son profil financier et des risques liés aux événements auxquels il est exposé. Les considérations ESG sont intégrées à cette analyse, car elles peuvent affecter de manière significative la pérennité des flux de trésorerie, l'accès au capital et la qualité de la gouvernance, en particulier lorsque les conditions se tendent.

Le risque cyclique est intégré à cette analyse. Les analystes se concentrent sur les besoins de refinancement, le profil d'échéances de la dette, les réserves de liquidité et la résilience des flux de trésorerie disponibles dans des conditions moins favorables. Ils examinent les incitations de la direction et les actions potentielles en situation de stress, car le risque événementiel augmente souvent à mesure que la marge d'erreur se réduit. La structure au niveau de l'émission (séniorité, covenants, clauses de rachat et perspectives de recouvrement) devient critique précisément lorsque les conditions évoluent.

Avant d'émettre une recommandation finale, les analystes évaluent le risque d'opérer dans la phase actuelle du cycle, et celui d'un basculement vers une phase moins favorable. L'objectif n'est pas de prédire le jour exact du retournement, mais d'anticiper le risque de baisse, d'exiger une marge de sécurité dans les fondamentaux et la structure, et de renoncer lorsque le rendement dépend d'hypothèses qui ne tiennent que dans des conditions idéales.

Top-down overlay : gérer les risques, pas anticiper les sommets

Notre overlay top-down combine l'analyse des conditions macroéconomiques et de l'environnement de crédit au sens large, à travers les fondamentaux du marché, les valorisations et les facteurs techniques. Cela permet de construire une vision cohérente des segments où la rémunération s'améliore et de ceux où elle devient insuffisante.

Nous traduisons le contexte macroéconomique (croissance, inflation et orientation de la politique monétaire) en une évaluation des conditions financières. L'équipe crédit en déduit les implications pour le risque de spread selon les régions et les notations, en intégrant les fondamentaux, les valorisations, le sentiment et les facteurs techniques. Notre objectif n'est pas d'émettre un signal mécanique, mais de formuler un message clair sur les risques afin d'éclairer la construction du portefeuille.

Les changements de régime pouvant être rapides et brutaux, nous cherchons, **à ajuster progressivement le risque à mesure que l'asymétrie augmente**. Cela peut signifier prendre des bénéfices lorsque les spreads ont atteint l'objectif, améliorer la qualité lorsque la marge d'erreur se réduit et conserver suffisamment de liquidités pour éviter les ventes forcées. **En crédit, les opportunités ont tendance à apparaître lorsque d'autres acteurs sont contraints. Un cadre discipliné fondé sur l'analyse du cycle est ce qui permet à un portefeuille de rester non contraint.**

Être contrariant au bon moment : positionnement du portefeuille tout au long du cycle

Être contrariant en crédit ne signifie pas éviter le risque en permanence. Il s'agit de prendre du risque lorsqu'il est correctement rémunéré et de faire preuve de prudence lorsque le marché offre une illusion de sécurité en contrepartie de spreads insuffisants.

La position de notre portefeuille évolue en fonction de la rémunération du risque au travers des quatre phases du cycle.

- **Étape 1 – Assainissement et réouverture**

Les entreprises deviennent favorables aux porteurs d'obligations. Nous recherchons des situations de désendettement où les spreads offrent encore un coussin. **L'accent est mis sur la sélectivité :** émetteurs présentant un plan crédible de redressement du bilan, une liquidité solide et une optionalité en matière de refinancement. **L'objectif est d'ajouter du risque en faisant preuve de discipline.**

- **Étape 2 – Reprise**

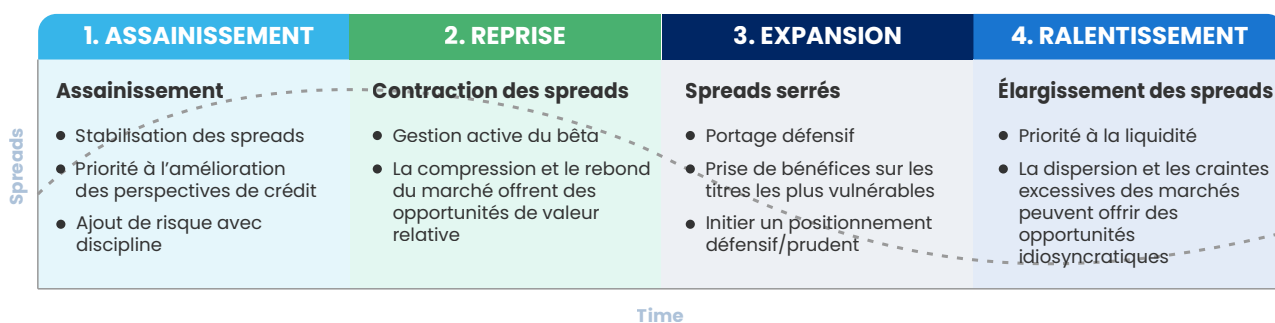
Nous cherchons **à augmenter progressivement le bêta**, car les conditions de marché peuvent être plus favorables à la génération de performances positives. Le dimensionnement des positions et la structure deviennent essentiels à mesure que la prime de risque se compresse. Nous visons à capter le portage sans déléguer le contrôle du risque au marché.

- **Étape 3 – Expansion**

Nous adoptons une position de portage défensif. Nous surveillons les excès potentiels dans le comportement des entreprises : fusions et acquisitions financées par la dette, distributions aux actionnaires, affaiblissement des covenants et relâchement des standards d'octroi. C'est la phase où la discipline est le moins en vogue – et la plus précieuse. Nous avons tendance à privilégier la résilience des bilans plutôt qu'un spread marginal supplémentaire, à réduire l'exposition aux crédits dépendant d'un accès continu au marché et à éviter les structures offrant une protection insuffisante en cas de baisse.

- **Étape 4 – Ralentissement.**

Les résultats du portefeuille sont dominés par la gestion de la liquidité et l'analyse du risque de baisse. Nous nous concentrons sur la préservation de la flexibilité, tout en restant prêts à redéployer le risque de manière sélective lorsque des dislocations créent des opportunités. Lorsque les spreads s'élargissent au-delà de ce que justifient les fondamentaux, un portefeuille bien préparé peut redéployer le risque de façon opportuniste, en adoptant une posture contrariante lorsque le risque est visible et correctement valorisé.



Source : Candriam

Chez Candriam, **l'équilibre entre l'analyse top-down et bottom-up n'est pas statique : il évolue avec le cycle du crédit**. Nous menons en permanence ces deux approches en parallèle – l'analyse des émetteurs pour évaluer le risque que nous détenons, et une lecture macro et cyclique pour évaluer si nous sommes suffisamment rémunérés par le marché pour le porter. Mais au moment de la construction du portefeuille, c'est le cycle qui détermine quelle perspective doit prévaloir.

Dans les phases où la dispersion est élevée et où les résultats dépendent fortement du comportement des émetteurs et de leur structure de capital, la conviction bottom-up et la sélection de titres constituent le principal facteur de différenciation. À l'inverse, lorsque les corrélations augmentent et que l'évolution des prix est dominée par une réévaluation globale du risque, la discipline top-down devient prépondérante – orientant le bêta, la liquidité et le budget global de risque, alors que nous continuons à rechercher des opportunités idiosyncratiques.

Concrètement :

- **En fin de cycle d'expansion** – Lorsque les spreads sont serrés, que l'euphorie peut masquer certaines fragilités et que la marge d'erreur se réduit – **nous mettons davantage l'accent sur l'analyse fondamentale bottom-up** : nous privilégions la résilience des bilans, la flexibilité de refinancement et les structures offrant une protection en cas de scénario défavorable afin de préparer le portefeuille à un retournement.
- **Dans les phases de réparation**, lorsque les spreads se détendent et que les émetteurs les plus solides se redressent plus rapidement, **nous nous appuyons de nouveau fortement sur l'analyse bottom-up** pour identifier les signatures les plus susceptibles de rouvrir l'accès aux marchés et de se revaloriser en premier.
- À l'inverse, **lors des phases de contraction**, les spreads ont tendance à s'écarter de manière plus uniforme, les conditions de liquidité et la dynamique de régime dominant les performances ; dans ce contexte, **les perspectives top-down guident le positionnement du portefeuille**, même si certaines dislocations spécifiques à des émetteurs peuvent apparaître.
- **La phase de reprise** se caractérise généralement par une compression généralisée des spreads et des performances tirées par le bêta – ce qui **rend essentiels la gestion top-down du bêta et le calibrage du risque** – tandis que l'angle bottom-up permet de capter le carry sans compromettre la résilience du portefeuille à mesure que les conditions évoluent.

Conclusion

Décrire les quatre phases du cycle n'a rien de novateur. Ce qui importe, en revanche, c'est la manière dont on utilise l'analyse de ces phases. **Le cycle du crédit n'est pas un exercice de prévision, c'est un cadre de gestion des risques.** Il met en évidence les moments où la liquidité est abondante ou fragile, ceux où l'endettement est récompensé ou simplement toléré, et ceux où le marché rémunère réellement l'incertitude... ou au contraire vous rémunère sur la base de la complaisance.

Chez Candriam, notre approche du cycle est à la fois **bottom-up et top-down**, car le risque de crédit est à la fois idiosyncratique et systémique. Nous cherchons à anticiper les risques – en examinant attentivement les canaux de refinancement, le comportement des bilans et la réduction progressive de la marge d'erreur – plutôt qu'à prédire le jour du retournement de cycle. Dans un monde où les transitions peuvent être brutales et les signaux d'alerte souvent subtils, la préparation compte davantage que la prédiction.

En **investissement crédit**, le meilleur moment pour gérer le risque est précisément celui où cela semble inutile, lorsque les marchés paraissent sereins. C'est pourquoi notre processus insiste sur une lecture précoce du cycle, une analyse continue du risque de baisse et le maintien d'un niveau de liquidité suffisant pour pouvoir agir lorsque d'autres ne le peuvent pas. Notre objectif est d'offrir une performance résiliente à travers les cycles, et la capacité de transformer les périodes de stress de marché en opportunités lorsque la rémunération du risque redevient attractive.

//

**Le bon moment pour réparer la
toiture, c'est quand le soleil brille**

– John F. Kennedy

Pour en savoir plus sur nos stratégies crédit :

[Crédit / Candriam >](#)

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

[Ne fuyez pas le risque. Domptez-le. / Candriam >](#)



Ai generated image

L'investissement en crédit comporte des risques, incluant le risque de perte en capital.

INFORMATIONS IMPORTANTES

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.