

# Note du PM: Attention aux bruits qui courent (et à vos propres biais)

Auteur: Andrew Jackson, Responsable Fixed Income

**Nous nous trouvons une fois de plus à un tournant majeur sur les marchés financiers. Au cours des vingt dernières années, par rapport à mes pairs, j'ai plus souvent adopté une position extrême en matière d'aversion pour le risque qu'une position extrême en matière de recherche de risque; c'est pourquoi nombre de mes collègues me considèrent comme un pessimiste. En effet, pendant de nombreuses années, j'ai tenté de «m'auto-ajuster» de manière systématique pour intégrer une approche biaisée.**

**Mais aujourd'hui, je ne suis plus en mode d'auto-ajustement. Je reconnais plutôt que ma conscience du risque peut me faire adopter une position éloignée du point de vue moyen durant une longue période. Toutefois, deux bémols: je suis en fait très optimiste sur les marchés à revenu fixe (en particulier pour ceux qui comportent un risque de crédit moindre). Pourtant, le fait que les marchés semblent aller les yeux fermés vers une crise potentielle me fait paraître pessimiste, car je conviens de l'existence même d'un risque. Et si une correction majeure devait survenir, elle pourrait se produire si rapidement que je deviendrais optimiste sur les parties liquides plus risquées.**

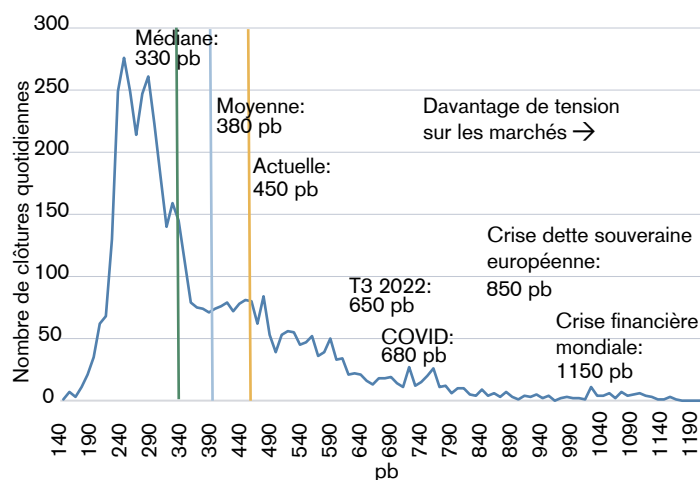
## Ne vous fiez pas au battage médiatique: nous restons dans des fourchettes normales

Comme nous l'avons indiqué dans notre dernier article, tout lecteur de la presse financière pourrait penser que nous sommes déjà dans une situation de crise. Les mots «récession», «crise» ou «volatilité» font constamment les gros titres. Mais les marchés ne sont pas du même avis. On pourrait s'attendre à ce que les écarts des crédits à haut rendement – un indicateur de la confiance des investisseurs – soient exceptionnellement importants, reflétant une perception du risque plus élevée. Or, jusqu'à présent, nos deux principaux indices de crédit à haut rendement sur les marchés développés affichent des valeurs qu'on pourrait qualifier de normales; ils ne reflètent absolument pas l'hystérie suggérée par les commentateurs, ni le resserrement des conditions de crédit que nous finirons par voir. En Europe, le Markit iTraxx Crossover, un indice composé des credit default swaps des émetteurs à haut rendement les plus liquides, se situe environ à son 73<sup>e</sup> percentile. Bien qu'il soit loin de sa

moyenne et de sa médiane, il se trouve aux niveaux du T3 2022 et bien en dessous des niveaux observés au T3 2011 ou pendant la crise financière mondiale.

## Les écarts de crédit actuels sont plus importants que la moyenne historique, mais bien en dessous de ceux d'une situation de crise

Distribution des écarts du Crossover depuis son lancement



Source: Bloomberg, Credit Suisse Asset Management  
Données de la fin avril 2023

Et pourtant, de plus en plus de personnes accordent de l'attention aux commentaires baissiers que nous émettons, prenant note de notre prudence concernant le resserrement des conditions de crédit et les conséquences probables d'un cycle de crédit. Cette constatation, à laquelle il faut ajouter un degré légèrement plus élevé de discrimination à l'extrémité la plus basse de l'éventail de notation, nous aide à contrôler la crainte que toute contraction de crédit majeure puisse encore être décrite comme une panique ordonnée plutôt que comme une panique pure et simple.

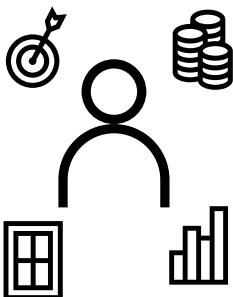
## Être conscient des biais

Plutôt que d'énumérer tous les biais qui peuvent nous affecter, je souhaite me pencher sur ceux qui sont pertinents pour nous et sur un en particulier qui, à mon avis, est particulièrement pertinent aujourd'hui.

## Biais comportementaux en matière de valeurs à revenu fixe

### Biais de l'hypothèse du marché efficient

Supposer que le prix d'hier était le «bon» prix malgré les fondamentaux



### Biais de la fenêtre ouverte

Ne pas saisir la relation entre volatilité et liquidité, les fenêtres se rétrécissent quand on a BESOIN

### Biais du parieur chanceux

Trop mettre l'accent sur les historiques de performances basés sur des marchés haussiers et ne pas le mettre suffisamment sur la gestion des risques

### Biais de la perception gaussienne

Considérer toutes les distributions du point de vue de l'expérience humaine, les titres à revenu fixe sont des classes d'actifs asymétriques et leptocurtiques

## Biais comportementaux

- **Biais de l'hypothèse du marché efficient:** supposer que le prix d'hier était le «bon» prix malgré les fondamentaux.
- **Biais de la fenêtre ouverte:** ne pas saisir la relation entre volatilité et liquidité – les fenêtres se rétrécissent quand on a BESOIN.
- **Biais du parieur:** trop mettre l'accent sur les historiques de performances basés sur des marchés haussiers et ne pas le mettre suffisamment sur la gestion des risques.
- **Biais de la perception gaussienne:** considérer toutes les distributions du point de vue de l'expérience humaine; les titres à revenu fixe sont des classes d'actifs asymétriques et leptocurtiques (grande concentration des résultats autour de la moyenne)

Je crois que le dernier biais pourrait être appelé biais de «**manque d'historique pertinent**» et je vais essayer de le décrire au moyen d'une conversation imaginaire entre un investisseur potentiel et un professionnel des marchés financiers au sein de la classe d'actifs concernée:

**Investisseur (INV):** Quelle est votre allocation actuelle dans la classe d'actifs XYZ?

**Professionnel des marchés financiers (PMF):** Extrêmement surpondérée.

**INV:** Pourquoi une telle surpondération?

**PMF:** Elle offre une prime sur le crédit d'entreprise publique Investment Grade (IG) liquide et affiche de faibles niveaux de volatilité. Les fondamentaux de crédit sont également très solides, et la souscription est très conservatrice.

**INV:** Je comprends ce que vous voulez dire. J'ai toutefois des réserves concernant la prime, qui pourrait ne pas être énorme et être inférieure à la récente évolution des écarts de crédit IG. Mais pourriez-vous m'en dire plus sur le manque de volatilité et les fondamentaux de qualité supérieure?

**PMF:** Eh bien, cette classe d'actifs a seulement connu une volatilité de 3% au cours de son existence.

**INV:** Mais la raison de cette faible volatilité réside certainement dans le fait qu'elle n'est pas liquide et qu'elle est rarement négociée.

**PMF:** Non. L'absence de démarques est due au fait qu'il y a toujours quelqu'un qui détient un solde de trésorerie très élevé attendant d'acheter quelque chose qui s'échange en dessous de 0,95 dollar. De fait, le montant de liquidité et d'actifs en attente d'investissement affiche des niveaux record.

**INV:** Et les fondamentaux de crédit?

**PMF:** Le taux de défaut moyen à long terme est inférieur à 3% et le taux de recouvrement moyen avoisine les 80%.

**INV:** Effectivement, c'est très intéressant. Une dernière question avant d'investir. Depuis combien de temps cette classe d'actifs existe-t-elle?

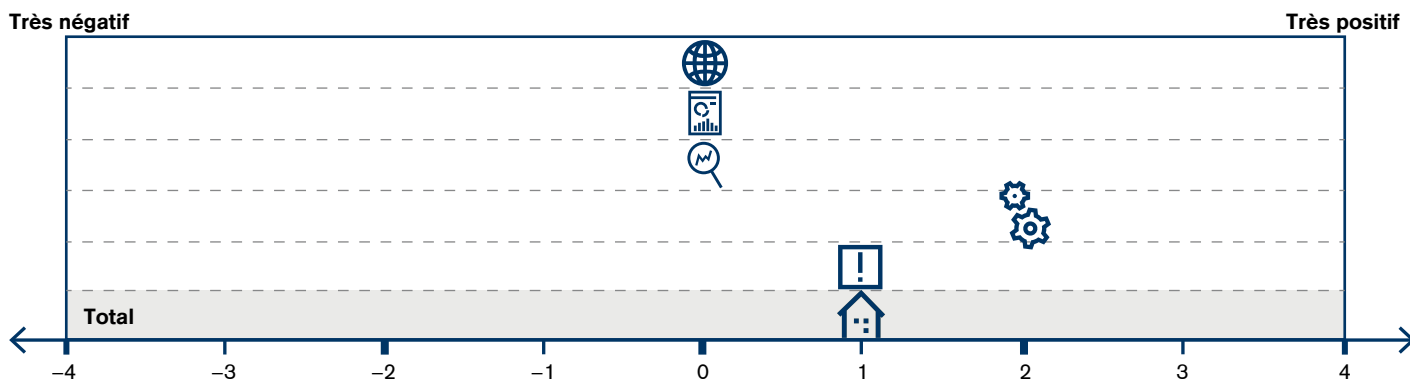
**PMF:** Elle est apparue juste après le dernier cycle de crédit.






Je suis convaincu que vous connaissez tous certains éléments de l'univers des titres à revenu fixe qui sont évoqués dans cette conversation. La recherche de rendement par les investisseurs, la valeur croissante accordée à la prime d'illiquidité (bien qu'elle n'ait rarement, voire jamais, été quantifiée) et la volonté des banques de réduire l'endettement ont entraîné l'apparition de plusieurs nouvelles classes d'actifs dans l'univers des titres à revenu fixe. Ces classes de sous-actifs ont tendance à être privées. Elles ont connu de faibles niveaux de volatilité jusqu'à maintenant et sont susceptibles d'avoir des caractéristiques dissimulées par plusieurs (sinon la totalité) des biais susmentionnés. Si vous avez besoin d'aide pour les identifier, n'hésitez pas à nous contacter.

En attendant, n'oubliez pas de vous méfier de vos biais, en particulier du biais de «**manque d'historique pertinent**», car la phase de défaut, de faillite et de resserrement du cycle du crédit arrive.

## Stratégie de placement Fixed Income de CSAM

Appétit pour le risque – Investment Grade



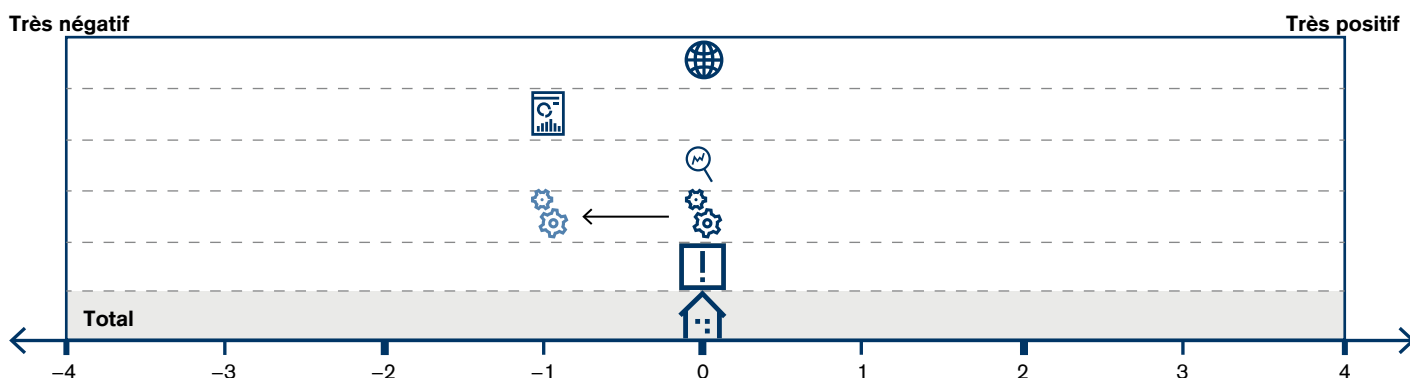
-  **Perspectives économiques (inchangées)** – Les craintes de récession ont commencé à se dissiper et l'inflation semble diminuer après avoir atteint son pic. Mais l'incertitude demeure quant à un atterrissage en douceur de l'économie et à une nouvelle escalade des risques géopolitiques.
-  **Fondamentaux de crédit (inchangés)** – De manière générale, les fondamentaux ont commencé à se déprécier et devraient continuer à s'affaiblir, comme en témoigne la détérioration des indicateurs de crédit dans les rapports sur les résultats. Pour l'instant, la catégorie IG semble toujours solide et les préoccupations portent principalement sur la catégorie HY et les crédits avec une note moins élevée.
-  **Évaluation (inchangée)** – La plupart des marchés de crédit ont commencé à évaluer la possibilité d'une récession. Les évaluations IG ne semblent plus excessivement attrayantes dans un contexte historique, mais cette catégorie continue d'offrir de hauts rendements pluriannuels grâce à la composante de taux d'intérêt. La catégorie HY semble de plus en plus remise en question compte tenu de la réduction des écarts relatifs.
-  **Confiance / Indicateurs techniques (inchangés)** – Les flux de titres de grande qualité restent positifs et les enquêtes auprès des investisseurs attestent de la plus forte position surpondérée en obligations depuis mars 2009. La volatilité reste élevée et la liquidité, inférieure à la moyenne.
-  **Risques de perte extrême (inchangés)** – Les CB semblent avoir surmonté les pics inflationnistes, mais le marché montre désormais des signes de complaisance en évaluant la possibilité de risques de récession. Les effets immédiats de la crise énergétique ont été atténués par la douceur récente du climat.






Source: Credit Suisse. Au 14.04.2023

À titre d'illustration uniquement

## Stratégie de placement Fixed Income de CSAM

Appétit pour le risque – Haut rendement



-  **Perspectives économiques (inchangées)** – Les craintes de récession ont commencé à se dissiper et l'inflation semble diminuer après avoir atteint son pic. Mais l'incertitude demeure quant à un atterrissage en douceur de l'économie et à une nouvelle escalade des risques géopolitiques.
-  **Fondamentaux de crédit (inchangés)** – De manière générale, les fondamentaux ont commencé à se déprécier et devraient continuer à s'affaiblir, comme en témoigne la détérioration des indicateurs de crédit dans les rapports sur les résultats. Pour l'instant, la catégorie IG semble toujours solide et les préoccupations portent principalement sur la catégorie HY et les crédits avec une note moins élevée.
-  **Évaluation (inchangée)** – La plupart des marchés de crédit ont commencé à évaluer la possibilité d'une récession. Les évaluations IG ne semblent plus excessivement attrayantes dans un contexte historique, mais cette catégorie continue d'offrir de hauts rendements pluriannuels grâce à la composante de taux d'intérêt. La catégorie HY semble de plus en plus remise en question compte tenu de la réduction des écarts relatifs.
-  **Confiance / Indicateurs techniques (de 0 à -1)** – Les flux de titres à revenu fixe restent globalement importants, mais les flux de titres à rendement élevé continuent d'être remis en cause par les investisseurs, qui privilégient l'allocation dans des titres de grande qualité à des prix attrayants. La volatilité reste élevée et la liquidité, inférieure à la moyenne.
-  **Risques de perte extrême (inchangés)** – Les CB semblent avoir surmonté les pics inflationnistes, mais le marché montre désormais des signes de complaisance en évaluant la possibilité de risques de récession. Les effets immédiats de la crise énergétique ont été atténués par la douceur récente du climat.

Source: Credit Suisse. Au 14.04.2023

À titre d'illustration uniquement

Source: Credit Suisse, sauf mention contraire.

Sauf mention contraire, les illustrations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées avec le plus grand soin et en toute bonne foi.

Ce document est un document marketing de Credit Suisse Group AG et/ou de ses filiales (ci-après dénommé «le CS»). Il ne constitue nullement ou ne fait partie d'aucune offre ou invitation à émettre ou vendre, ni une sollicitation d'offre de souscription ou d'achat de valeurs ou d'autres instruments financiers, ou à effectuer toute autre opération financière, ni ne constitue une incitation de souscription à un produit, une offre ou un placement. Ce document marketing n'est pas un document contractuellement contraignant ni un document informatif requis par une disposition législative. Aucun élément de ce support ne saurait constituer une recherche ou un conseil en investissement et ne peut en aucun cas y être assimilé. Il n'est pas adapté à votre situation personnelle ni ne constitue une recommandation personnalisée et ne suffit pas pour prendre une décision de placement. Les informations et opinions exprimées aux présentes reflètent celles du CS au moment de leur rédaction et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. Elles se basent sur des sources jugées fiables. Le Credit Suisse ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité des présentes informations et, lorsque cela est légalement possible, décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations figurant aux présentes sont réservées à l'usage exclusif de leur destinataire. Les informations figurant dans ce document peuvent être modifiées sans préavis après la date d'émission de celui-ci sans que le CS soit tenu de les actualiser. Ce document peut contenir des informations sous licence et/ou protégées par les droits de propriété intellectuelle des concédants de licence et des détenteurs du droit à la propriété. Rien dans ce document ne saurait être interprété comme imposant une responsabilité aux concédants de licence ou aux détenteurs du droit à la propriété. La copie non autorisée des informations des concédants de licence ou des détenteurs du droit à la propriété est formellement interdite. Ce document ne peut en aucun cas être transféré ou distribué à une autre personne ni ne peut être reproduit. Tout transfert, distribution ou reproduction est interdit et peut entraîner une violation de la loi américaine de 1933 sur les valeurs mobilières US Securities Act, et de ses modifications ultérieures (loi ci-après dénommée «Securities Act»). En outre, il peut exister des conflits d'intérêts concernant l'investissement. Dans le contexte de sa prestation de services, Credit Suisse AG et/ou ses filiales peuvent payer des tiers ou recevoir de la part de tiers, dans le cadre de leurs honoraires ou autrement, une commission unique ou récurrente (p. ex. commissions d'émission, commissions de placement ou commissions d'état). Avant de prendre toute décision de placement, les investisseurs potentiels doivent évaluer indépendamment et avec soin (avec leurs conseillers fiscaux, juridiques et financiers) les risques spécifiques décrits dans les documents disponibles, les conséquences légales, réglementaires, fiscales et comptables ainsi que l'impact sur le crédit. Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP SA et/ou ses filiales. Tous droits réservés.

Société de gestion (Fondsleitung): Credit Suisse Funds AG<sup>1</sup>, Uetlibergstrasse 231, CH-8070 Zurich | Dépositaire, distributeur: Credit Suisse (Suisse) SA, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich | Distributeur: Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich | Distributeur: Credit Suisse Asset Management (Suisse) SA, Kalandergasse 4, CH-8045 Zurich | Versions linguistiques disponibles: allemand, anglais, français et/ou italien | Superviseur (Autorité d'enregistrement): Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)

<sup>1</sup> Entité, auprès de laquelle la documentation complète présentant l'offre, le document d'information clé pour l'investisseur (DICI), les documents constitutifs (règlement ou statuts) du fonds ainsi que les rapports annuels et bisannuels, si ceux-ci existent, peuvent être obtenus gratuitement.