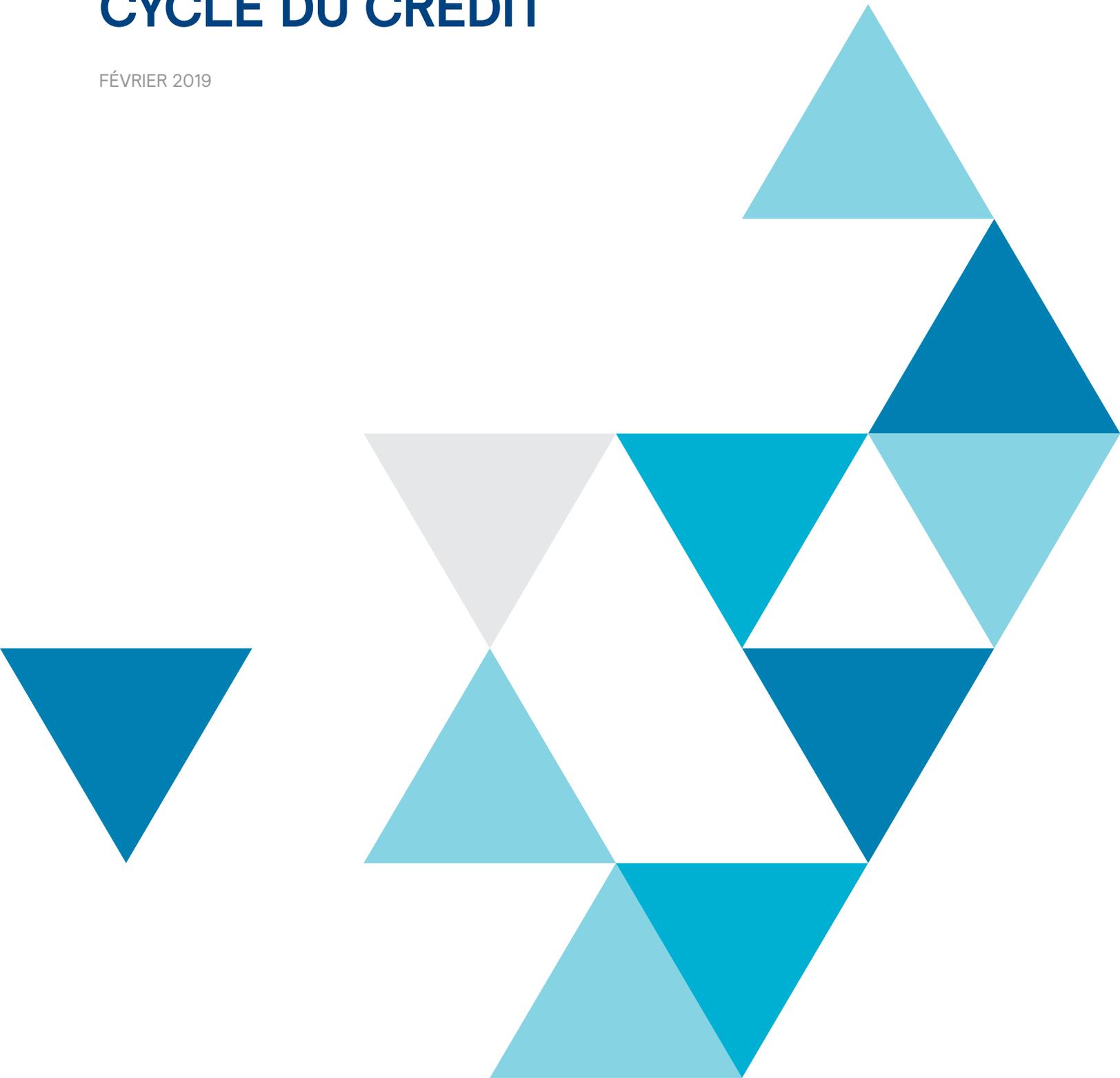


SANTÉ AVOIRS CARRIÈRE

DYNAMIQUE DE FIN DE CYCLE DU CRÉDIT

FÉVRIER 2019



DYNAMIQUE DE FIN DE CYCLE DU CRÉDIT

Le cycle du crédit, c'est-à-dire l'expansion et la contraction de l'offre de crédit aux emprunteurs, évolue habituellement en trois phases distinctes, chacune ayant ses caractéristiques propres. Il s'agit du début, du milieu et de la fin du cycle du crédit.

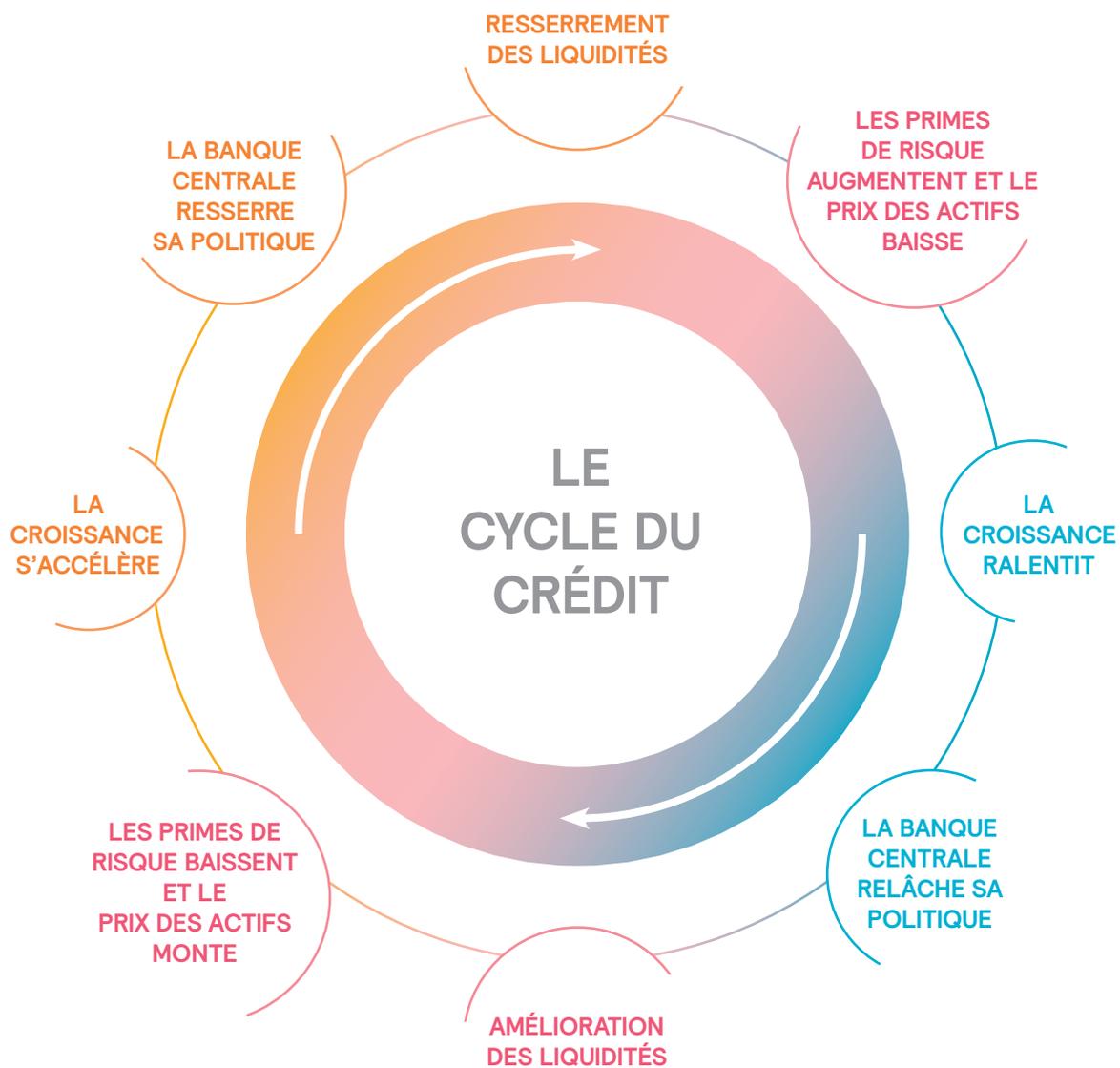
- **Début (phase de réparation)** : Au début du cycle du crédit, la disponibilité du crédit est relativement faible. Les entreprises tentent d'alléger leur passif en réduisant le montant de leurs dettes. Durant cette période, la politique monétaire est généralement expansionniste, c'est-à-dire qu'elle vise à favoriser une reprise de l'économie. La tolérance au risque est faible, mais la prime de risque peut être élevée.
- **Milieu (phase de reprise)** : Les efforts des sociétés et des prêteurs en vue d'alléger leur endettement commencent à porter leurs fruits, ce qui signifie que les entreprises devraient recommencer à dépenser et à emprunter. Au milieu du cycle du crédit, les marchés redeviennent moins frileux à l'égard du risque, tandis que les primes de risque éventuelles demeurent attrayantes compte tenu de la politique monétaire favorable.
- **Fin (phase d'expansion)** : Les marchés renouent avec une croissance économique vigoureuse et l'endettement des entreprises repart à la hausse; c'est alors que la politique monétaire commence à se faire moins accommodante. À la dernière phase, la tolérance au risque peut devenir excessive, alors que les primes de risque sont souvent comprimées en raison du prix élevé des actifs. La politique monétaire commence à se resserrer, ce qui entraîne une hausse des taux d'intérêt.

Bien que l'objectif des banques centrales soit de freiner l'endettement excessif sans pour autant provoquer une contraction suffisante de la disponibilité du crédit pour menacer la croissance économique, la dernière phase du cycle du crédit débouche inévitablement (ainsi que l'histoire récente nous l'a démontré) sur une contraction du crédit, un ralentissement de la croissance et une transition vers le début d'un nouveau cycle du crédit.

Ces différentes phases du cycle du crédit et leurs caractéristiques respectives signifient que la phase que nous traversons actuellement et le temps qu'elle durera peuvent avoir d'importantes répercussions sur le portefeuille d'un investisseur. En effet, le cycle

du crédit joue un rôle essentiel dans les dépenses des entreprises et des consommateurs – et par voie de conséquence, il influence la croissance économique, la prise de risque et le prix des actifs.

FIGURE 1 : LE CYCLE DU CRÉDIT



COMPRENDRE OÙ NOUS EN SOMMES DANS LE CYCLE DU CRÉDIT

Même s'il est facile d'affirmer l'existence d'un cycle du crédit, il est beaucoup plus difficile de déterminer à quelle phase nous en sommes dans le cycle du crédit et surtout, combien de temps le cycle du crédit actuel va durer. Il y a quelques mois (dans la publication de Mercer « [Enjeux et occasions pour 2018](#) »), nous avons affirmé que selon nous, les États-Unis s'approchaient de la fin du cycle : l'économie connaissait alors une croissance vigoureuse, le taux de chômage était très faible, les écarts de taux étaient revenus aux niveaux d'avant la crise, l'endettement était à la hausse et les marchés des actions étaient en expansion.

Nous pensons que les États-Unis sont désormais arrivés à la dernière phase du cycle du crédit. Une croissance économique vigoureuse et des actifs à prix élevés commencent également à caractériser d'autres économies de grands pays développés dans le monde (même si nous constatons que la plupart des marchés développés et émergents sont loin derrière les États-Unis et affichent encore une dynamique de milieu de cycle).

La Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne (BCE) se sont engagées à resserrer légèrement leur politique monétaire, malgré le Brexit au Royaume-Uni, les problèmes politiques qui continuent de planer sur l'Europe du Sud (Grèce, Italie et Espagne) et la faiblesse des pressions inflationnistes dans la zone euro qui ont obligé ces deux banques centrales à suivre une voie beaucoup plus nuancée que celle prise par la Réserve fédérale américaine (la Réserve fédérale)¹.

Il est vrai qu'il est difficile de prévoir avec précision comment le cycle du crédit actuel va évoluer et combien de temps il durera, mais plusieurs paramètres ou indicateurs sont souvent utilisés pour essayer de mieux comprendre le temps qui reste avant que le cycle actuel finisse par arriver à son terme.

Ces paramètres ou indicateurs ont une incidence sur le niveau de rentabilité des activités de prêt et raccourcissent (ou allongent) le cycle du crédit. Dans les pages qui suivent, nous examinons les facteurs qui pourraient :

- obliger les banques centrales à resserrer la politique monétaire afin de contenir l'inflation;
- rendre le système mondial plus vulnérable aux chocs idiosyncrasiques en signalant l'endettement excessif, l'excès de confiance ou les dépenses excessives.

1. La Banque du Japon s'est démarquée de la tendance au resserrement de la politique monétaire observée dans les autres marchés développés en conservant une politique monétaire « ultra souple », l'inflation au Japon demeurant nettement inférieure à l'objectif de la banque centrale.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET MARCHÉS DES OBLIGATIONS

Une hausse (ou une baisse) des taux d'intérêt à court terme, une baisse (ou une hausse) de la masse monétaire et une hausse (ou une baisse) des réserves obligatoires des banques commerciales : tous ces facteurs ont une influence indirecte sur le coût de l'emprunt pour les entreprises et les particuliers et sont les principaux outils qu'utilisent les banques centrales comme moyen de limiter (ou au contraire d'augmenter) la création de crédit dans les économies².

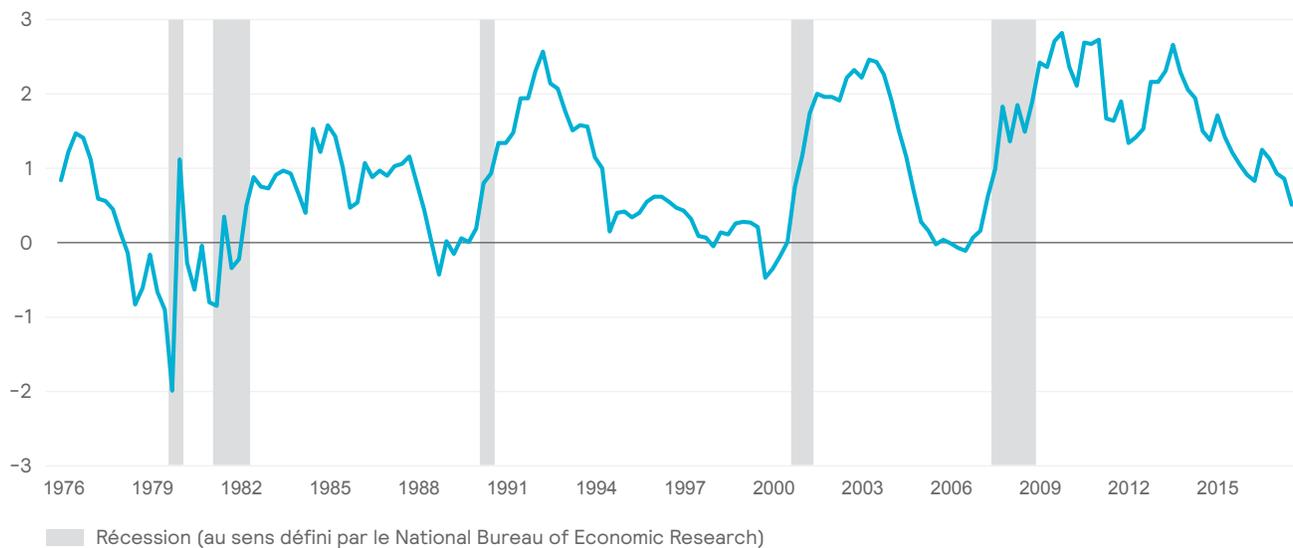
L'une des principales caractéristiques de la fin du cycle du crédit est le fait que les banques centrales interviennent lorsque le taux de croissance économique a dépassé la normale et que les pressions inflationnistes se sont accentuées, et ce, afin de tenter d'empêcher une surchauffe de l'économie réelle³. C'est ainsi qu'elles commencent à choisir des politiques qui auraient vraisemblablement pour conséquence d'augmenter les coûts de l'emprunt et de limiter la création de crédit.

Dans l'économie réelle, lorsque les coûts de l'emprunt sont plus élevés, le nombre d'occasions d'investissement rentables devient plus limité pour les entreprises, et la marge

bénéficiaire de ces dernières est grignotée par la hausse des coûts du service de la dette existante. Cette stratégie repose sur la conviction qu'elle permettra de ralentir suffisamment et durablement le taux de croissance économique, sans pour autant provoquer une contraction de l'économie.

Même si les taux d'intérêt à long terme subissent l'influence des taux à court terme – et par conséquent, de la politique de la banque centrale – ils sont sans doute davantage orientés par ce que pensent les marchés des perspectives de croissance de l'économie réelle à long terme. Lorsqu'une banque centrale resserre la politique monétaire afin de tenter de ramener le taux de la croissance économique à un niveau plus conforme au niveau d'équilibre à long terme, il est normal de s'attendre à ce que les taux d'intérêt à court terme et à long terme finissent par converger – c'est ce que l'on appelle un « aplatissement » de la courbe des taux. Comme le montre la figure 2, cette convergence est en cours depuis un certain temps déjà aux États-Unis. Dans une moindre mesure, les courbes des taux au Royaume-Uni et dans la zone euro se sont également aplaties⁴.

FIGURE 2 : ÉCART DE TAUX ENTRE LES BONS DU TRÉSOR À 2 ANS ET À 10 ANS



Sources : National Bureau for Economic Research, Banque fédérale de réserve de St. Louis.

2. Les banques centrales utilisent ces outils pour tenter de stabiliser l'économie et l'inflation à court et à long terme, respectivement.
3. La Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, les banques centrales des autres pays développés ont commencé à relever leur taux d'emprunt directeur. Les marchés s'attendent à ce que la Réserve fédérale annonce de nouvelles hausses de son taux directeur au cours des prochains mois; les investisseurs se demandent donc à quelle vitesse et jusqu'où les taux vont grimper.
4. Cette tendance est prévisible, puisque la réduction de l'écart entre les obligations à 2 ans et à 10 ans aux É.-U. est imputable dans une large mesure au fait que la Réserve fédérale relève beaucoup plus rapidement ses taux d'emprunt à court terme que les autres banques centrales.

Toutefois, si la banque centrale d'un pays relève ses taux d'intérêt afin de contenir l'inflation alors que les indicateurs ne sont pas suffisants (selon le marché) pour confirmer l'existence d'une croissance économique vigoureuse et l'apparition de pressions inflationnistes, son intervention pourrait envoyer un signal négatif. Lorsqu'une telle situation se produit, il peut arriver que les prêteurs soient disposés à accepter un taux inférieur pour les créances à long terme, comparativement aux taux qu'ils obtiendront sur les créances à court terme (c'est l'inversion de la courbe des taux) – les investisseurs sont satisfaits même s'ils obtiennent un taux de rendement inférieur, si c'est le prix à payer pour que leur placement soit en sécurité à moyen terme.

Une courbe des taux inversée est un bon indicateur prédisant une récession⁵, même si on ne peut pas conclure que :

- chaque récession sera précédée d'une courbe des taux inversée;
- chaque courbe des taux inversée sera suivie d'une récession.

De plus, on ne sait pas clairement si la capacité prédictive de la courbe inversée sera aussi fiable dans un contexte où des mesures d'assouplissement quantitatif ont entraîné une baisse des taux d'emprunt à long terme.

Les écarts rétrécissent depuis quelques années aux États-Unis, en raison de la hausse des taux d'emprunt à court terme. Si les marchés pensent que la Réserve fédérale resserre trop sa politique monétaire et adopte la « mauvaise » stratégie, nous pourrions bien observer un scénario où la courbe des taux s'aplatirait.

RESSERREMENT QUANTITATIF

Dans le passé, lorsque les banques centrales décidaient de resserrer leur politique monétaire, cela se traduisait par une hausse des taux d'intérêt.

Aujourd'hui, après une longue période de politique monétaire expansionniste sans précédent (c.-à-d., l'assouplissement quantitatif), plusieurs banques centrales disposent désormais d'un autre outil, outre l'augmentation des taux d'intérêt : le resserrement quantitatif⁶.

Comme cet outil est inédit, il est difficile de savoir comment les marchés vont réagir au resserrement quantitatif, par rapport à une augmentation des taux d'intérêt. Néanmoins, le resserrement quantitatif semble faire son chemin, et nous nous attendons, toutes choses étant par ailleurs égales, à ce qu'il exerce une pression à la hausse sur les rendements des obligations – ce qui aurait donc pour effet d'augmenter encore les coûts de l'emprunt et de diminuer la disponibilité du crédit. Pour une analyse plus approfondie sur la transition, veuillez consulter notre récente publication, [*De l'assouplissement au resserrement quantitatif : bâtir des portefeuilles solides.*](#)

NORMES DE CRÉDIT

La crise du crédit de 2008 a été provoquée par des emprunts et une prise de risque excessifs. La détérioration des normes en matière d'octroi de prêts y a également contribué – surtout sur le marché des prêts hypothécaires aux États-Unis.

Dix ans se sont écoulés, et l'un des principaux thèmes sur les marchés du crédit en 2018 a été l'expansion continue du crédit ainsi que la détérioration de la protection du crédit sur certains marchés clés. Un [*rapport de Moody's*](#) sur le marché des prêts à effet de levier aux États-Unis attire l'attention sur le fait que le cycle du crédit est arrivé à un point culminant, et l'un des principaux sujets d'analyse est la détérioration de la qualité du crédit. Moody's met également en évidence une combinaison de facteurs qui pourrait s'avérer fatale, à savoir une protection affaiblie des investisseurs, un plus petit nombre de créances non garanties pour amortir les pertes et la demande pour les prêts poussant les investisseurs à dégringoler davantage dans l'échelle de cotation. En tout, le montant moyen que les investisseurs réussissent à

5. Depuis les années 1950, chaque récession est précédée d'une courbe des taux plate ou inversée. Il est important de souligner que même si une telle courbe peut aider à prédire l'arrivée d'une récession, le temps qui s'écoule entre l'inversion et la récession varie et dans certains cas, les prix des actifs continuent d'augmenter pendant un an après l'inversion.

6. Les mesures de resserrement quantitatif peuvent comprendre la vente par les banques centrales des obligations inscrites à leur bilan; elles peuvent aussi choisir tout simplement de laisser les obligations qu'elles détiennent aller jusqu'à échéance et ne pas en acquérir de nouvelles. La plupart des banques centrales des pays développés (notamment, la Réserve fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre) ont jusqu'ici préféré la version misant sur un resserrement plus « retenu », c.-à-d. qu'elles laissent leurs obligations arriver à échéance sans en réinvestir le produit.

FIGURE 3 : L'ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF DEVIENT RESSERREMENT QUANTITATIF



Sources : Banque d'Angleterre, Banque du Japon, BCE, Thomson Reuters Datastream, Réserve fédérale américaine, JP Morgan Asset Management⁷.

recouvrer sur les prêts en souffrance pourrait bien être inférieur à ce qu'il était en 2008, compte tenu des protections plus faibles, ce qui ne ferait qu'exacerber toute crise en matière de crédit. Par exemple, en Europe, 0 % des prêts à effet de levier européens étaient des prêts qui ne sont pas soumis aux traditionnels ratios financiers (Cov-Lite) en 2011, mais à la fin de 2017, ce taux était passé à 78 %.

Au fur et à mesure que l'offre de crédit s'accroît sur les marchés, le pouvoir de négociation des emprunteurs augmente, ce qui expliquerait pourquoi nous voyons de plus en plus de contrats comportant des modalités favorables à l'emprunteur – mais surtout, offrant moins de protection au prêteur si les prêts deviennent en défaut à la phase de resserrement du crédit.

MARCHÉS DE L'EMPLOI/PRODUCTION

Les marchés de l'emploi à l'échelle mondiale semblent serrés, le nombre de personnes se déclarant sans

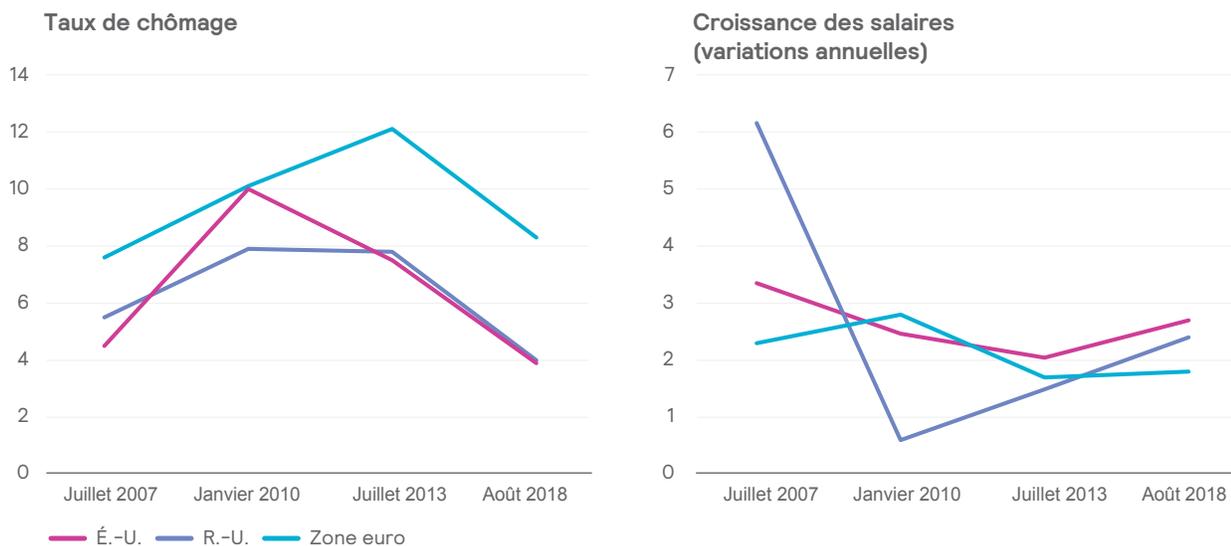
emploi étant peu élevé et les offres d'emploi se multipliant dans plusieurs grandes économies. Cette situation peut faire naître une pression inflationniste.

Si elle se pointe, cette pression inflationniste forcera sans doute la main des banques centrales, qui ont convenu de contenir l'inflation en deçà de certains taux cibles, et elle les obligera à resserrer leur politique monétaire, soit en relevant les taux, soit en accélérant le rythme du resserrement quantitatif. Une telle intervention devrait avoir des retombées négatives sur la disponibilité des liquidités et du crédit.

Aux niveaux de revenus actuels, les actions ne sont plus aussi dispendieuses qu'elles l'ont été ces dernières années. Cependant, la hausse des salaires pourrait aussi réduire les marges élevées dont jouissaient les sociétés jusqu'à maintenant, ce qui pourrait bien se répercuter également sur les bénéfices des sociétés.

7. Hypothèses du bilan prévisionnel : la Banque d'Angleterre n'effectuera aucun achat net d'ici la fin de 2019; la Banque du Japon effectuera des achats nets à un rythme annuel de 20 milliards de yens d'ici la fin de 2019; la BCE effectuera des achats nets de 30 milliards d'euros par mois de juillet 2018 à septembre 2018, puis elle réduira ses achats mensuels à 15 milliards d'euros en octobre 2018 pour ensuite en arriver à aucun achat net après décembre 2018; la prévision relative à la Réserve fédérale est fondée sur une réduction mensuelle de 40 milliards de dollars US par mois au troisième trimestre de 2018, avant que la réduction mensuelle passe à 50 milliards de dollars US à compter du quatrième trimestre de 2018, tout dépendant des échéances mensuelles au bilan.

FIGURE 4 : TAUX DE CHÔMAGE PAR RAPPORT À LA CROISSANCE DES SALAIRES



Source : Bloomberg, juillet 2007 (avant la crise financière); janvier 2010 (sommet du chômage après la crise); juillet 2013 (crise de la zone euro); août 2018 (données les plus récentes disponibles).

Bien que les taux de chômage dans les pays développés aient atteint des planchers rarement égalés et que les salaires y connaissent une légère inflation, certains analystes se demandent si le lien historique entre les niveaux de chômage et la hausse des salaires est toujours valable.

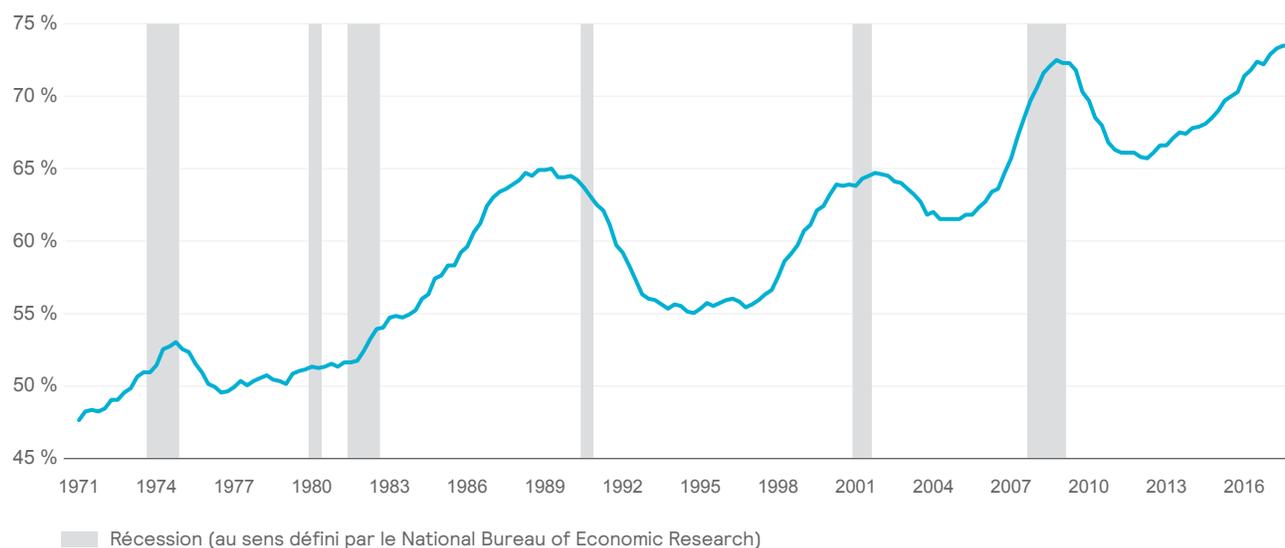
Une dégradation structurelle du pouvoir d'influence des organisations syndicales dans les économies développées – ce qui a fait pencher la balance du côté des détenteurs de capitaux – pourrait expliquer, du moins en partie, le lien moins étroit entre chômage et hausse des salaires. Certains remettent également en question la pertinence des mesures classiques en matière d'emploi⁸.

Dans un autre document (*L'inflation comprendre son incidence sur votre portefeuille.*), nous avons passé en revue plusieurs des principaux vecteurs structurels et cycliques qui pourraient déclencher un retour des pressions inflationnistes à la hausse à moyen et à long terme, notamment l'effet sur les salaires des tendances démographiques et de la transformation des modèles migratoires dans le monde.

On pourrait s'attendre à ce qu'une accentuation de la hausse des salaires ouvre la voie à une accélération du resserrement monétaire, ce qui déboucherait sans doute sur une progression plus rapide du cycle du crédit.

8. Une mesure du « sous-emploi » (c.-à-d. les personnes qui ne travaillent pas, ne sont pas rémunérées ou n'exploitent pas leurs compétences inhérentes autant qu'elles le voudraient) a fait l'objet d'un débat lors de la 16^e Conférence internationale des statisticiens du travail en 1998. Cette mesure fait référence à un marché du travail où la comptabilisation classique du chômage ne tiendrait pas compte d'un grand nombre de travailleurs qui souhaiteraient occuper un poste mieux rémunéré ou mieux adapté à leurs compétences. De plus, les personnes « au chômage » sont uniquement celles qui recherchent activement un travail, ce qui exclut toutes les autres personnes qui ne sont pas dans la « population active ».

FIGURE 5 : ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES PAR RAPPORT AU PIB AUX ÉTATS-UNIS (EN %)



Sources : National Bureau for Economic Research, Banque fédérale de réserve de St. Louis.

ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS

Un autre indicateur peut nous aider à nous situer dans le cycle du crédit, à savoir le niveau d'endettement des sociétés non financières présenté dans leur bilan⁹.

Une personne ayant un encours de la dette élevé sera plus vulnérable à une hausse des taux d'intérêt qu'une personne ayant un encours moins élevé, puisque son niveau d'endettement est plus important et que les montants de remboursement de sa dette risquent d'augmenter à un rythme plus rapide. À quelques adaptations près, la même règle s'applique au niveau d'endettement des sociétés.

Lorsque les niveaux d'endettement augmentent, les sociétés deviennent beaucoup plus vulnérables aux fluctuations des taux d'intérêt (le coût de l'emprunt). Tout choc extérieur ayant une incidence

sur la capacité des sociétés à rembourser leur dette (p. ex. bénéfices non distribués, flux de trésorerie, capacité d'émettre des actions), conjugué à un niveau élevé d'endettement, peut entraîner une véritable « pénurie de crédit » plutôt qu'une lente « détente du crédit », puisque les défauts de paiement donnent lieu à des coûts d'emprunt plus élevés – lesquels finissent par créer un véritable cercle vicieux en augmentant les risques de défaut de paiement (une « spirale de l'endettement »).

Au fur et à mesure que croît l'endettement des sociétés, la vulnérabilité grandissante des emprunteurs augmente le risque d'un ralentissement, mettant fin à la dernière phase du cycle du crédit, ce qui devrait entraîner une baisse généralisée des prix des actifs à risque élevé.

9. Nous scrutons les sociétés non financières, car l'endettement fait partie intégrante du cours normal des activités des banques et des autres intermédiaires financiers.

QUEL A ÉTÉ LE RENDEMENT DES ACTIFS DANS LE CONTEXTE DE FIN DE CYCLE?

Afin d'aider les investisseurs à mieux comprendre comment ils devraient composer leur portefeuille à la fin du cycle, nous avons analysé les cycles antérieurs de taux haussiers en nous servant des États-Unis comme étude de cas.

Nous avons défini les cycles de taux haussiers pour la période de 1954 à 2018, lorsque le taux nominal des fonds fédéraux avait augmenté de plus de 1 % par année pendant au moins un an. Les rendements des actions et des obligations correspondent au total du rendement de l'indice S&P 500 et des bons du Trésor à 10 ans, respectivement.

La figure 6 présente les sept périodes de cycles de taux haussiers les plus récentes et elle démontre à quel point ces périodes ont pu différer, tant dans la durée que dans le dénivelé de leur courbe.

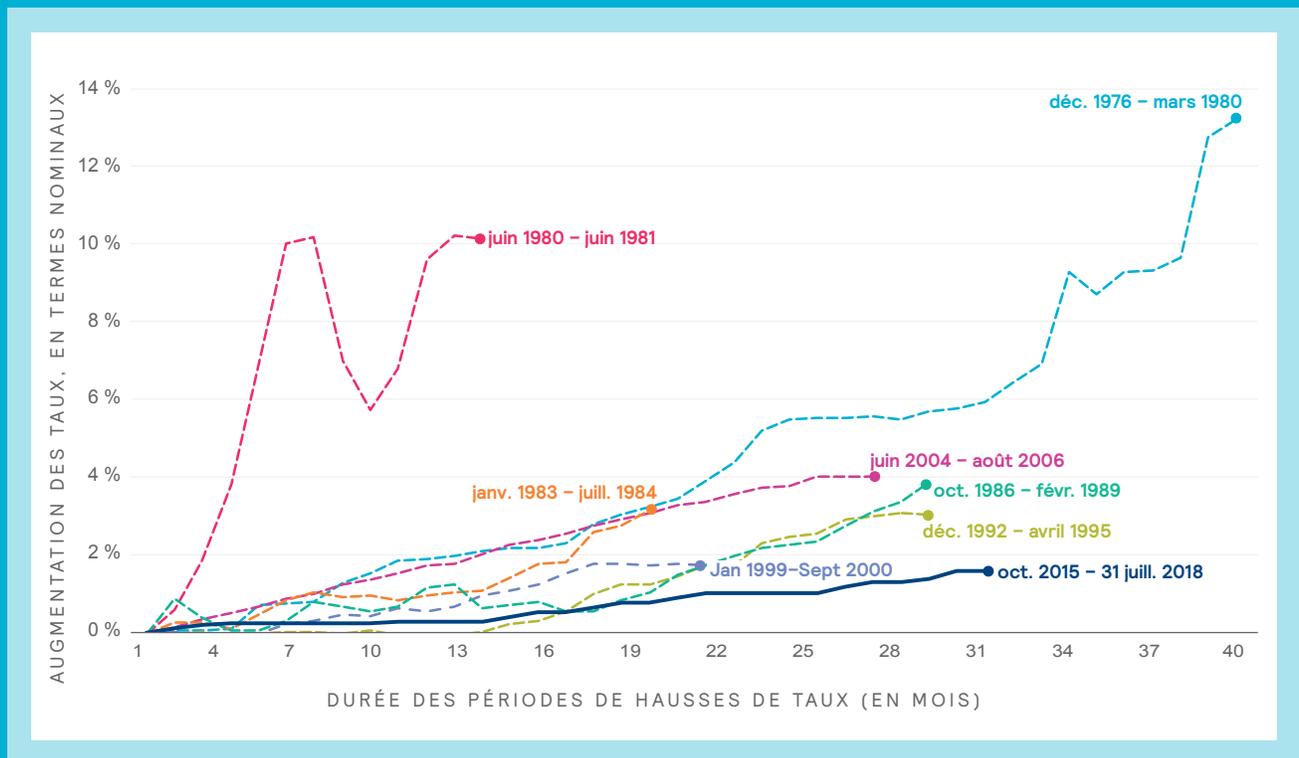
RENDEMENT DES ACTIONS

À quelques exceptions près, les rendements des actions ont été nettement positifs et solides au cours des dernières périodes pendant lesquelles la Réserve fédérale a relevé le taux des fonds fédéraux. En réalité, la plupart du temps, la Réserve fédérale a dans le passé relevé les taux des fonds fédéraux seulement lorsque l'économie était rentable, que les prévisions de croissance étaient très optimistes et que les distributions de dividendes étaient en hausse.

Cette tendance vient contredire la théorie (du moins sur les plus courtes périodes) selon laquelle les actions sont évaluées en actualisant les dividendes futurs, et selon laquelle à mesure que les taux d'intérêt grimpent, la valeur des actions baisse. Même si de nombreuses actions sont évaluées selon des méthodes d'actualisation des dividendes, les taux d'actualisation utilisés sont stables ou ne fluctuent pas beaucoup à court terme. L'une des raisons de cette stabilité est la conviction que les banques centrales prendront les bonnes décisions en ce qui concerne la politique monétaire.

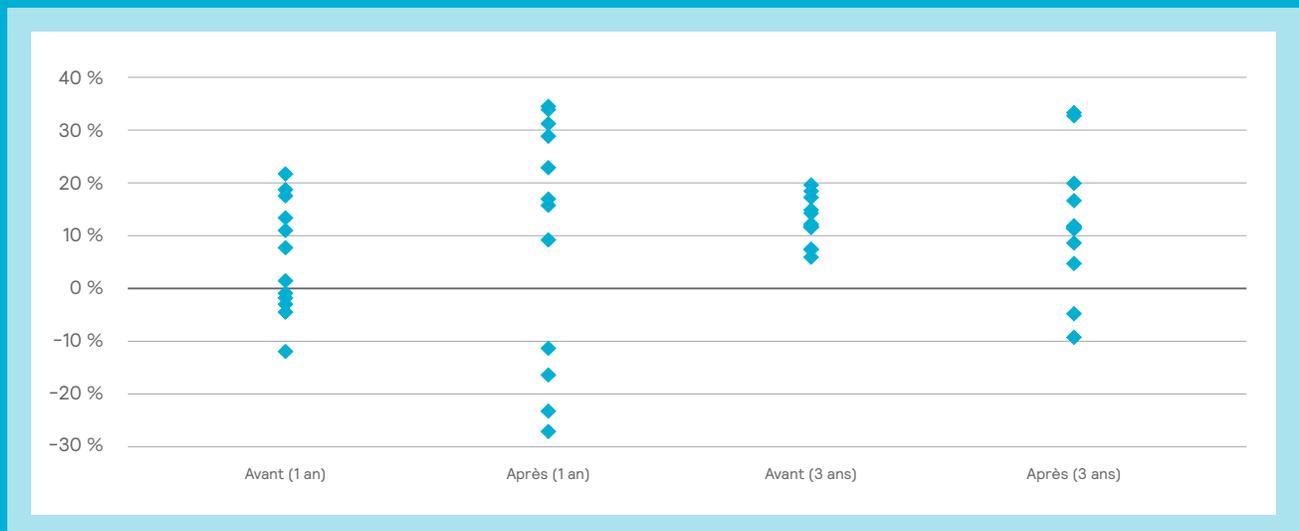
Bien que les actions aient pour la plupart affiché de bons rendements dans les contextes de hausses de taux, leur rendement au cours de la période qui s'ensuit (lorsque les liquidités deviennent moins disponibles et que la dernière phase d'un cycle du crédit s'efface pour laisser place à la première phase du cycle suivant) est résolument plus mitigé. Ce constat est illustré par le grand écart qui sépare le rendement des actions sur les périodes de un an et de trois ans qui suivent la fin des périodes de hausses de taux, comparativement aux périodes de un an et de trois ans qui précèdent la fin de ces périodes haussières (voir la figure 7).

FIGURE 6 : HAUSSES DES TAUX DES FONDS FÉDÉRAUX EN PÉRIODE D'EXPANSION (RECALCULÉES À 0 %)



Source : Banque fédérale de réserve de St. Louis. Augmentations nominales.

FIGURE 7 : RENDEMENT DE L'INDICE DE RENDEMENT TOTAL S&P 500 AVANT ET APRÈS LES HAUSSES DE TAUX (À LA FIN DES PÉRIODES DE HAUSSES DE TAUX AUX É.-U., PAR ANNÉE; 1954 À 2018)



Sources : Banque fédérale de réserve de St. Louis, Robert Shiller; Yale School of Management.

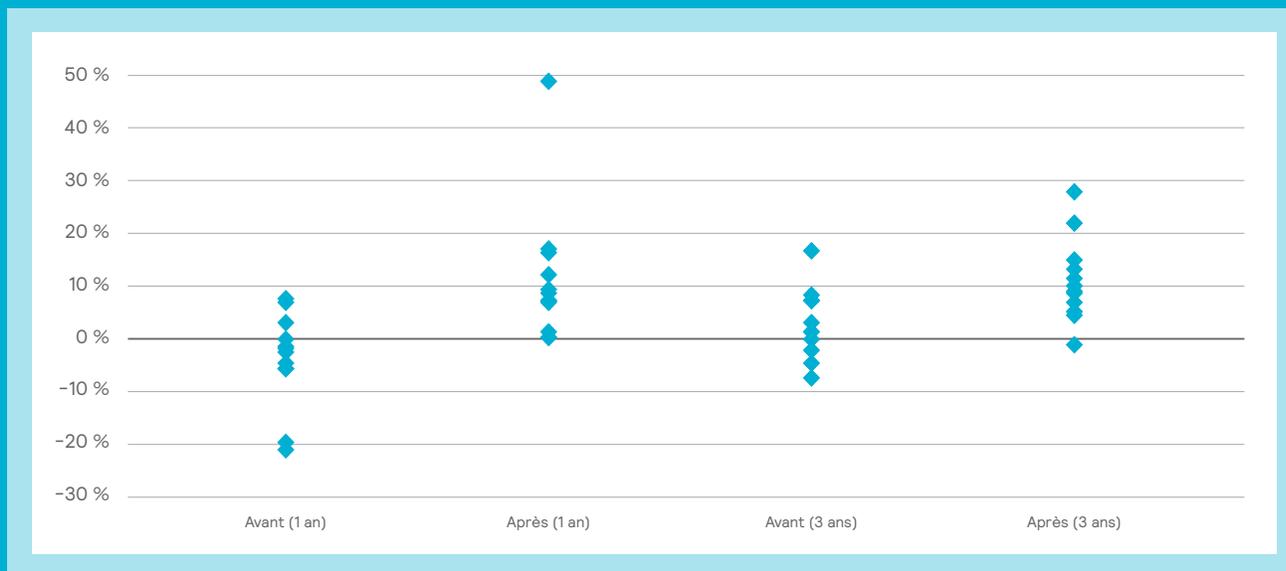
RENDEMENT DES OBLIGATIONS

Les périodes de hausses de taux ont eu, la plupart du temps, une incidence négative sur les bons du Trésor, ce qui n'est pas surprenant pour des actifs aussi sensibles aux taux d'intérêt. Les fourchettes de rendement total sur un an et sur trois ans (figure 8) montrent que l'effet des taux d'intérêt ne doit pas être pris isolément, car la demande pour les bons du Trésor (en particulier les bons du Trésor américain) peut subir les contrecoups positifs d'un délaissement des actions en raison d'une « quête de sécurité », ou au contraire, les conséquences négatives des craintes inflationnistes.

Même si les hausses de taux actuelles ont été amorcées depuis un bon moment déjà (octobre 2015), elles ont été faites de façon extrêmement graduelle à partir du taux le plus bas jamais atteint.

De plus, aucune autre période de hausses de taux n'a été ainsi précédée d'un assouplissement quantitatif ou n'a été accompagnée d'un resserrement quantitatif; toute comparaison avec des données historiques doit donc être analysée avec la plus grande prudence, tant en ce qui concerne les actions que les obligations.

FIGURE 8 : RENDEMENT TOTAL DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS AVANT ET APRÈS LES HAUSSES DE TAUX (À LA FIN DES PÉRIODES DE HAUSSES DE TAUX AUX É.-U., PAR ANNÉE; 1954 À 2018)



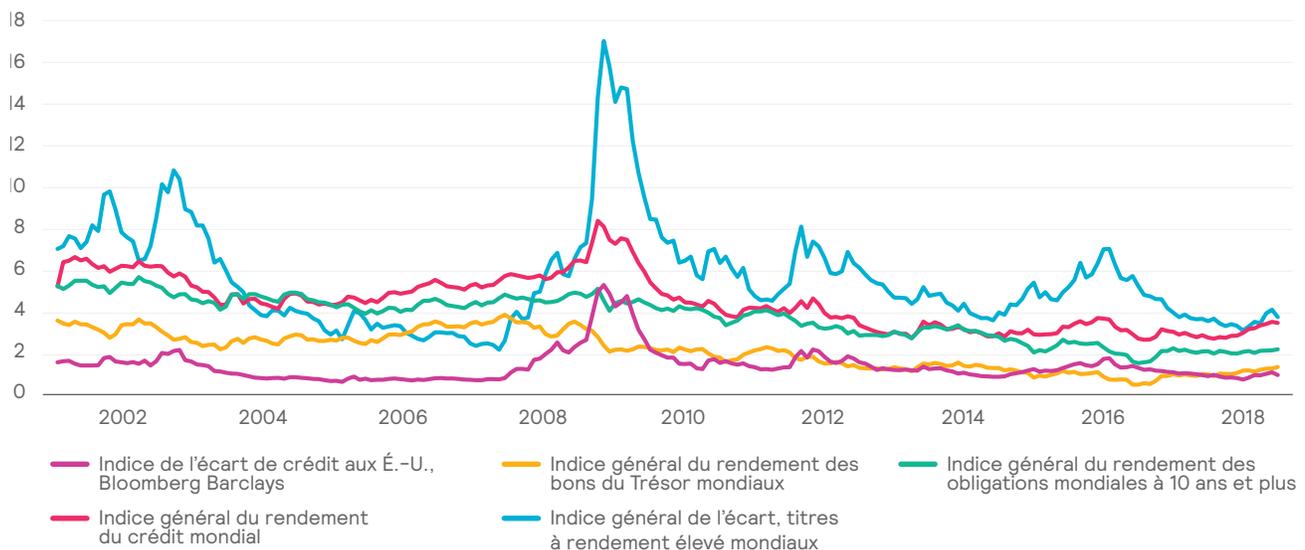
Sources : Banque fédérale de réserve de St. Louis, Robert Shiller, Yale School of Management.

DYNAMIQUE DE FIN DE CYCLE

La demande des investisseurs pour des titres de crédit fait monter les prix, même dans les secteurs du marché où le taux de défaut risque d'être élevé en cas de ralentissement du crédit. Un investisseur ayant une perspective de placement à moyen et à long terme devrait se méfier des actifs de crédit dispendieux alors que le cycle du crédit continue de progresser.

Au fil de l'évolution du cycle du crédit dans l'économie mondiale, les investisseurs devraient également se montrer prudents quant aux possibilités de hausses du rendement et s'attendre à un retour de l'instabilité sur les marchés, en particulier sur les marchés des obligations. C'est la raison pour laquelle nous considérons que les titres de créance de première qualité et les obligations à rendement élevé sont des placements peu attrayants, les rendements et les écarts actuels offrant une très faible possibilité de hausse et comportant un risque élevé de perte de capital en cas de crise de crédit.

FIGURE 9 : CHASSE MONDIALE AU RENDEMENT



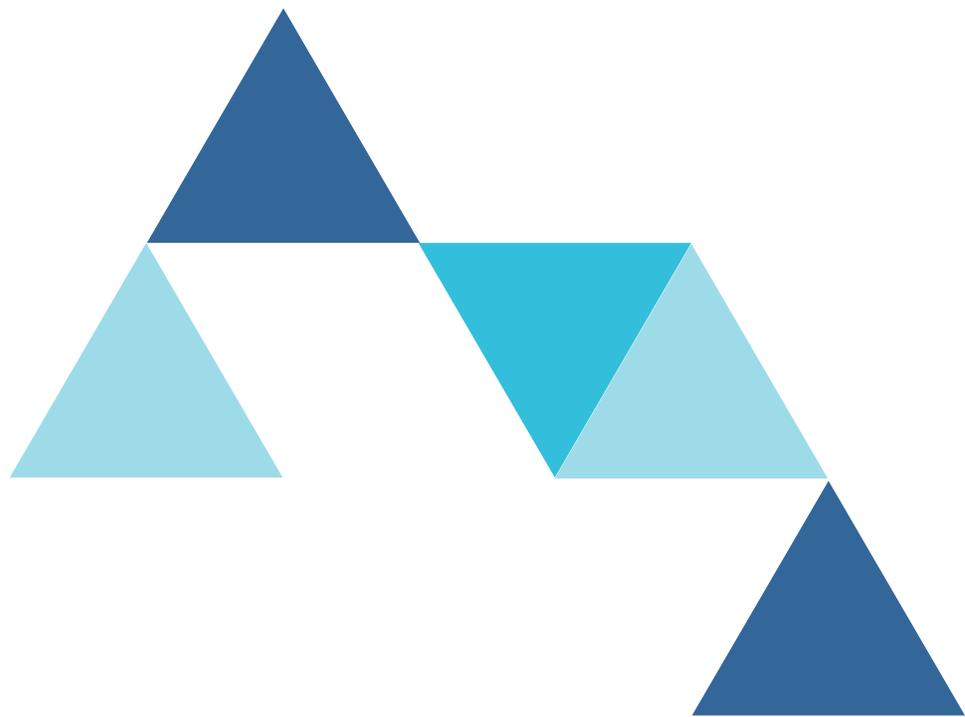
Source : Thomson Reuters Datastream.

À la fin du cycle du crédit (jusqu'à ce que survienne un durcissement du crédit), les marchés des actions profitent généralement de la vigueur de la croissance économique et des conditions de crédit avantageuses. Cependant, au fur et à mesure que les banques centrales resserrent la politique monétaire, les risques d'une réduction soudaine des liquidités et de la disponibilité générale du crédit s'accroissent. À ce stade, les rendements des actions peuvent en souffrir si les perspectives de croissance se détériorent.

Les actifs ayant essentiellement un taux variable, par exemple les titres de créance et les prêts non cotés, devraient afficher un bon rendement comparativement aux titres de crédit cotés dans un contexte de hausses de taux. La perspective d'un contexte de taux haussiers conjugué à un risque de crédit accru pourrait également être un bon argument pour investir dans des placements liquides, soit spécifiquement dans l'univers des titres à revenu fixe, soit dans l'univers plus vaste des titres de créance diversifiés. Ceux-ci comprennent des gestionnaires avec des positions vendeur ou acheteur sur des actions ou des titres de créance, des gestionnaires de titres à revenu fixe à

rendement absolu (dont l'objectif est d'acquiescer des positions qui fructifient, peu importe le contexte de crédit), des investisseurs en créances de sociétés en difficulté (qui profitent dans un contexte de repli important du crédit lorsque la dernière phase du cycle touche à sa fin) ou des gestionnaires de titres de créance diversifiés (qui investissent dans tous les secteurs du marché du crédit, mais qui ont la capacité d'offrir une protection contre les baisses lorsque le cycle touche à sa fin).

Quand vient le temps de choisir un gestionnaire pour un mandat axé sur une telle stratégie, les rendements ajustés en fonction du risque obtenus dépendent en très grande partie de l'habileté du gestionnaire (alpha); il est donc essentiel de consacrer tous les efforts nécessaires à l'exercice de recherche et de sélection. Les investisseurs qui ne souhaitent pas choisir des stratégies comportant un volet actif important, ou qui n'ont pas les compétences pour le faire, pourraient envisager de rééquilibrer toute surpondération de leur portefeuille dans la catégorie des actifs à longue durée – et peut-être augmenter la pondération des liquidités.



CONCLUSION

Le fait que nous ne puissions prédire avec exactitude à quel moment le cycle du crédit prendra fin signifie que lorsque des investisseurs prennent des décisions en essayant de deviner quand exactement surviendra la fin du cycle du crédit, ils s'exposent au risque :

- soit de retirer le risque de leur portefeuille trop tôt, et de perdre ainsi des possibilités de rendement;
- soit de ne pas préparer leur portefeuille assez rapidement, et de subir des pertes en capital.

Malgré la multitude d'indicateurs donnant à penser que le cycle du crédit actuel a entamé sa dernière phase, il est tout à fait possible que la politique monétaire astucieuse et un contexte macroéconomique favorable permettent de rallonger le cycle du crédit de plusieurs mois, voire de quelques années.

Cela dit, nous pensons aujourd'hui que les investisseurs devraient se montrer prudents et réduire les surpondérations, et faire preuve de méfiance avant d'effectuer de nouveaux placements dans des actifs dont les perspectives de rendement pourraient être réduites par les hausses de taux et le resserrement du crédit. De même, les investisseurs devraient soumettre leur portefeuille à une simulation de crise selon plusieurs scénarios.

À l'heure actuelle, la répartition dynamique de l'actif de Mercer est la suivante : neutre en ce qui concerne les actions mondiales, durée courte pour ce qui est des titres à revenu fixe et surpondération dans les fonds du marché monétaire. Pour obtenir un aperçu plus récent et plus détaillé des commentaires et des cotes de Mercer concernant la répartition dynamique de l'actif, veuillez communiquer avec votre représentant Mercer afin de vous procurer notre plus récent rapport sur la répartition dynamique de l'actif.

À PROPOS DE MERCER

Chez [Mercer](#), nous avons un impact sur la vie quotidienne de plus de 115 millions de personnes en contribuant à l'amélioration de leur santé, de leurs avoirs et de leur carrière. Nous avons pour mission d'aider nos clients et leurs employés à se bâtir un avenir plus sûr et prospère, que ce soit en concevant des régimes de soins de santé abordables, en proposant des programmes qui assurent la constitution d'un revenu de retraite ou en aidant les entreprises à se doter d'une main-d'œuvre qui répond à leurs besoins. Nous misons sur nos analyses et nos idées novatrices pour promouvoir le changement, tout en prévoyant et en comprenant les répercussions présentes et futures des décisions d'affaires sur le plan individuel. Nous abordons les besoins actuels et futurs des personnes dans une perspective d'innovation, et toutes nos idées et nos solutions reposent sur notre vision globale, nos compétences spécialisées et notre grande rigueur analytique. Depuis plus de 70 ans, nous transformons nos idées en solutions concrètes pour améliorer la vie, le travail et la retraite des gens partout dans le monde. Chez Mercer, nous inventons l'avenir, aujourd'hui.

LE SOUTIEN OFFERT PAR MERCER

En matière d'avoirs et d'investissements, il faut mettre en place des solutions de pointe. Nous offrons des services de recherche et de consultation qui peuvent vous aider à évaluer les risques et à concevoir des stratégies de placement sans perdre de vue la nécessité d'atteindre vos objectifs en période de changements. Grâce à leurs connaissances approfondies des aspects complexes des placements ainsi que des facteurs en constante évolution qui les influencent, et avec le soutien de plus de 140 spécialistes en recherche de gestionnaires, les conseillers de Mercer peuvent vous aider à prendre les décisions judicieuses qui répondront à vos besoins d'affaires et qui vous permettront d'assurer un avenir plus satisfaisant à vos employés.

Pour de plus amples renseignements, consultez le site www.mercer.ca

Soyez du débat :

 [@MercerCanada](#)  [Mercer Canada](#)

Avis importants

Toute référence à Mercer inclut Mercer LLC et ses sociétés associées.

© Mercer LLC, 2019. Tous droits réservés.

La présente contient des renseignements exclusifs appartenant à Mercer qui sont destinés à l'usage exclusif des parties à qui Mercer les a confiés. Son contenu ne peut être modifié, vendu ou communiqué de quelque autre manière que ce soit, en totalité ou en partie, à toute autre personne ou entité, sans l'autorisation préalable écrite de Mercer.

Les conclusions, les évaluations et/ou les opinions exprimées aux présentes sont la propriété intellectuelle de Mercer et peuvent faire l'objet de modifications sans préavis. Elles n'ont pas pour objet d'offrir des garanties quant aux résultats futurs des produits d'investissement, des catégories d'actif ou des marchés financiers dont il a été question. Les renseignements contenus aux présentes pourraient avoir été obtenus auprès de diverses sources tierces. Bien que ces renseignements soient jugés dignes de foi, Mercer n'a pas cherché à les vérifier. Par conséquent, Mercer ne fournit aucune garantie quant à l'exactitude de ces renseignements et décline toute responsabilité pour tout dommage (direct, indirect ou accessoire) qui pourrait résulter d'une erreur, d'une omission ou d'une inexactitude dans les données fournies par des tiers.

La présente ne constitue ni une offre ni une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres, de produits de base ou de tout autre instrument ou produit financier pour le compte de l'un ou l'autre des gestionnaires de placements ou de leurs sociétés affiliées, produits ou stratégies que Mercer pourrait évaluer ou recommander.

La valeur de vos placements peut diminuer ou augmenter et il est possible que vous ne récupériez pas le montant que vous avez investi. La valeur des placements libellés dans une monnaie étrangère varie en fonction des fluctuations de cette monnaie étrangère. Certains placements, notamment les titres émis par des sociétés étrangères, à petite capitalisation ou de marchés émergents, les biens immobiliers ainsi que les fonds non liquides, à levier financier ou à rendement élevé, comportent des risques accrus dont il faut tenir compte avant de choisir un gestionnaire de placements ou de prendre une décision de placement.

Le cas échéant, les données sur l'actif confié à nos services de consultation comprennent les données consolidées de Mercer Investment Consulting, Inc. et de ses sociétés affiliées à l'échelle mondiale (Mercer). Les données ont été obtenues auprès de différentes sources, incluant, sans s'y limiter, des dépositaires ou des gestionnaires de placements tiers, des déclarations réglementaires et des clients (données autodéclarées). Mercer n'a pas soumis les données à une vérification indépendante. Lorsqu'elles sont disponibles, les données sont fournies à la date indiquée (la date de rapport). Si elles ne sont pas disponibles à cette date, l'information disponible à la date la plus récente (qui peut être postérieure à la date de rapport) a été incluse. Les données comprennent l'actif des clients qui ont fait appel à Mercer pour obtenir des services par projets pendant la période de 12 mois se terminant à la date de rapport ainsi que l'actif des clients qui sont abonnés à la base de données des recherches de Mercer sur les gestionnaires diffusée sur la plateforme MercerInsight®.

Le cas échéant, les données sur l'actif sous gestion indiquées ici comprennent les données consolidées de Mercer Investment Management, Inc. et de ses unités de gestion fiduciaire affiliées à l'échelle mondiale en date des présentes.

Mercer a élaboré et mis sur pied une méthode d'évaluation de la valeur ajoutée par le biais des recommandations de ses spécialistes en recherche de gestionnaires. Le cas échéant, les données présentées sur la valeur ajoutée reposent sur cette méthode, et les résultats de l'analyse, pour les périodes allant jusqu'au 31 décembre 2017, figurent dans le rapport ci-joint.

Pour en apprendre davantage sur la divulgation de conflits d'intérêts, veuillez communiquer avec votre représentant Mercer ou consulter le site www.mercer.com/conflictsofinterest.

Le présent document ne contient aucun conseil en matière de placement ayant trait à votre situation personnelle. Aucune décision d'investissement ne doit être fondée sur les renseignements qu'il contient sans l'obtention au préalable d'un avis professionnel approprié et sans que soit prise en compte votre situation particulière.

Mercer ne fournit aucun conseil d'ordre fiscal ou juridique. Communiquez avec votre conseiller fiscal, votre comptable ou votre avocat avant de prendre toute décision ayant des implications fiscales ou juridiques.

Les services de gestion de placements au Canada sont dispensés par Mercer, Gestion mondiale d'investissements Canada limitée.

Les services de consultation en gestion de placements sont fournis par Mercer (Canada) limitée.