

La coquerelle solitaire

Aaron Young, CFA, chef de Gestion de portefeuille de clients

Mark Obrai, CFA, directeur en chef, Leadership éclairé et publications

Novembre 2025

Les investisseurs ont observé plusieurs incidents de crédit qui ont commencé au printemps 2025 et se sont intensifiés à l'automne. Les gros titres négatifs sur le crédit ont commencé lorsque le détaillant Saks a restructuré son obligation après n'avoir effectué qu'un seul paiement d'intérêts. Cela a été suivi par l'instabilité de la société de gaz naturel New Fortress Energy. L'attention s'est ensuite tournée vers le secteur de la finance à effet de levier avec la faillite soudaine du prêteur automobile à risque élevé Tricolor Holdings et l'effondrement rapide du fournisseur de pièces automobiles First Brands Group.

Bien que chaque revers de crédit ait eu des causes différentes, les investisseurs ont commencé à se demander si, ensemble, ces gros titres indiquaient des tensions liées au crédit plus répandues à l'échelle du système financier. Jamie Dimon, PDG de JPMorgan Chase, a contribué à ces préoccupations lors de la conférence téléphonique sur les résultats d'octobre de la banque, en remarquant : « Quand vous voyez une coquerelle, il y en a probablement plus d'une. » Dimon a également suggéré que bon nombre de ces risques provenaient de marchés du crédit privés. Nous estimons que cette situation représentait un « cas de coquerelle solitaire ».

Que s'est-il réellement passé?

Dans le cas de la faillite de Tricolor en vertu du chapitre 7, les prêts automobiles à risque élevé de cette société étaient structurés comme des titres adossés à des créances mobilières, avec environ 945 millions de dollars de dettes en cours. Les premières conclusions du tribunal indiquent que Tricolor s'est livré à des pratiques douteuses, notamment en « dédoublant » des prêts à plusieurs prêteurs et en dupliquant des numéros d'identification de véhicules pour obtenir plus d'un prêt par véhicule. Ces actions sont particulièrement préoccupantes dans le cas du financement adossé à des créances mobilières, où la demande de garantie d'un prêteur est essentielle pour gérer le risque de baisse.

En ce qui concerne First Brands, son effondrement a été motivé par un manque de transparence. À partir de 2018, la société a financé une série d'acquisitions en utilisant des marchés de prêts largement syndiqués, qui sont généralement transparents. Au fil du temps, cependant, First Brands s'est davantage appuyée sur des facilités de fonds de roulement hors bilan pour soutenir sa croissance. Ce type de financement est relativement opaque et a rendu difficile pour les prêteurs de bien comprendre les engagements de la société. Une fois que les acteurs du marché ont pris conscience de l'ampleur des emprunts hors bilan, les créanciers ont refusé de refinancer la dette de la société.

Le récent bruit de marché du crédit est idiosyncrasique

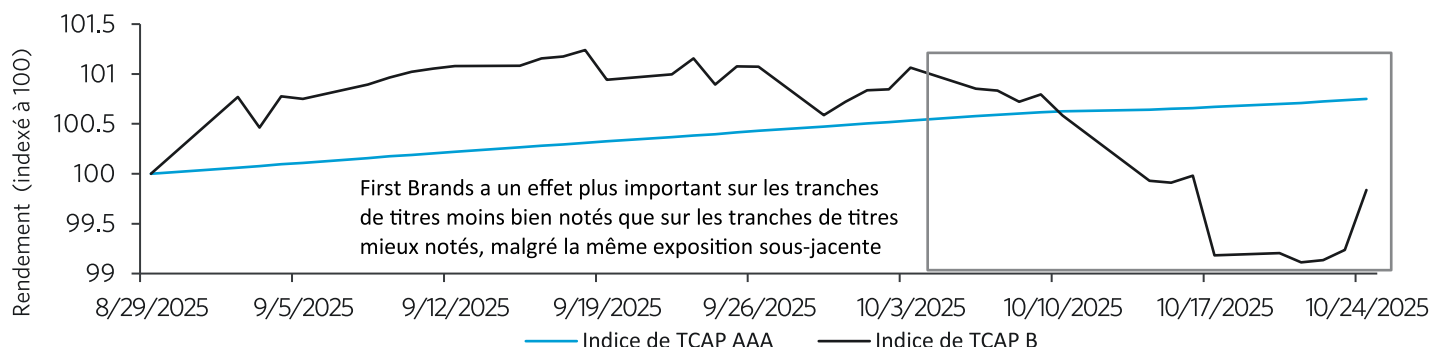
Comme nous l'avons expliqué plus haut, les histoires concernant Tricolor et First Brands sont largement idiosyncratiques et ne sont pas considérées comme indicatives d'un risque systémique sur les marchés du crédit. L'encours de la dette de Tricolor reste à un niveau gérable et se concentre dans un segment important, mais relativement spécialisé du financement adossé à des créances mobilières.

En revanche, la faillite de First Brands a des répercussions plus importantes en raison du rôle d'intrants de ses prêts pour de nombreux titres de créances adossés à des prêts (TCAP). Notre analyse suggère que les prêts de First Brands ne représentent que 0,21 % du total des expositions détenues dans l'univers des TCAP. Bien que toute défaillance soit préoccupante, nous pensons que les récentes manchettes pourraient entraîner des inquiétudes non fondées.

Lors de l'achat de TCAP, plusieurs caractéristiques aident à protéger les investisseurs contre des incidents comme la faillite de First Brands, qui s'est produite le 29 septembre 2025. La première est la diversification, offerte par le vaste bassin de prêts qui sous-tendent les structures de TCAP. Cette diversification s'étend à la fois aux emprunteurs et aux secteurs, ce qui explique pourquoi l'exposition de First Brands a été limitée à 0,21 %.

La seconde est la protection structurelle intégrée aux TCAP, qui varie en fonction de la tranche détenue par un investisseur. Étant donné que les pertes sont d'abord absorbées par les tranches moins bien notées, la tranche AAA bénéficie d'une protection importante. Les récents écarts de rendement le démontrent en temps réel, car l'indice de TCAP AAA n'a pas été affecté par le bruit du marché. En comparaison, les tranches moins bien notées ont connu des rendements négatifs notables.

Tableau 1 : L'indice de TCAP AAA est principalement isolé des récentes perturbations de crédit



Source : Indices JPMorgan

Pour la période du 1er septembre 2025 au 24 octobre 2025

Pour les investisseurs dans des tranches de titres de haute qualité, les protections structurelles offrent une couche supplémentaire de défense contre des incidents comme les défaillances. Par exemple, les TCAP AAA ont généralement une subordination d'environ 32 %, ce qui signifie que 32 % des fonds propres du prêt sous-jacent servent de marge de protection avant que les investisseurs AAA ne soient touchés. En pratique, cela nécessite qu'environ 38 % des prêts sous-jacents soient en défaillance avant que les pertes n'atteignent la tranche AAA. En comparaison, le taux de défaillance maximal des prêts à effet de levier pendant la crise financière mondiale de 2008 et 2009 était d'environ 11 %, ce qui met en évidence la marge de protection importante offerte aux investisseurs AAA.

Quels sont les risques à surveiller de plus près?

Bien que le commentaire sur « la coquerelle » de Jamie Dimon ait fait couler beaucoup d'encre dans les médias, nous interprétons la situation différemment. Les cas de First Brands et de Tricolor ne sont pas révélateurs d'un risque systémique sur les marchés du crédit, bien qu'ils puissent signaler les premières étapes d'un changement dans le cycle du crédit à mesure que nous nous éloignons de l'ère de « l'argent gratuit » qui a suivi la pandémie et que nous nous adaptons à des taux de base constamment plus élevés.

À notre avis, la véritable préoccupation est l'évaluation du crédit. Sur tous les marchés, les écarts de crédit restent à des creux de plusieurs décennies, ce qui signifie que les investisseurs sont moins bien récompensés pour le risque de crédit qu'ils assument. Pourtant, la demande de crédit est exceptionnellement forte, ce qui permet aux entreprises publiques d'émettre des dettes supplémentaires et aux gestionnaires de crédit privés de lever et de déployer davantage de capitaux. Lorsque la demande dépasse l'offre, des distorsions du marché peuvent se produire.

Nous sommes moins préoccupés par des incidents de crédit isolés comme Tricolor et First Brands, et plus attentifs au potentiel d'un élargissement progressif des écarts dans l'ensemble de l'univers du crédit. Le moment est venu de surveiller le cycle du crédit; pas de se laisser distraire par le bruit idiosyncrasique.

Dans ce contexte, les investisseurs devraient regarder au-delà des gros titres sensationnels et aborder le crédit avec prudence. Nous continuons à prioriser les placements de qualité supérieure, en nous concentrant sur les tranches de TCAP AAA et sur le crédit de plus courte durée dans le respect de nos mandats.

N'hésitez pas à communiquer avec votre représentant CIBC si vous avez des questions.



À propos de gestion d'actifs CIBC

À gestion d'actifs CIBC, nous croyons que toute solution de placement personnalisée doit être ancrée dans la recherche et la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

À travers notre gamme de solutions d'investissement, nous nous engageons à favoriser robuste recherche. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps.

Pour en savoir plus sur Gestion d'actifs CIBC et nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller ou votre représentant CIBC. Pour en savoir plus, suivez-nous sur [LinkedIn](#) ou sur [Twitter](#).

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes similaires. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique, la conjoncture des marchés et des entreprises en général, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les changements dans la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques. La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. en date du octobre 2025, à moins d'indication contraire, et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle de chacun et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur.

^{MD} Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques déposées de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.