

5 Marchés du crédit : quel positionnement après la victoire de D.Trump ?

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique*

L'année 2016 a été une année remarquable pour les marchés du crédit. Les performances des obligations d'entreprises ont été fortement positives par rapport aux emprunts d'État de référence: US HY (+16 %), Euro HY (7,6 %), US IG (4,7 %) et Euro IG (2,4 %). Aux États-Unis, les secteurs liés à l'énergie ont très nettement surperformé grâce au redressement des prix du pétrole. En zone euro, le programme de rachat d'obligations privées (CSPP) de la BCE a changé les règles du jeu et les titres éligibles à ce programme ont très nettement surperformé. Les attentes des investisseurs pour 2017 sont beaucoup plus limitées: le niveau actuel des *spreads* est beaucoup plus bas que celui offert au début de l'année 2016. Dans ce contexte, quels sont les segments des marchés du crédit que nous devons privilégier ?

L'environnement mondial de croissance faible reste favorable au marché du crédit

États-Unis: la politique mise en œuvre par l'administration de Donald Trump devrait prolonger le cycle. Nous n'anticipons pas une accélération de la croissance américaine.

- La croissance mondiale demeure faible. La divergence entre la politique monétaire des États-Unis et celles des autres économies développées n'a jamais été aussi importante. Plus de la moitié des encours de dette souveraine offre un taux inférieur à 1 %. Ainsi, une hausse des taux américains se traduirait inmanquablement par des pressions sur le dollar.
- L'économie américaine approche de la fin du cycle d'expansion (plein emploi, endettement élevé des entreprises...). Le PIB a progressé de 1,6 % en 2016. Ce niveau est proche de la croissance potentielle de l'économie qui se situerait autour de 1,5-2,0 % contre une moyenne de 2,5 % avant l'entrée dans la crise. Dans ce contexte, une augmentation de la demande pourrait se heurter à des contraintes de capacités ce qui impliquerait une augmentation des taux pour contenir l'inflation. À ce niveau du cycle, le potentiel d'accélération de la croissance sans risque de surchauffe est limité.

L'élection de Donald Trump a été accueillie très positivement par les marchés et a provoqué une hausse des anticipations d'inflation et des taux longs. Le 10 ans américain évolue désormais aux alentours de 2,5 % après avoir touché un plus bas à 1,4 % en 2016. Nous anticipons une croissance du PIB de l'ordre de 2 %, des taux longs à 2,6 % à l'horizon fin 2017 et deux hausses de 25 points de base des taux Fed Funds au cours des 12 prochains mois. Par ailleurs, le réinvestissement des titres du Trésor arrivant à échéance détenus par la Fed continuera de peser sur les taux longs. L'ensemble de ces paramètres restent favorables aux marchés du crédit dollar.

Zone euro: la reprise économique devrait se poursuivre en 2017. Les derniers indicateurs économiques publiés, meilleurs qu'attendu, confirment ce scénario. L'inflation a fortement accéléré en décembre à 1,1 %. Ce taux est le plus élevé depuis trois ans. Mais la hausse de l'inflation est essentiellement imputable à un effet de base lié à la remontée du prix de l'énergie. Cet effet de base s'essouffera dans le courant de 2017 avec la stabilisation du prix du pétrole que nous anticipons. Nous ne croyons pas à une hausse durable de l'inflation. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente reste faible à 0,9 % avec toujours de fortes disparités entre les économies de la zone euro (Allemagne: 1,2 % et l'Italie: 0,4 %).

D'ailleurs, ces différences importantes entre les États membres se traduisent par une divergence de point de vue au sein des membres du conseil des gouverneurs de la BCE. Deux camps s'opposent :

- Ceux (surtout l'Allemagne) qui militent pour un arrêt du QE. Ces pays estiment que la politique de rachat d'actifs de la BCE se justifiait face à un risque de déflation.

L'essentiel

L'année 2016 a été une année remarquable pour les marchés du crédit. Les performances des obligations d'entreprises ont été fortement positives par rapport aux emprunts d'État de référence : US HY (+16 %), Euro HY (7,6 %), US IG (4,7 %) et Euro IG (2,4 %). Nous pensons qu'en 2017, les marchés du crédit bénéficieront d'un environnement économique favorable.

De surcroît, les facteurs techniques seront toujours très favorables sur le marché Euro et devraient même s'améliorer sur le marché dollar. 2017 devrait marquer un tournant : nous anticipons un léger recul de l'endettement des entreprises américaines et un début de ré-endettement pour des entreprises européennes. Les attentes des investisseurs en termes de rendements pour 2017 sont beaucoup plus limitées : le niveau actuel des *spreads* est beaucoup plus serré que celui offert au début de l'année 2016. Notons également très forte surperformance du marché US par rapport à son homologue européen. Dans ce contexte, nous privilégions les segments qui offrent du rendement dans la zone euro (HY, financières, BBB) et le segment IG au sein du marché dollar.

“ Les marchés ont estimé que la victoire de Trump signifiait de meilleures perspectives de croissance ”

Février 2017

- Ceux qui estiment que le QE se justifie car l'inflation sous-jacente ne remonte que trop lentement.

L'Allemagne va accroître les pressions sur la BCE pour mettre fin à cette politique de taux extrêmement bas. Les relations entre les membres de la BCE risquent de se tendre cette année. Dans un tel contexte, les élections qui se profilent en 2017 aux Pays-Bas (mars), en France (avril-mai) et en Allemagne (septembre) constituent des enjeux importants et pourraient être source de volatilité. Bien que la BCE voie ses marges de manœuvre se réduire, la politique monétaire extrêmement accommodante de la banque centrale restera indéniablement un facteur de soutien important pour les marchés du crédit euro. Nous nous attendons à une remontée des taux longs dans la zone euro : le Bund 10 ans est attendu à 0,7 % d'ici la fin de l'année.

Les facteurs techniques seront un fort soutien pour les marchés du crédit en 2017

Le CSPP de la BCE demeure un facteur de soutien très fort pour les marchés du crédit euro :

- Le CSPP a atteint 59 Mds € de volumes d'achat fin janvier soit une moyenne de 1,7 Mds € par semaine. Si ce rythme reste stable, la BCE devrait ajouter au stock existant un volume supplémentaire d'environ 133 Mds € d'ici la fin de l'année 2017. Le portefeuille de la BCE devrait ainsi atteindre près de 17 % de la valeur de l'univers actuel éligible à la fin de l'année 2017. Les titres éligibles au programme de la banque centrale devraient continuer de mieux résister pendant les phases de volatilité.
- L'annonce du CSPP a joué également un rôle de catalyseur sur la demande des investisseurs privés. Les fonds et les ETF d'obligations IG en euros n'ont enregistré que 7 flux hebdomadaires négatifs depuis le 10 mars 2016.
- L'abondance de nouvelles émissions sur le marché primaire euro IG pourrait peser négativement sur les *spreads*. L'activité sur le marché primaire euro devrait rester très soutenue cette année, après avoir atteint des niveaux records en 2016. Les entreprises éligibles au CSPP encouragées par le niveau des taux ultra-bas et le fort appétit des investisseurs ont été très actives sur le marché primaire euro.
- L'offre nette sur le marché Euro HY a été négative en 2016.

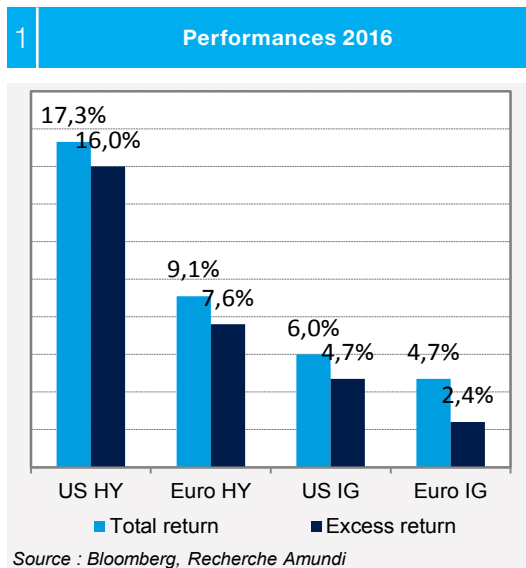
À la lumière de ces considérations, les facteurs techniques resteront un facteur de soutien pour les marchés du crédit euro IG et HY en 2017.

Les facteurs techniques des marchés du crédit dollar devraient également être orientés positivement en 2017. Après deux années record, nous estimons que le marché primaire de la dette d'entreprise libellée en dollars sera plus contenu pour les raisons suivantes :

- Les entreprises motivées par une fiscalité plus attrayante pourraient rapatrier leurs liquidités détenues hors des États-Unis. Le montant est estimé à environ 2600 Mds\$.
- Le coût d'emprunt pourrait augmenter suite à (1) une réforme de la fiscalité qui supprimerait la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts ou à (2) une hausse des taux longs.
- Le ralentissement du cycle de M. & A aux États-Unis amorcé en 2016 pourrait se confirmer en 2017.

Contrairement à nos attentes, les ventes de nouvelles émissions ont commencé l'année à un rythme très rapide sur les marchés du High Yield et de l'Investment Grade. Nous pensons que les entreprises anticipent une possible hausse des taux d'intérêt ou un changement dans la fiscalité et émettent pour pouvoir bénéficier d'une éventuelle clause « grand-père ». A priori, les volumes de nouvelles émissions devraient ralentir dans les prochains mois.

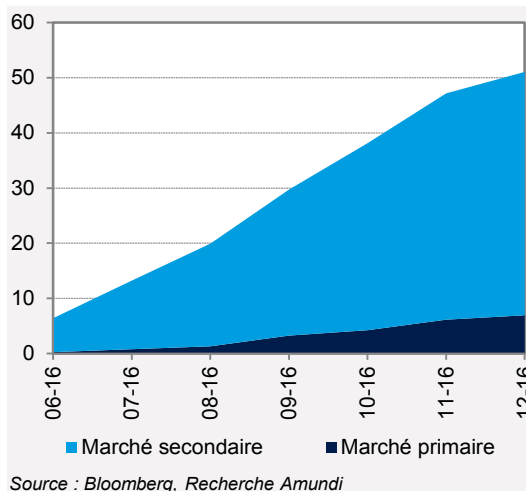
Par ailleurs, les flux vers la dette d'entreprise libellée en dollar devraient être orientés positivement cette année. Les investisseurs devraient être motivés par le rendement attrayant, le cycle très graduel de la hausse des taux et une poursuite de la stabilisation des fondamentaux des entreprises américaines. Notons qu'une hausse brutale des taux entraînerait une sortie de flux de la classe d'actifs.



L'offre nette de nouvelles émissions a été négative en 2016 sur le marché du High Yield



2 Portefeuille de la BCE dans le cadre du CSPP (en Mds €)



L'endettement des entreprises américaines a atteint des plus hauts historiques



Février 2017

Un marché primaire plus calme couplé à une solide demande de la part des investisseurs devrait contribuer à soutenir les marchés du crédit dollar en 2017.

Les entreprises américaines et européennes se situent à des étapes différentes dans le cycle de crédit

Les fondamentaux des entreprises américaines pourraient s'améliorer en 2017.

- **Le léger recul de l'endettement des entreprises américaines amorcé en 2016 devrait se confirmer en 2017.** Le rythme de croissance de la dette a diminué pour l'ensemble des secteurs de l'univers obligataire Corporate sur les 9 premiers mois de 2016 (hausse du coût d'emprunt, ralentissement du cycle de M. & A, calendrier politique...). Le levier financier pour l'ensemble des secteurs de l'économie américaine demeure cependant sur des niveaux historiquement élevés. Les entreprises américaines, encouragées par des conditions de financement exceptionnelles, se sont massivement endettées ces dernières années. Elles ont financé principalement des activités de fusions et acquisitions et des opérations de rachats d'actions. Les dépenses d'investissement se sont avérées globalement atones. Les nouvelles réformes fiscales pourraient dissuader, encore plus, les entreprises d'avoir massivement recours à la dette en supprimant la déductibilité fiscale des paiements d'intérêts.
- **La victoire de Donald Trump a changé la donne.** La politique de la nouvelle administration pourrait affecter les entreprises américaines via (1) une réforme de la fiscalité (2) une augmentation des dépenses en infrastructures et dans le domaine de la défense (3) un allègement des réglementations et (4) un durcissement de la politique commerciale.

Les secteurs gagnants :

- Le secteur financier pourrait bénéficier d'un allègement de la réglementation imposée au secteur depuis la crise de 2008. Par ailleurs, les perspectives de profit du secteur sont favorisées par les attentes de hausses des taux.
- Les entreprises liées à la construction et au BTP bénéficieront du programme de grands travaux promis par Trump.
- Le secteur de la défense : le programme du président élu prévoit d'augmenter le budget militaire des États-Unis.

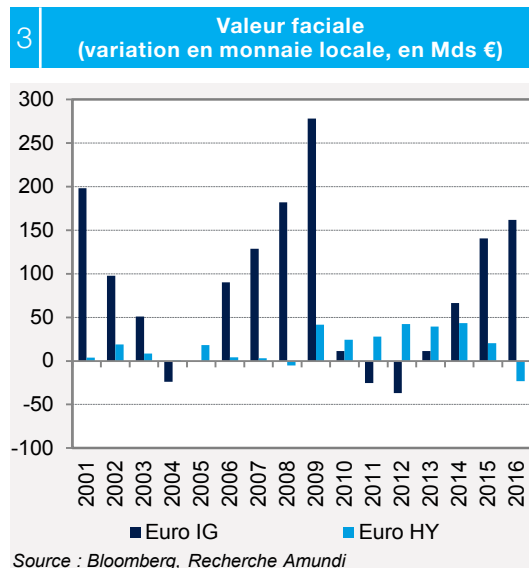
Les secteurs perdants :

- Les secteurs de la distribution, des biens électroniques et de l'automobile pourraient être affectés par la réforme fiscale. La nouvelle administration vise à relocaliser les chaînes de production sur le territoire domestique en augmentant le coût des importations. Cette réforme déstabiliserait profondément les secteurs dont les chaînes de productions sont mondiales.
- Le secteur pharmaceutique pourrait être pénalisé par une baisse du prix des médicaments.

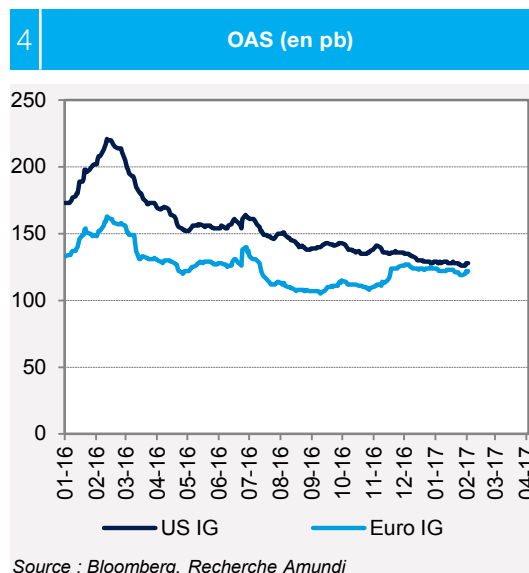
Les fondamentaux des entreprises éligibles au CSPP devraient se détériorer légèrement en 2017.

- **Les entreprises européennes sont globalement peu endettées par rapport à leurs homologues américaines.** Cette différence s'explique par la faible croissance de leurs profits depuis la crise qui les a incitées à préserver leurs cash-flows. Une partie de la dette levée a même servi à augmenter la trésorerie des émetteurs.
- **Nous avons observé très récemment une détérioration (légère) des fondamentaux des émetteurs éligibles au CSPP.** Ces émetteurs jouissent grâce à ce programme de conditions de financement exceptionnelles. Les fonds levés servent essentiellement à financer des opérations de fusions & acquisitions. Sont essentiellement concernées les entreprises du cœur de la zone euro qui bénéficient par ailleurs de bilans solides.

Le taux de défaut des entreprises américaines devrait atteindre un pic de 6 % au T1 2017, puis reculer autour de 4 % à la fin de l'année 2017. Ce cycle a été influencé par les fluctuations spectaculaires concernant les prix du pétrole.



“ Baisse du taux de défaut des entreprises américaines attendue en 2017 ”



“ La taille du marché obligataire IG a quasiment doublé depuis la crise de Lehman ”

Février 2017

Concernant l'Europe, les taux de défaut devraient rester faibles autour de 2 %. La différence entre les deux zones s'explique par la faible exposition au secteur de l'énergie et la notation moyenne élevée du HY euro (cf. Cross asset fév 2017 : *Taux de défaut des obligations à haut rendement: bilan 2016 et perspectives 2017*).

Les attentes des investisseurs pour 2017 sont beaucoup plus limitées que pour 2016

Le niveau des *spreads* en ce début d'année est beaucoup plus bas que celui offert en janvier 2016 : US IG (129pb versus 172pb), US HY (412pb versus 688pb), Euro IG (124pb versus 133pb) et Euro HY (376pb versus 533pb).

Nous changeons notre vue de positif à neutre sur le marché dollar contre le marché Euro. Les marchés du crédit US ont réagi très positivement à la remontée des prix du pétrole et plus récemment à l'élection de Donald Trump. L'écart entre ces deux marchés s'est considérablement réduit au cours des derniers mois.

Sur le marché du crédit euro :

- **Les émissions éligibles au CSPP (émetteur non-financier domicilié dans la zone euro) sont devenues faibles au regard des valeurs d'équilibre.** Nous préférons donc le segment du High Yield à celui de l'Investment Grade. Et au sein de l'univers Investment Grade nous favorisons les émetteurs financiers et BBB.
- **Par ailleurs, nous privilégions la partie courte et moyenne de la courbe.** (1) Nous anticipons une pentification de la courbe de crédit dans les prochains mois qui s'expliquerait par une remontée des taux longs (Bund à 0.7 % d'ici fin 2017). (2) Le supplément de *spread* offert par les maturités plus longues est insuffisant.

Sur le marché du crédit dollar :

- **Le potentiel de valorisation du crédit dollar s'est fortement réduit ces dernières semaines** après le fort mouvement de resserrement des *spreads* qui a accompagné la hausse des taux longs. Ce mouvement contraste avec l'écartement des *spreads* observé lors de la remontée des taux en 2013. Il est important de comprendre que la remontée actuelle des taux diffère de celle de 2013 car l'évocation de la diminution du QE par Ben Bernanke en mai 2013 avait été associée à une forte réévaluation de politique des *fed funds* et seuls les taux réels avaient grimpé. Aujourd'hui, la hausse des taux longs est soutenue par une remontée des anticipations d'inflation (cf. Cross asset février 2017 : *Des pressions haussières pour les taux longs en 2017 ? Oui, mais lesquelles ?*).
- **Nous favorisons le segment IG au segment HY.**
- **En outre, la partie longue de la courbe au sein de l'univers IG offre des opportunités intéressantes :** (1) nous n'anticipons pas une remontée significative des taux longs américains et (2) les maturités longues offrent un supplément de *spread*.



Le niveau actuel des *spreads* est beaucoup plus bas que celui offert au début de l'année 2016 ”



Amundi Research Center
Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHOU, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*
- **The emergence of the Renminbi as an international currency: where do we stand now ?**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique* — PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse* — MO JI — *Stratégie et Recherche Économique* — ÉRIC TAZÉ-BERNARD — *Conseil en allocation d'actifs*
- **Les perturbateurs endocriniens dans l'analyse ESG**
MARIE NAVARRE, AURÉLIE RENARD — *Analyse ESG*
- **IORP2: A New Regulatory Framework for Pensions**
MARIE BRIERE, LING-NI BOON — *Recherche, Stratégie et Analyse*

Spécial Focus

- **Les banques: le maillon faible de la reprise européenne**
VALENTINE AINOZ — *Stratégie et Recherche Économique* — YASMINE DE BRAY — *Analyse Actions*
- **Afrique du Sud: le contexte politique est-il responsable du ralentissement de la croissance ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique* — GWENDOLINE IBRE — *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - mfiatt / batdelfuego99 / aiblec