

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Mai 2018

À la croisée des chemins :
panorama des marchés de taux

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

À la croisée des chemins: panorama des marchés de taux

VALENTINE AINOUIZ,
SERGIO BERTONCINI,
SILVIA DI SILVIO,

Stratégie crédit

Achevé de rédiger le 29/04/2018

L'essentiel

L'activité économique mondiale a affiché un net redressement en 2017. La reprise a été généralisée et soutenue par un rebond notable du commerce mondial et une reprise des investissements dans les économies avancées. L'amélioration de l'environnement macroéconomique a permis aux banques centrales de confirmer la réduction progressive (à des rythmes différents) de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Ce tournant marque une normalisation des marchés obligataires. La relation « normale » entre la croissance, des anticipations d'inflation plus élevées et des taux d'intérêt plus élevés semble se restaurer progressivement.

Cet environnement nécessite une approche active de l'investissement obligataire: en termes de gestion de la durée, de gestion des devises et de sélection des titres dans l'univers de crédit (ou les valorisations sont relativement tendues) afin de trouver le juste équilibre entre risque et performance. Il convient également d'accroître la diversification à la fois pour se couvrir contre le risque inflationniste (obligations indexées) et pour capter les gains positifs de la croissance économique (obligations convertibles).

I. L'année 2018 a marqué un tournant

En 2017, l'activité économique mondiale a affiché son redressement le plus net depuis plus de cinq ans. À l'exception du Royaume-Uni, toutes les économies développées ont été plus performantes que prévu. La Chine et l'Inde ont enregistré une croissance solide, tandis que le Brésil et la Russie sont sortis de la récession. Les prévisions de croissance pour 2018 ont également été fortement revues à la hausse: la croissance devrait désormais s'établir autour de 2,4 % dans la zone euro (contre 1,6 % attendu en juillet 2017) et de 2,8 % aux États-Unis (contre 2,3 % en septembre 2017). Ce contexte très favorable a permis aux banques centrales des pays développés de confirmer la réduction du degré d'accommodation de leurs politiques monétaires jusqu'alors particulièrement accommodantes. Dans ce nouvel environnement, quels sont les enjeux pour les marchés de taux? Et quels sont les facteurs susceptibles de changer la donne?

1.1 Le positionnement des économies dans le cycle est important pour les investisseurs obligataires

L'économie américaine est plus avancée dans le cycle que celle de la zone euro, ce qui implique des problématiques différentes pour les investisseurs.

L'économie américaine se trouve dans la dernière phase du cycle d'expansion. La croissance devrait atteindre 2,9 % aux États-Unis en 2018 (contre 2,3 % en 2017) à la faveur des réductions d'impôt et de la hausse des dépenses fédérales. Un ralentissement de la croissance est anticipé l'année suivante, mais elle devrait

néanmoins se maintenir au-dessus de son potentiel. Nous prévoyons également une hausse modérée de l'inflation.

- La croissance des salaires (limitées à ce stade) pourrait surprendre à la hausse dans la mesure où l'économie américaine est désormais proche du plein-emploi (4,1 % de chômage en février).
- La hausse marquée de la dette a rendu l'économie américaine plus sensible à un resserrement des conditions de financement. Le contexte de « taux bas pendant une période prolongée » a encouragé un très fort endettement des entreprises ainsi que celui des ménages américains dans le segment de la dette à la consommation. L'endettement immobilier des ménages reste très nettement inférieur aux sommets atteints précédemment.
- Pour l'heure, les conditions de financement demeurent très accommodantes malgré les relèvements du taux directeur de la Fed. La banque centrale américaine a déjà engagé un cycle progressif de resserrement monétaire (six hausses de taux depuis 2015) et un processus de normalisation de son bilan.

1/ Endettement des entreprises/ménages et conditions de financement



L'économie de la zone euro se trouve au milieu du cycle d'expansion. La reprise s'est intensifiée au sein de la zone euro en 2017. Malgré quelques signes d'essoufflement, les récents indicateurs se maintiennent à un niveau relativement élevé. La croissance devrait selon nous se maintenir au-dessus de son potentiel au cours des deux prochaines années (2,3 % en 2018 et 1,9 % en 2019). De son côté, l'inflation devrait augmenter très progressivement.

- Les capacités excédentaires qui existent actuellement sur le marché du travail européen limitent la pression sur les salaires.
- Avec la reprise de la croissance économique et de l'inflation associée à l'amélioration du solde primaire, les fondamentaux des pays périphériques se sont nettement améliorés récemment. Les agences de notation ont commencé à relever les notes de solvabilité dans un certain nombre de pays.
- Les entreprises européennes ont agi avec prudence. Rien n'indique pour l'heure l'émergence d'un quelconque mouvement de ré-endettement généralisé des entreprises européennes.
- La BCE injectera des liquidités jusqu'en septembre/décembre 2018 et ne commencera pas à relever ses taux avant le second semestre 2019. En conséquence, les taux peinent à augmenter dans la zone euro : 25 % du marché continue d'offrir un rendement négatif. Les conditions de financement restent très accommodantes.

“La BCE ne commencera pas à relever les taux avant la seconde moitié de 2019.”

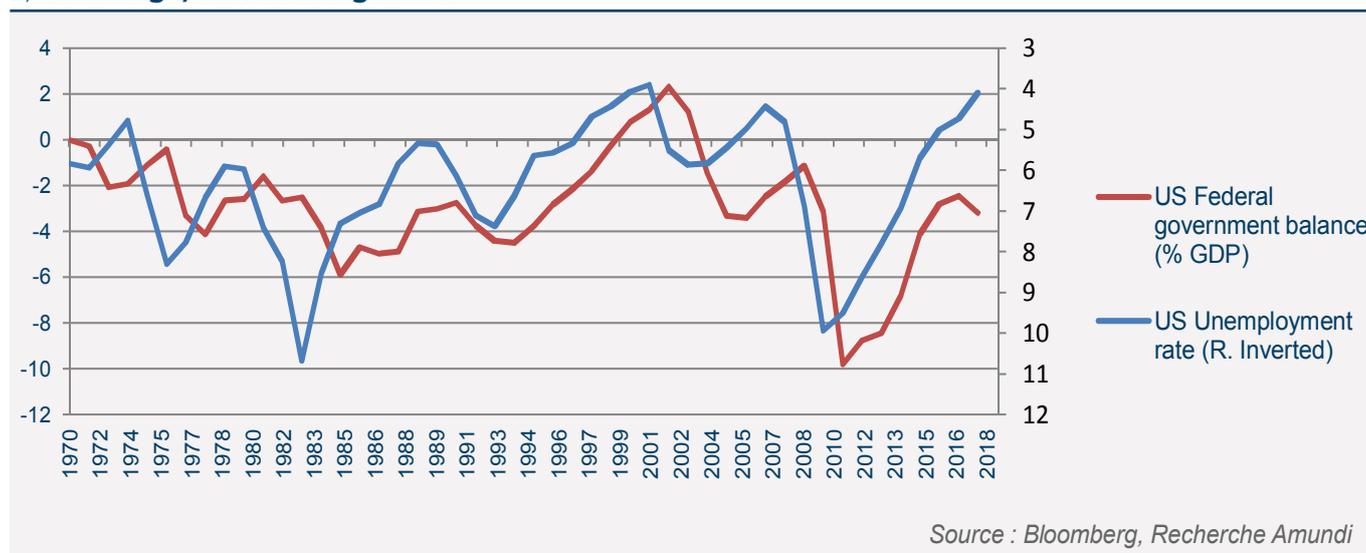
1.2 Les investisseurs s'interrogent sur les conséquences de la politique fiscale menée par Trump et de la hausse des dépenses sur les programmes militaires et nationaux

Notre scénario central reste axé sur l'hypothèse d'un impact positif de la réforme fiscale à l'échelle macro et microéconomique. Cela étant, cet impact diminuera avec le temps et la politique budgétaire procyclique a renforcé la probabilité de pressions inflationnistes. À ce stade du cycle, ces mesures de relance sont tout à fait inhabituelles. Le risque d'inflation est orienté à la hausse aux États-Unis dans la mesure où l'*output gap* mondial devrait se résorber cette année.

Ce plan de relance budgétaire va-t-il prolonger le cycle américain ?

- **La relance budgétaire et l'augmentation des dépenses fédérales aux États-Unis augmentent le risque de pression inflationniste.** Les mesures de relance procycliques risquent d'entraîner une surchauffe et pourraient compromettre l'inflation et/ou la stabilité financière. Un resserrement plus marqué que prévu des conditions financières pourrait avoir une incidence sur le cycle américain. Il ne faut pas oublier que la croissance des dépenses de consommation reste en partie soutenue par le patrimoine des ménages (immobilier, valeurs boursières) et l'endettement des consommateurs. Le taux d'épargne des ménages a chuté à son plus bas niveau depuis 2005.

2/ Chômage/déficit budgétaire



- **En revanche, le plan de relance budgétaire pourrait renforcer la soutenabilité de la croissance américaine.** Le rééquilibrage des bénéfices et des salaires n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle pour l'économie américaine. Il est extrêmement important de comprendre que la croissance des bénéfices observée au cours de ce cycle a été davantage portée par la croissance des marges que par celle des chiffres d'affaires. Actuellement, les marges des entreprises américaines atteignent des sommets historiques. Autrement dit, la pression sur les salaires a permis aux entreprises d'accroître leurs profits. La hausse des salaires pourrait donc (toutes choses demeurant égales par ailleurs) contribuer à accentuer la dynamique des chiffres d'affaires. La hausse de la demande est essentielle pour soutenir la reprise de l'investissement. Les dépenses d'investissement sont déterminantes : une hausse de la productivité offrira à l'économie une plus grande marge de manœuvre pour accélérer sans inflation.
- **La clé réside dans ce que les entreprises américaines feront des économies réalisées.** Leurs économies d'impôt pourraient leur permettre d'accroître : (1) la rémunération des salariés, (2) l'investissement ou (3) les versements aux actionnaires et les opérations de fusions/acquisitions. Au cours de ce cycle, les entreprises américaines ont levé des montants de dette considérables pour

“La clé réside dans ce que feront les entreprises américaines de leurs économies d'impôt.”

financer des opérations de fusions/acquisitions et de rachats d'actions. À ce stade, nous anticipons une hausse modérée des salaires et de l'investissement. Les entreprises américaines resteront certainement très actives en matière de rachat d'actions et de fusions/acquisitions.

Ce plan de relance va considérablement creuser le déficit budgétaire des États-Unis

- **Le Congressional Budget Office (CBO – services budgétaires du Congrès) anticipe un accroissement du déficit budgétaire de l'État** dans la mesure où les dépenses augmentent plus vite que les recettes. Il prévoit que le déficit fédéral s'élèvera à 804 milliards USD pour l'exercice 2018 et à 1000 milliards USD en 2020, contre 665 milliards USD en 2017. La hausse du déficit renforcera la dette publique : celle-ci atteindra 28700 milliards USD à la fin de l'exercice 2028, soit 96,2 % du PIB (contre 78 % en 2018). Pour le directeur du CBO, « une dette aussi élevée et croissante risque d'avoir de lourdes conséquences sur le budget et la nation ; la probabilité d'une crise budgétaire risque notamment d'augmenter aux États-Unis ».

1.3 Les tarifs douaniers imposés par Trump menacent la relance de l'économie mondiale

La politique protectionniste de Trump préoccupe les investisseurs depuis plusieurs semaines. D'autres mesures commerciales sources de discordes et de nouvelles perturbations risquent d'être adoptées, mais nous ne prévoyons pas, pour l'heure, d'escalade vers une guerre commerciale généralisée. Toutefois, les risques semblent augmenter et être en partie pris en compte par les marchés, notamment sur les marchés des changes. L'Europe ne semble pas concernée pour l'instant, même si l'appréciation de l'euro et la perspective d'un ralentissement du commerce mondial sont défavorables à des pays comme l'Allemagne (secteur automobile par exemple).

“Les politiques monétaires de taux bas ont motivé la recherche de rendement.”

Le scénario mondial reste favorable aux marchés. La croissance du PIB devrait s'établir au-dessus de son potentiel en 2019 (dans la plupart des pays), même si son rythme décroît légèrement. Nous anticipons une légère hausse de l'inflation. Les banques centrales devraient resserrer très progressivement leurs politiques monétaires excessivement accommodantes.

Nous avons relevé deux principaux risques : (1) un resserrement marqué des conditions de financement (surprise en matière d'inflation, hausse de l'aversion au risque) et (2) une dégradation des conditions commerciales qui pèsera sur la croissance mondiale.

II. Les facteurs techniques seront moins favorables aux marchés de taux dans les prochaines années

2.1 Les banques centrales des pays développés ont transformé le paysage des marchés obligataires ces dernières années

Depuis la crise financière, les banques centrales ont apporté un soutien considérable aux marchés obligataires par les moyens suivants :

1. **Des politiques monétaires non conventionnelles.** Ces mesures visaient à stimuler l'activité et l'inflation dans un contexte où les taux directeurs étaient proches de leur limite basse. Elles se composaient de lignes de crédit bancaire et de plans d'achats d'actifs. En conséquence :
 - Les grandes banques centrales internationales ont acheté massivement des emprunts d'État. Une grande partie de la dette publique est aujourd'hui détenue par les banques centrales des pays concernés : les États-Unis (20 %, soit 2 432 milliards USD), l'Europe (20 %, soit 1 913 milliards EUR) et le Japon (30 %, soit 10 460 milliards JPY).
 - La BCE est également devenue un acteur majeur du marché des obligations d'entreprise en EUR.

2. Une « quête » mondiale de rendement. Les politiques monétaires ont largement contribué à compresser les rendements souverains, en particulier en Europe et au Japon où les banques centrales ont recouru à des taux négatifs pour stabiliser les économies. 15 % du marché obligataire mondial continue d'offrir un rendement négatif. Ce contexte marqué par de faibles taux d'intérêt a incité les investisseurs à se tourner vers les marchés offrant les rendements les plus attractifs. Les États-Unis ont été les premiers à sortir de la crise et à relever leurs taux directeurs, le marché obligataire américain faisant ainsi figure d'oasis dans ce désert des rendements. Tendances observées ces dernières années :

- Forte demande en faveur des actifs américains de la part des investisseurs nationaux et étrangers. L'encours d'obligations d'entreprise en USD détenues par des résidents étrangers a progressé de 45 % depuis 2012 et représente actuellement 40 % du total du marché du crédit privé en USD.
- Demande soutenue en faveur des obligations Investment Grade (« IG »). La demande s'est accrue à un rythme sans précédent ces dernières années. Le crédit IG a été considéré comme un produit de taux. La très forte demande des investisseurs étrangers a soutenu la très forte expansion du marché IG aux États-Unis.

Ces dernières années, le marché obligataire a bénéficié d'un environnement très favorable caractérisé par une faible croissance, une faible inflation et des politiques monétaires ultra-accommodantes. Les rendements souverains et les *spreads* des obligations d'entreprise se sont contractés jusqu'à des niveaux records. Toutefois, 2018 marque un tournant.

“Très forte augmentation de l'offre de dette publique alors que la Fed réduit son bilan.”

3/ Flux vers les titres IG / répartition du rendement sur le segment obligataire



2.2 Les banques centrales des pays développés réduisent le degré d'accommodation de leurs politiques monétaires

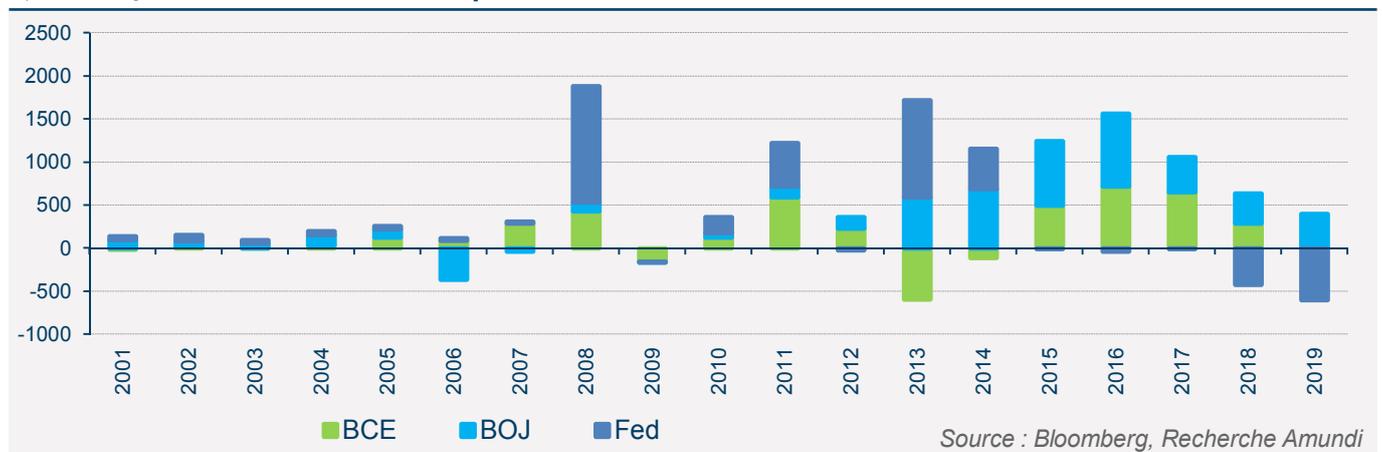
Face à l'amélioration du contexte de croissance, les banques centrales réduisent collectivement le degré d'accommodation de leur politique monétaire :

- Aux États-Unis, la Fed commence à réduire progressivement la taille de son bilan en ne réinvestissant pas le produit de certains titres arrivés à maturité et en relevant ses taux d'intérêt.
- Dans la zone euro, la BCE devrait mettre un terme à son QE cette année. La BCE a déjà réduit le rythme de ses achats d'actifs à 30 milliards EUR par mois, soit deux fois moins qu'en 2017. Les achats de dette souveraine ont été plus que proportionnellement réduits au profit de la dette d'entreprise.
- Au Japon, la BoJ continue d'accroître la taille de son bilan, mais à un rythme moins soutenu. Dans la pratique, ses achats représentent aujourd'hui environ 50 000 milliards JPY par an, contre 80 000 jusqu'alors.

Le pic de liquidité est derrière nous. À l'échelle mondiale, les volumes nets d'émissions d'emprunts d'État ne seront plus absorbés par les achats des banques centrales comme ce fut le cas ces trois dernières années.

- La taille cumulée des bilans de la Fed, de la BCE et de la BoJ augmentera de 220 milliards USD en 2018, contre 1100 milliards en 2017, 1500 milliards en 2016 et 1200 milliards en 2015.
- Par ailleurs, les besoins de financement vont augmenter aux États-Unis, les émissions nettes de bons du Trésor américain à long terme pourraient s'élever à 800 milliards USD en 2018 et à 970 milliards USD en 2019 (en raison du creusement des déficits et des non-réinvestissements de la Fed). Ces montants ne sont pas inédits, les émissions nettes de bons du Trésor américain à long terme ayant atteint 1000 milliards USD en 2012 et même 1600 milliards USD en 2010.

4/ Bilans/taux d'intérêt des banques centrales



L'amélioration du contexte de croissance mondiale et le resserrement des politiques monétaires accommodantes ont déjà permis une révision à la hausse des prévisions relatives aux Fed Funds, une remontée des rendements souverains, quelques décollectes sur le marché des obligations d'entreprise.

III. Retour à la « normale » sur les marchés

La relation « normale » entre forte croissance, anticipations d'inflation en hausse et relèvement des taux d'intérêt semble enfin rétablie dans une certaine mesure. Il s'agit d'une nouvelle phase de normalisation des conditions des marchés obligataires, dans laquelle les fondamentaux pourront à nouveau jouer leur rôle. La transition s'est faite rapidement : en moins de 6 mois, les rendements à 10 ans américains sont passés de 2 % à 3 % et ceux de l'Allemagne ont doublé entre décembre 2017 et mars 2018.

“Le coût de la couverture de l'investissement en dollars est très élevé pour les investisseurs européens et japonais.”

3.1 US: le rendement à 10 ans s'est rapproché de sa valeur d'équilibre

Plusieurs facteurs ont contribué à la hausse du rendement à 10 ans américain :

- **Les investisseurs ont révisé leurs prévisions de croissance aux États-Unis**, notamment en 2018 suite à l'adoption mi-décembre de la réforme fiscale. Les perspectives en matière d'inflation se sont également améliorées, dans la mesure où la réforme fiscale intervient alors que l'économie américaine est déjà en situation de plein-emploi (le taux de chômage américain est inférieur de 4,5 % au taux de chômage à plus long terme (NAIRU) depuis la mi-2017) et où elle est donc capable de susciter une pression haussière progressive sur les salaires. D'autre part, le scénario inflationniste lié au marché de l'emploi vient s'ajouter à une tendance à la hausse des prix des matières premières, le pétrole ayant réussi à franchir la barre des 60 dollars le baril depuis le début de 2018. En conséquence, le point mort d'inflation à 10 ans aux États-Unis

s'élève actuellement à 2,10 % après avoir flirté avec des niveaux aussi bas que 1,70 % tout au long de 2017.

- **La Fed a confirmé son intention de resserrer sa politique monétaire** (prévisions de croissance revues à la hausse).
- **Les marchés ont également ajusté leurs attentes sur le profil d'évolution des taux des fonds fédéraux**, le nombre de hausses de taux attendues en 2018 étant passé d'une à quatre au cours des six derniers mois.

Nous pensons que les marchés vont à présent se focaliser sur :

- **La possibilité d'une surprise en matière d'inflation.** Notre scénario macroéconomique aux États-Unis suggère que l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) américain sera supérieur à 2 % en moyenne au cours des deux prochaines années, culminant à 2,5 % en 2018 et se repliant à 2,2 % en 2019. Les marchés ont déjà largement pris en compte un rebond de l'inflation et l'histoire montre que les points morts d'inflation à 10 ans parviennent à dépasser fortement les niveaux actuels (jusqu'à 2,5 %) lorsque l'IPC se consolide au-dessus de la barre des 3 %.
- **L'absorption par le marché du volume considérable de nouvelles émissions.**

Dans ce contexte, nous pensons qu'en ce qui concerne les taux nominaux :

- **Le taux américain à 2 ans se stabilisera autour de 2,6 % cette année**, sur la base de notre scénario actuel qui table sur un total de trois hausses de la Fed en 2018. Toutefois, nous restons bien conscients du risque non négligeable d'une hausse supplémentaire des taux de la Banque centrale américaine cette année, comme indiqué précédemment, auquel cas les taux à court terme feront l'objet d'une nouvelle correction ;
- **Le taux américain à 10 ans continuera d'évoluer dans une fourchette de 2,80-3 % vers la fin de l'année 2018**, bien que notre modèle fondamental suggère une juste valeur supérieure à 3 % (cf. *tableau 2 ci-dessous*). Les préoccupations croissantes quant à une éventuelle reprise des tensions commerciales, les incertitudes concernant la politique du gouvernement américain et les attentes modérées du marché concernant l'évolution de l'inflation aux États-Unis pourraient continuer à plafonner le rendement.
- **La tendance actuelle à l'aplatissement de la courbe se maintiendra.** Bien que les préoccupations des marchés concernant la hausse du déficit budgétaire américain soient effectivement susceptibles de donner lieu à des épisodes temporaires de pentification de la courbe américaine, ces variations devraient s'estomper à moyen et long terme à mesure que la Fed continuera de resserrer sa politique monétaire, comme le suggère une phase aussi avancée du cycle économique.

Enfin, dans un environnement de marché où le potentiel haussier des rendements nominaux nous semble limité et où les points morts d'inflation ont été revus à la hausse au cours des six derniers mois, les rendements réels américains à 10 ans semblent refléter assez fidèlement l'embellie des perspectives de croissance et ne devraient pas s'écarter fortement de la fourchette de 60-80 pb.

**Tableau 1 :
déterminants de la valeur d'équilibre**

	Dec-18	Dec-19	Dec-20
FED Fund Rate 1yFwd	2,64 %	2,91 %	3,10 %
CPI YOY	2,3 %	2,2 %	2,3 %
Real GDP YOY	3,0 %	2,4 %	2,3 %
PCE Volatility	25 %	3,53 %	4,19 %
CBs Purch. (% GDP)	36 %	34 %	33 %
Foreigners Purch. (% GDP)	6,0 %	5,7 %	5,4 %

**Tableau 2 :
valeur d'équilibre et objectifs d'Amundi contre contrats à terme**

	US 2Y			US 10Y		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Fwd	2,76 %	2,96 %	3,09 %	3,07 %	3,13 %	3,19 %
Fair Value	2,75 %	2,63 %	2,85 %	3,40 %	3,30 %	3,60 %
Target	2,60 %	2,80 %	2,85 %	2,90 %	3,20 %	3,30 %

3.2 Rendements allemands : restent toujours bien inférieurs à leur valeur d'équilibre

Plusieurs facteurs ont contribué à la hausse du rendement allemand à 10 ans entre décembre et mars :

- **La croissance de 2017 a surpris par sa vigueur et les prévisions de croissance ont été révisées à la hausse pour 2018.** En 2017, la croissance a été portée par une accélération synchronisée des dépenses d'investissement qui a stimulé le commerce mondial et l'industrie européenne.
- **La BCE a confirmé la réduction progressive du caractère accommodant de sa politique monétaire.** La BCE est plus confiante quant aux perspectives de croissance. Elle a fortement revu à la hausse ses prévisions de croissance pour 2018, qui passent de 1,8 à 2,3 % (et de 1,7 à 1,9 % pour 2019). Le rythme des achats réalisés dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de la BCE a été réduit de moitié pour atteindre 30 milliards EUR par mois jusqu'en septembre 2018, et la BCE mettra probablement un terme à ses achats nets d'actifs cette année.

La récente faiblesse des taux allemands (par rapport aux taux US) s'explique par les préoccupations des investisseurs de l'impact d'une montée du protectionnisme et d'une série de données économiques moins vigoureuses que prévu. La plupart des indicateurs suggèrent une poursuite de la croissance, mais à un rythme moins soutenu en 2018. Selon notre économiste zone euro, la croissance de la région devrait se maintenir au-dessus de son potentiel au cours des deux prochaines années et l'inflation devrait augmenter progressivement. L'IPC sous-jacent devrait s'établir en moyenne autour de 1 % en glissement annuel en 2018, augmentant progressivement pour atteindre 1,7 % en 2020 (en deçà de l'objectif de la BCE).

La BCE fera vraisemblablement preuve de prudence en évitant de resserrer trop rapidement sa politique monétaire ultra-accommodante. Dans son dernier compte rendu, elle s'est déclarée préoccupée par le protectionnisme commercial américain et a adopté une position relativement prudente en ce qui concerne l'inflation.

- Nous pensons que la BCE réduira son programme d'achats de dette publique après septembre au lieu d'y mettre un terme de façon brutale.
- La Banque centrale ancre fermement les attentes du marché concernant la première hausse des taux de dépôt au second semestre 2019.
- Les remboursements de capital des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achat d'actifs seront réinvestis pendant une période prolongée lorsque les achats nets d'actifs auront pris fin.

Dans ce contexte, le marché des emprunts d'État européens ne devrait pas corriger subitement lorsque les achats de la banque cesseront, mais plutôt évoluer plus conformément aux fondamentaux macroéconomiques, qui tendent à être éclipsés lors des longues périodes d'intervention des banques centrales. Notre modèle fondamental indique actuellement que la courbe allemande est chère, tant sur le segment à 2 ans que sur celui à 10 ans (les valeurs d'équilibres sont nettement supérieures aux taux effectifs).

Prévisions d'Amundi Research concernant les rendements nominaux allemands :

- **Le taux à 2 ans devrait s'établir entre -0,20 et -0,40 % d'ici à la fin de l'année 2018 :** les taux allemands à court terme resteront vraisemblablement

“ La baisse de l'inflation dans la zone euro constitue un défi pour la BCE.”

ancrés sur les indications prospectives de la BCE et ne commenceront donc pas à anticiper de façon marquée la première hausse de taux de la banque centrale, qui reste considérée comme assez éloignée en 2019 (actuellement anticipée pour la mi-2019).

- **Le taux à 10 ans devrait grimper à 1 %** : bien que les marchés aient revu à la baisse le rendement du Bund ces deux derniers mois (de 0,75 % en février au taux actuel de 0,50 %), les fondamentaux économiques de la zone euro continuent de pointer vers un rythme de croissance solide (notre modèle de juste valeur indique en réalité 1,30 % comme niveau de rendement du Bund approprié compte tenu du contexte macroéconomique), ce qui devrait étayer une hausse des taux nominaux à long terme. Nous considérons le ralentissement observé ces deux derniers mois sur certains des principaux indicateurs d'activité économique et de production industrielle comme une correction limitée après une longue série de chiffres positifs, ce qui ne devrait pas empêcher la zone euro de rester en phase d'expansion et de dépasser son potentiel de croissance tout au long de 2018.
- S'il s'avère que le ralentissement récent n'est pas provisoire et qu'il indique plutôt le début d'une phase d'affaiblissement plus persistante de l'économie, les fondamentaux ne soutiendront pas les taux allemands à 10 ans dans les proportions que nous anticipons actuellement.
- **Les pressions à la pentification devraient continuer à s'exercer sur la courbe allemande**, d'après l'évaluation ci-dessus, tant que la décision de la BCE de relever ses taux d'intérêt sera perçue comme étant lointaine, que la situation macroéconomique restera solide et que le mouvement d'expansion se poursuivra. En ce qui concerne la Banque centrale européenne, compte tenu du discours plutôt conciliant tenu ces derniers temps, les marchés continuent de s'efforcer d'anticiper la fin du PSPP, qui est désormais plus susceptible d'intervenir en décembre qu'en septembre 2018.

Le taux réel allemand à 10 ans continue d'évoluer en territoire profondément négatif dans la mesure où l'ajustement à la hausse des attentes en matière d'inflation (le point mort d'inflation à 10 ans s'établit actuellement à 1,35 %) n'a été reflété que de façon très limitée dans la hausse des nominaux. Dans la mesure où les rendements nominaux semblent être de plus en plus liés à leurs fondamentaux, les taux réels pourraient progresser en territoire moins négatif et se rapprocher de niveaux moins extrêmes autour de -0,50 pb.

“La courbe allemande est actuellement chère à la fois sur les segments 2Y et 10Y.”

Tableau 3 :
déterminants de la valeur d'équilibre

	Déc-18	Déc-19	Déc-20
CPI YOY	1,77 %	1,58 %	1,58 %
GDP GROWTH (YoY)	2,0 %	1,9 %	1,9 %
RATE 1y3m (%)	-0,37	-0,02	0,20
CPI Volatility	0,32 %	0,13 %	0,20 %
CBs Purchases (% GDP)	36 %	34 %	33 %

Tableau 4 :
valeur d'équilibre et objectifs d'Amundi contre Contrats à terme

	Germany 2Y			Germany 10Y		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Fwd	-0,36 %	0,01 %	0,54 %	0,77 %	0,98 %	1,21 %
Fair Value	0,00 %	0,17 %	0,40 %	1,32 %	1,35 %	1,30 %
Target	-0,30 %	0,20 %	0,50 %	1,00 %	1,20 %	1,30 %

3.3 Sur le marché du crédit, le potentiel de resserrement supplémentaire des *spreads* est limité

Les fondamentaux américains et européens ont suivi des tendances divergentes ces dernières années :

- L'endettement des entreprises américaines a atteint des niveaux records et se stabilise à présent, voire diminue dans certains cas (secteur de l'énergie). Cette tendance devrait se confirmer avec la réforme fiscale. Nous attendons une hausse des chiffres d'affaires et des bénéfices. Par ailleurs, le rapatriement du cash détenu à l'étranger va permettre un moindre recours au financement par la dette obligataire.
- L'endettement des entreprises européennes est resté faible. Celles-ci sont restées en mode de préservation des liquidités durant ce cycle.

Aux États-Unis, les facteurs techniques semblent moins favorables à moyen terme. Après plusieurs années marquées par de faibles besoins de financement et un solide appétit pour le risque de la part des investisseurs, le levier des entreprises américaines a atteint des niveaux records :

- Les besoins de refinancement de ces émetteurs vont fortement s'accroître au cours des prochaines années.
- Parallèlement, l'accroissement des volumes d'offre sur le marché de la dette publique US pourrait produire un effet « d'éviction ». La quête de rendement pourrait devenir moins frénétique si les taux des bons du Trésor continuent de s'orienter à la hausse et ternissent l'attrait des obligations d'entreprise, et si de nouvelles oasis de rendement apparaissent dans d'autres pays au cours des prochaines années sous l'effet de la normalisation des politiques monétaires.

En Europe, aucun effet « d'éviction » ne risque d'être observé prochainement compte tenu du dosage différent en termes de politique budgétaire. La quête de rendement reste d'actualité en Europe : les segments courts à moyens continuent d'être dominés par des rendements négatifs ou nuls. En 2018, la BCE concentre son assouplissement quantitatif sur les achats d'obligations d'entreprise, tandis que l'offre reste limitée, tant en ce qui concerne les obligations d'entreprises que les emprunts d'État.

Les marchés du crédit américain et européen ont enregistré des performances relativement positives ces deux dernières années, soutenus par l'amélioration des fondamentaux macro et microéconomiques et par des facteurs techniques très favorables. Le potentiel d'un resserrement supplémentaire des *spreads* est maintenant limité des deux côtés de l'Atlantique. Nos modèles de valeur d'équilibre montrent que les valorisations sont actuellement tendues au regard de leurs facteurs sous-jacents.

Par ailleurs, le marché US –d'après nos modèles - semble être plus cher que le marché Euro tant sur le segment IG que sur le segment HY, et ce malgré le soutien direct qu'offre la BCE via son CSPP. Dans un contexte de hausse des rendements, les *spreads* HY américains risquent davantage de s'écarter que leurs homologues IG. Grâce à la persistance d'un environnement de taux négatifs, le crédit européen est en meilleure position que son homologue américain sur le segment de 1 à 5 ans, segment dans lequel le coût d'opportunité lié au passage entre produits de *spread* et obligations sans risque est plus élevé en Europe qu'aux États-Unis.

“Potentiel limité de resserrement des *spreads*.”

Taux de défaut

Taux de défaut des titres HY américains

Après la forte chute enregistrée l'an passé, le taux de défaut des obligations HY américaines devrait encore baisser au cours des prochains trimestres

En 2017, les taux de défaut des obligations américaines de catégorie spéculative ont fortement chuté, passant de 5,9 % en janvier à 3,3 % en décembre. Le « mini-cycle » de défauts observé en 2016 et 2017 était dû, non pas à la récession ou à la crise financière, mais quasi exclusivement aux entreprises du secteur de l'énergie. Or celles-ci ont vu leurs taux de défaut chuter à 5,6 %, après avoir atteint un sommet de 25 %.

Cette tendance au sein du secteur de l'énergie devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, avec un décalage d'environ un an par rapport à la chute massive de son ratio de titres en difficulté qui a atteint des niveaux historiquement bas il y a déjà plusieurs trimestres. Comme le montre le graphique 1), le nombre cumulé d'émetteurs en situation de défaut appartenant à tous les autres secteurs reste proche des niveaux planchers de 2004-2008 et des années qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers.

En ce qui concerne les 12 prochains mois, notre modèle descendant pointe vers un nouveau repli des taux de défaut à 2,6 %, contre 3,3 % actuellement. Les principales raisons sur lesquelles repose cette prévision résident dans les facteurs macroéconomiques et les conditions financières. Sur le plan macroéconomique, l'histoire montre que ce n'est pas tant le niveau de la croissance qui détermine l'évolution du cycle de défaut, mais l'évolution de la croissance du PIB par rapport à sa tendance à long terme.

À cet égard et grâce aux conséquences positives probables de la réforme budgétaire, nos prévisions laissent entrevoir des perspectives encourageantes pour la croissance américaine au cours des prochains trimestres. Aux côtés de la croissance macroéconomique, les données les plus solides de nos analyses de régression sont actuellement représentées par les tendances liées à la fois aux conditions financières des prêts bancaires et aux obligations d'entreprise de catégorie spéculative. Ces deux facteurs ont une avance d'environ quatre trimestres en moyenne sur les taux de défaut, ce qui s'explique par le fait que l'indisponibilité des lignes de crédit et la fermeture soudaine du marché obligataire prennent un certain temps avant d'entraîner un assèchement de la liquidité et de contribuer par la suite à un événement de crédit extrême. Ces deux facteurs indiquent actuellement un recul des taux de défaut à environ 2,6 % d'ici un an.

Au cours des trimestres précédents, les tendances se sont améliorées pour les deux indicateurs : le ratio de titres en difficulté est passé de 6,2 à 4,7 % à la fin de l'année dernière et, en ce qui concerne les conditions de crédit bancaire, le pourcentage net de banques déclarant assouplir les conditions appliquées aux prêts commerciaux et industriels est passé à 10 % contre 8 et 4 % au cours des deux trimestres précédents.

L'examen des tendances sectorielles parmi les facteurs ascendants est lui aussi encourageant, dans la mesure où les ratios de titres en difficulté sont actuellement pour la plupart négligeables ou inférieurs à 10 %, à l'exception de deux secteurs : la distribution (18 %) et les télécommunications (14 %).

Bien que plus élevés, ces chiffres n'indiquent pas non plus une hausse significative des défauts. En outre, le secteur de la distribution représente moins de 5 % de la dette HY globale, soit nettement moins que les 17 % représentés par le secteur de l'énergie au moment de la crise des matières premières.

Taux de défaut dans le cycle actuel et scénarios de risque

Le cycle actuel de taux de défaut des émetteurs HY dans le sillage de la crise financière mondiale continue d'être le plus clément depuis 1990, l'année 2017 ayant été la quatorzième d'une période marquée par un nombre extrêmement faible de faillites. Ce phénomène est vraisemblablement lié au caractère insolite de cette phase de liquidité abondante et de quête de rendement, mais il résulte également du faible coût de financement qui a été, et qui est encore, proposé aux entreprises. À cet égard, le niveau actuel des taux réels américains est encore loin des seuils qui se sont révélés dangereux par le passé, en cohérence avec un scénario de faible croissance/faible inflation et malgré le fait que la Fed s'engage sur la voie de la normalisation de sa politique monétaire.

Les perspectives sont tout à fait différentes dans le cas d'un **scénario alternant phases d'expansion et de récession**, qui serait marqué par une accélération initiale de la croissance et de l'inflation, poussant à terme la Fed à accélérer la normalisation de sa politique, et par un risque d'impact probable sur le crédit parmi les actifs risqués. Dans un tel cas, les conditions financières qui restent pour l'heure accommodantes pour les obligations de catégorie spéculative souffriraient d'un probable resserrement rapide tant qualitatif que quantitatif, ce qui conduirait vraisemblablement à une reprise du cycle de défaut. Les émetteurs les plus durement touchés figureraient parmi les valeurs les moins bien notées et les plus endettées.

D'autre part, **la prolongation et l'expansion du cycle économique américain en une sorte de régime de « pré-crise financière mondiale »**, marqué par un retour structurel à des niveaux de productivité et de croissance plus élevés sous l'impulsion d'une hausse des investissements, aboutiraient vraisemblablement à une sorte d'équilibre entre, d'une part, des fondamentaux plus positifs et, de l'autre, des facteurs techniques moins favorables. Dans ce cas, les taux de défaut devraient revenir aux schémas antérieurs (croissance plus élevée/rendements plus élevés), mais de manière progressive et sans les pics probables du scénario le plus risqué alternant phases d'expansion et de récession.

Taux de défaut des titres HY européens dans notre scénario central

Les taux de défaut en Europe se maintiennent à des niveaux historiquement bas et ils devraient, d'après les signaux que renvoient nos modèles descendants, chuter dans la fourchette de 1,2 à 1,5 % au cours des prochains trimestres. Au cours de la dernière année, la tendance s'est révélée assez stable, le taux demeurant la plupart du temps dans la fourchette de 2 à 2,5 %.

En outre, grâce à la faible exposition aux secteurs des matières premières et du pétrole, le ratio de titres européens en difficulté n'a même pas été touché par le mini-cycle qui a frappé les obligations américaines de catégorie spéculative en 2016 et 2017. Les raisons sur lesquelles reposent ces attentes résident dans l'amélioration de la situation macroéconomique et dans la poursuite des conditions financières accommodantes, notamment en ce qui concerne le ratio de titres en difficulté.

Les projections de Moody's concernant la période suivante de 12 mois, qui ont elles aussi été régulièrement et fortement révisées à la baisse au cours des récents trimestres, indiquent à présent un taux d'environ 1 %. Outre le soutien direct et indirect de la BCE, nous soulignons également la reprise progressive des prêts bancaires aux entreprises, reprise qui s'est même accélérée dans la zone euro au second semestre l'an passé. En fait, les émissions de prêts spéculatifs ou à effet de levier se sont renforcées, notamment parmi les valeurs notées B, ce qui a également contribué à réduire la pression de l'offre sur le marché des obligations HY début 2018.

Parmi les facteurs ascendants favorables, nous soulignons le poids dominant du segment des valeurs de grande qualité notées BB (qui représente près des trois quarts de la dette globale), ce qui réduit les impacts négatifs potentiels liés aux pics soudains de volatilité ou d'aversion pour le risque.

Scénarios de risque concernant les défauts des émetteurs HY européens

Comme pour les titres HY américains, le scénario alternant phases d'expansion et de récession serait également très dangereux pour les défauts des titres européens de catégorie spéculative, notamment en termes d'effets négatifs liés à la hausse probable de la volatilité implicite des actions et au resserrement des conditions financières, ainsi qu'à « l'effet d'expansion » final sur la croissance macroéconomique. Parallèlement, la BCE se trouve dans une phase de politique monétaire très différente de celle des États-Unis, accusant un retard d'au moins quatre ans par rapport à la Fed. Afin d'atténuer les effets indésirables d'un scénario à l'américaine alternant phases d'expansion et de récession sur les conditions financières, la BCE pourrait donc se trouver en meilleure position que la Fed en termes de souplesse pour calibrer la sortie à terme de l'assouplissement quantitatif, tant en termes de calendrier que d'instruments.

Le troisième cas de retour à un régime de « pré-crise financière mondiale », contrairement au scénario de risque précédent, donnerait aux entreprises européennes davantage de temps pour renforcer leurs fondamentaux, notamment en termes de génération de flux de trésorerie et de bénéfices, dans la mesure où la fin du cycle américain représente probablement la principale menace dans ce tableau. Une croissance structurelle plus élevée aux États-Unis favoriserait également, pour certains pays périphériques, le retour à des chiffres plus proches de ceux d'avant la crise en termes de croissance du PIB, ce qui, au final, serait favorable aux entreprises de ces pays.

Conclusion

Ces conditions exigent une approche active de l'investissement obligataire : active en termes de gestion de l'exposition à la durée (sous-exposée en situation de hausse des taux, mais neutre/surexposée quand le cycle économique ralentit), de gestion des devises (les politiques des banques centrales n'étant pas encore totalement synchronisées) et de sélection des titres dans l'univers du crédit (où les valorisations sont relativement rendues) afin de trouver le juste équilibre entre risque et performance. Il convient également d'accroître la diversification des portefeuilles, à la fois pour se couvrir contre le risque d'inflation (obligations indexées) et pour capter les gains positifs de la croissance économique (dynamique).

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Mai 2018 | Thematic paper

Avertissement

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 1086262605 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images – pertusinas

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Conception et support

Berger Pia, Recherche, Stratégie et Analyse

Poncet Benoit, Recherche, Stratégie et Analyse

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com