

THÉMATIQUE

Marchés du crédit: prudence, malgré des valorisations plus attractives

Les valorisations sont désormais un peu plus attractives. Toutefois, l'environnement reste difficile, notamment en Europe. Nous restons prudents et plus constructifs sur le crédit américain que sur le crédit euro.

Aperçu global: préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro

Les deux principaux moteurs des marchés du crédit à l'heure actuelle sont la guerre en Ukraine et le resserrement de la politique monétaire des banques centrales.

- La guerre en Ukraine expose l'économie mondiale à un double choc: celui de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires et celui qui menace les marchés financiers. Il est difficile aujourd'hui de quantifier l'impact de la guerre en Ukraine sur l'économie mondiale. Les prévisions restent soumises à un niveau d'incertitude extrêmement élevé. Le conflit russo-ukrainien et les sanctions qui l'accompagnent impliquent un scénario économique marqué par une baisse de la croissance et une hausse de l'inflation. Les effets du ralentissement de la croissance et de l'accélération de l'inflation toucheront davantage l'Europe que les États-Unis. Nos perspectives de croissance ont été fortement revues à la baisse dans la zone

euro, à 2 % en moyenne annuelle. L'activité économique américaine est peu touchée par cette guerre.

- Les banques centrales ont laissé filer l'inflation qui est devenue un phénomène mondial. En février, l'inflation était proche de 8 % aux États-Unis et de 6 % dans la zone euro. La flambée des prix du pétrole brut et d'autres matières premières exercera une pression haussière supplémentaire sur l'inflation à court terme. La Fed a beaucoup plus de « bonnes » raisons d'agir que la BCE. Dans la zone euro, l'inflation est principalement tirée par les prix de l'énergie. Aux États-Unis, elle est généralisée. Les entreprises augmentent leurs marges. Les salaires ont augmenté au rythme le plus rapide depuis des décennies. La demande est soutenue. Dans ce contexte, nous devons surveiller la fin du fort soutien consenti jusqu'ici par les banques centrales.



Mickael BELLAICHE,
Stratège Taux et Crédit



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

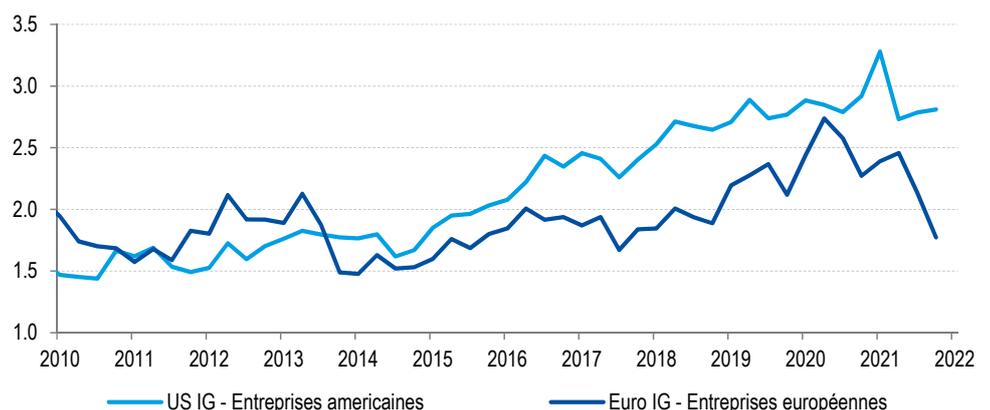
La persistance de l'inflation élevée, tirée par les coûts, oblige les banques centrales à resserrer agressivement leur politique monétaire

Bilan solide, mais l'impact de la hausse des coûts sur les marges est à surveiller

Les entreprises sortent de la crise du Covid avec des bilans plus solides grâce au soutien sans précédent des gouvernements et des banques centrales. En effet, les entreprises ont profité de la forte reprise de l'activité économique, des conditions de financement ultra-accommodantes et du fort appétit des investisseurs pour renforcer leurs bilans. Les entreprises bien notées ont été très actives en matière de fusions-acquisitions, notamment aux États-Unis,

tandis que les entreprises mal notées se sont attachées à réduire leur endettement. En fin 2021, l'endettement net de la plupart des entreprises était revenu aux niveaux de 2019 ou en dessous et les entreprises bénéficiaient d'un niveau élevé de liquidités. Le « mur des échéances » paraît donc tout à fait gérable pour les deux prochaines années, ce qui est un point essentiel compte tenu du contexte de hausse des taux par les banques centrales.

1/ L'endettement net est revenu aux niveaux d'avant la crise du Covid, voire en dessous



Source : Bloomberg, Amundi Institute, Données au T4 2021

THÉMATIQUE

Le mur des échéances semble donc tout à fait gérable pour les deux prochaines années

La BCE mettra fin à son programme de QE en mars

Les valorisations du crédit n'intègrent pas un scénario de récession

Pour 2022, les perspectives des fondamentaux des entreprises américaines nous paraissent plus convaincantes que celles des entreprises européennes. Le fort pouvoir de fixation des prix des entreprises américaines est de bon augure pour leurs performances opérationnelles à court terme. En Europe, en revanche, l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les marges des entreprises nous

incite davantage à la prudence. Par ailleurs, nous resterons particulièrement attentifs à l'impact des hausses de taux sur les conditions financières. La phase *accommodante* de la reprise est maintenant terminée et la phase *normale* se caractérisera probablement par une plus grande dispersion des bénéfices des entreprises.

Les facteurs techniques du crédit euro seront mis à mal par la fin du QE

Les marchés du crédit Euro ont bien résisté au dernier changement de ton de la BCE, ce qui laisse présager une fin rapide des dispositifs de relance, mais aussi une plus grande souplesse dans le calendrier du premier relèvement des taux, qui sera fonction de la dynamique macroéconomique. De plus, l'outil « flexibilité » de la BCE concerne principalement aujourd'hui que les réinvestissements du PEPP. Les *spreads* ont également bien résisté à la dernière forte hausse des rendements obligataires. En effet, l'attention se porte désormais sur le volet budgétaire, avec les mesures de soutien annoncées récemment au niveau national pour atténuer l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises et avec la possibilité d'une réponse à l'échelle de l'UE (compte tenu de l'expérience positive acquise durant la pandémie). En outre, le virage restrictif pris par la BCE se fonde sur un scénario central relativement optimiste en termes de croissance du PIB, qu'elle anticipe toujours à 3,7 % pour 2022. Par conséquent,

la BCE, qui est dépendante des données pour calibrer la normalisation de sa politique et les hausses de taux, pourrait être amenée à revoir à la hausse l'impact d'une inflation plus élevée sur la croissance du PIB.

À cet égard, on notera que le total implicite des hausses de taux à 12 mois (86 points de base au moment où nous écrivons ces lignes) a déjà été revu à la hausse de manière assez agressive. L'accélération de la réduction des programmes d'achats d'actifs, la réévaluation à la hausse des relèvements de taux anticipés par les marchés et l'absence de nouveaux dispositifs pour contrer une éventuelle fragmentation (à l'exception des réinvestissements flexibles du PEPP) forment à ce jour un ensemble de facteurs techniques plus difficiles pour les marchés du crédit libellé en euros. Par conséquent, plus encore que lors de la crise du Covid, il est possible que les véritables facteurs déterminants soient la taille et la rapidité de la réaction budgétaire, en particulier au niveau de l'UE.

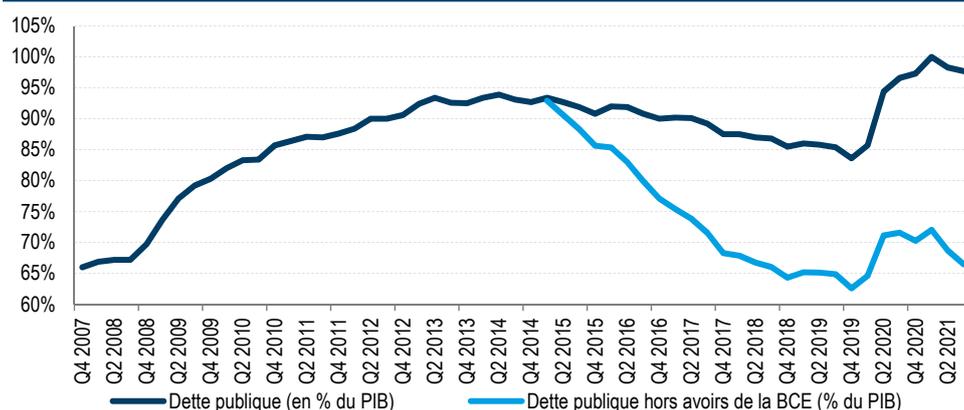
Les valorisations du crédit euro sont plus attractives, mais n'intègrent pas de récession

L'EUR IG a été le segment de crédit le plus touché par les effets cumulés de la réévaluation des taux en janvier, des surprises de la BCE en février et de la récente escalade géopolitique en Europe. A cet égard, les

spreads de crédit ont augmenté bien avant que n'apparaissent les premiers signes de ralentissement significatif de l'économie.

Malgré le retour des *spreads* à des niveaux proches de ceux d'avant l'invasion de l'Ukraine

2/ L'Eurosystème a joué un rôle déterminant dans l'absorption de l'offre de dette de la zone euro depuis 2015



Source : Datastream, Amundi Institute, Données au T3 2021

THÉMATIQUE

Les perspectives en matière de taux de défaut seront vulnérables à une dégradation de l'environnement économique. Les fondamentaux des entreprises sont toutefois solides

durant les deux dernières semaines, les valorisations de l'EUR IG ont été les seules à se hisser aux niveaux atteints par les marchés du crédit lors de la phase de confrontation commerciale et de resserrement quantitatif de la Fed en 2018 ou lors de la phase de frayeurs à l'égard de la croissance chinoise en 2015. Au regard de son expérience des outils utilisés efficacement lors de la crise

du Covid, l'éventuelle réponse de la politique budgétaire pourrait s'avérer cruciale pour empêcher les valorisations d'atteindre leurs pics de la crise du Covid, car dans une certaine mesure, elles intègrent déjà un ralentissement des tendances économiques, tandis que les entreprises abordent cette nouvelle crise avec des bilans assainis et des fondamentaux favorables.

Évolution du cycle de défaut du HY en fonction de la dynamique des différentes politiques monétaires

Sur le segment du HY, le niveau actuel des ratios de détresse est encore modeste au regard du passé, tandis que le canal des prêts bancaires est soutenu par l'abondance des liquidités et la forte capitalisation des banques. La désescalade géopolitique est un catalyseur de soutien évident, mais les aides gouvernementales, les lignes de liquidité et l'assistance financière sont autant d'éléments qui ont permis d'éviter les faillites d'entreprises pendant la crise du Covid. Les décideurs politiques peuvent encore faire appel à bon nombre de ces outils aujourd'hui. À l'inverse, l'assouplissement monétaire semble désormais bien moins probable, étant donné

que les banques centrales se concentrent sur le niveau élevé de l'inflation globale. Dans son scénario de référence, Moody's n'a pas modifié la tendance prévue précédemment annonçant une stabilisation au cours des deux prochains trimestres, suivie d'un passage à 3 % à 12 mois aux États-Unis et à 2,6 % en Europe. Sur ce point, nous évaluons les prévisions de référence de Moody's soutenues par les facteurs positifs déjà mentionnés ci-dessus, mais en parallèle, les risques d'impact plus sévère sur la croissance et par conséquent sur les perspectives de défaut ont récemment augmenté.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 31 mars 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 1 avril 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Ozgur Donmaz

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux et Crédit*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*