

## THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,  
Stratège Senior Taux

## Spreads de crédit et rendements obligataires dans le cycle actuel

Dans le contexte macroéconomique actuel, l'évolution des taux n'est qu'un facteur parmi d'autres pouvant influencer l'évolution des *spreads*. Mais, celui-ci ayant eu un impact certain dans les cycles précédents, il convient de s'y intéresser dans la phase de reprise actuelle. De fait, on peut dire que ce cycle de crédit a été nettement raccourci du fait de l'action sans précédent des banques centrales et des mesures de soutien budgétaire considérables, ce qui a finalement entraîné les importantes divergences par rapport aux crises passées décrites dans le présent document. Ces divergences vont probablement affaiblir la corrélation que l'on a généralement observée jusqu'ici.

### Corrélation historique entre hausses des rendements obligataires et *spreads* de crédit lors des reprises post-récession

Les données rétrospectives montrent que les *spreads* ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un redressement du marché du crédit et à une hausse des rendements souverains, tandis que les marchés obligataires commencent généralement à anticiper une hausse des taux de croissance réelle, une accentuation du risque d'inflation et une modification de l'orientation

des politiques monétaires. Le tableau ci-dessous, qui reprend les cycles des quarante dernières années aux États-Unis, confirme que les rebonds du marché du crédit consécutifs à des phases de récession se sont toujours accompagnés d'une hausse marquée des rendements obligataires. De plus, les redressements du marché du crédit après une récession apparaissent plus vigoureux et s'essouffent plus vite quand les rendements obligataires enregistrent des hausses brutales, comme cela s'est produit dans les années 1980 et en 1994.

Récession		Spread BBB					Rendement T-note US 10 ans		
Début	Fin	Pic	Spreads au pic	Minimum	Spreads au min.	Variation des spreads (pb)	Au pic des spreads	Au min. des spreads	Variation des rendements (pb)
Dec-69	Nov-70	Dec-70	284	Aug-73	92	-192	6.39	7.40	101
Nov-73	Mar-75	Feb-75	294	Mar-78	101	-193	7.39	8.04	65
Jan-80	Jul-80	Jun-80	282	Sep-81	185	-97	9.78	15.32	554
Jul-81	Nov-82	Oct-82	376	May-84	131	-245	10.91	13.41	250
Jul-90	Mar-91	Jan-91	227	Jul-91	163	-64	8.09	8.47	38
Mar-01	Nov-02	Oct-02	273	Apr-04	130	-143	4.29	4.35	6
Dec-07	Jun-09	Dec-08	525	Apr-10	172	-353	2.20	3.66	146

Au-delà des données rétrospectives, il est logique d'observer une corrélation négative entre les *spreads* et les rendements lors de phases consécutives à une récession, puisqu'un rebond économique implique une amélioration des indicateurs de crédit via une augmentation des flux de trésorerie, même si la réduction de l'endettement est pour l'essentiel déjà passée à ce moment-là du cycle. L'augmentation des prévisions d'inflation, qui tire les rendements à la hausse, est également synonyme d'amélioration du pouvoir de fixation des prix des entreprises et les premières hausses de taux des banques centrales ne

pénalisent généralement ni les actions ni les obligations d'entreprise. En outre, les *spreads* protègent des effets néfastes en termes de duration exercés par la hausse des rendements obligataires, ainsi, lors de ces phases, les investisseurs jugent toujours attractive la dette d'entreprise par rapport aux emprunts d'État.

### Qu'en est-il du cycle actuel ?

Le graphique 1 illustre la corrélation entre les rendements souverains à 10 ans et les *spreads* des obligations d'entreprises américaines notées BBB au cours du dernier cycle, d'avant la crise du Covid-19 jusqu'à aujourd'hui, soit sur exactement

THÉMATIQUE

Contrairement aux crises précédentes, le pic des spreads de crédit s'est produit bien plus tôt que d'habitude, à savoir au tout début de cette courte récession, soit environ un mois après son début

un an. Les divergences par rapport aux cycles précédents sont importantes non seulement en termes de dynamique macroéconomique, mais aussi de comportement des marchés et apparaissent très clairement dans le graphique. Voici un bref récapitulatif des trois principales divergences par rapport au passé :

**Premièrement**, malgré une contraction du PIB bien plus sévère que dans le passé, la récession de 2020 a également été assez courte dans le temps, puisqu'elle n'a duré que quatre mois entre fin février et juin.

**Deuxièmement**, contrairement aux crises précédentes, le pic des *spreads* de crédit s'est produit bien plus tôt que d'habitude, à savoir au tout début de cette courte récession, soit environ un mois après son début.

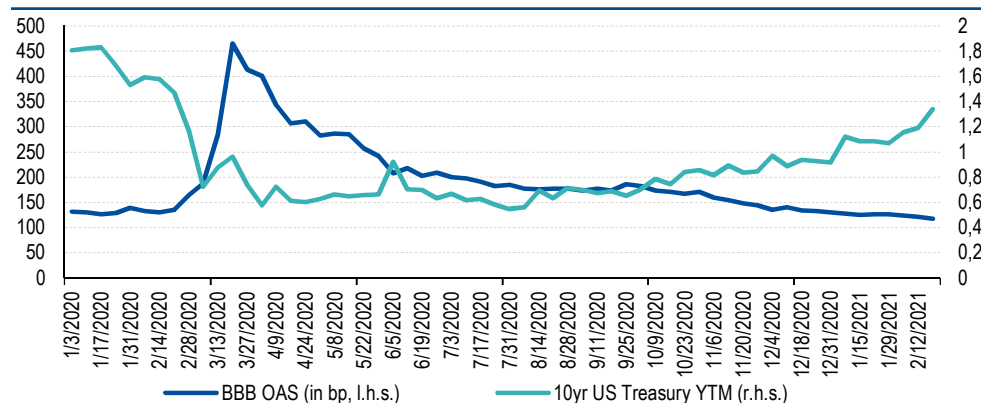
**Enfin**, les *spreads* ont commencé à se normaliser plus tard que d'habitude, puisqu'entre février et novembre, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a évolué dans une fourchette étroite, ne commençant à se redresser qu'en décembre, sous l'effet de l'actualité positive sur les vaccins et la relance budgétaire. Cette tendance s'est ensuite accélérée en janvier et février, sous l'effet des nouvelles anticipations de mesures de relance budgétaire plus importantes et de la reprise plus rapide, à la suite du changement de majorité au Sénat américain.

Si l'on regarde les chiffres plus en détail, les *spreads* BBB se sont comprimés de manière impressionnante, passant d'un pic de 465 points de base au plus fort de la crise, le 20 mars à 140 points de base fin novembre, pour un rétrécissement total de 325 points de base. Sur cette même

période, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans a légèrement diminué, passant de 96 à 84 points de base, évoluant donc dans une fourchette de négociation très étroite. Par la suite, les *spreads* se sont encore resserrés, mais dans une bien moindre mesure que lors de la phase précédente, passant de 140 à 122 points de base au moment où nous écrivons ces lignes, soit un niveau inférieur à celui d'avant la crise. Au cours de cette dernière phase, les obligations du Trésor américain ont enregistré une hausse significative, le rendement à 10 ans progressant de plus de 40 points de base.

Pour résumer, une période de normalisation des *spreads* a eu lieu avant que les rendements ne commencent à augmenter, les politiques monétaires et budgétaires étant parvenues à écourter ce cycle de crédit, en limitant l'ampleur du pic des *spreads* et en déclenchant une compression très rapide des primes de risque dès le premier mois suivant le début de la crise. Autrement dit, le meilleur du cycle de crédit semble être derrière nous (en termes de resserrement des *spreads* et de surperformance des emprunts d'État) puisque la normalisation des primes de risque de crédit a déjà eu lieu, notamment en ce qui concerne les rendements obligataires. Pour autant, une tendance haussière plus modérée des rendements obligataires pourrait se dessiner à l'avenir, si les banques centrales continuent à maintenir des conditions financières favorables et compte tenu de l'évolution déjà observée sur les marchés obligataires. Par conséquent, même si les valorisations du crédit semblent défavorables à une compression des *spreads* et à une réplique de la corrélation habituelle avec les taux, on

1/ Spreads de crédit vs rendements obligataires au cours du cycle actuel



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Données au 19 février 2021

## THÉMATIQUE

*Les divergences vont probablement affaiblir la corrélation que l'on a généralement observée jusqu'ici entre rendements obligataires et spreads de crédit*

peut également s'attendre à ce que les banques centrales maintiennent leur politique accommodante pour éviter une pentification extrême de la courbe, qui, en définitive, pourrait compromettre la reprise en causant un resserrement des conditions de financement et une plus grande volatilité des marchés financiers. L'héritage de la crise du Covid-19, comme nous l'avons souligné à maintes reprises, est le volume bien plus important de dettes publiques et privées. Mais, une autre particularité de ce cycle très rapide est le démarrage tardif du processus de désendettement des entreprises. Ce dernier point est également lié au succès des politiques monétaires et budgétaires, qui ont permis d'éviter une crise du crédit et de maintenir un flux abondant de crédit vers les entreprises, par le biais, principalement, des marchés des obligations d'entreprises aux États-Unis et par le biais des prêts bancaires dans la zone euro. Le retour à des niveaux d'endettement moins élevés sera facilité par la reprise économique, mais aussi par l'utilisation progressive des énormes réserves de liquidités accumulées pour résister aux effets économiques et financiers de la crise. Ce processus prendra toutefois un certain temps, car les entreprises sont entrées dans la crise avec des niveaux d'endettement déjà relativement élevés par rapport aux normes historiques.

#### **Rendements obligataires et flux d'investissement dans les marchés du crédit**

Dans le passé, la corrélation entre les flux d'investissement et les rendements des produits de crédit a été positive, car les rendements et les flux ont tendance à aller de pair, les hausses soudaines et importantes des taux affectant les rendements des produits de crédit et déclenchant une décollecte. Le niveau, mais aussi la volatilité des rendements obligataires doivent être considérés comme un vecteur potentiel des flux d'investissement des investisseurs, en particulier pour les instruments de crédit à bêta élevé. Compte tenu de cette corrélation et de la forte croissance des fonds destinés aux particuliers au cours des derniers trimestres, le risque d'impact

de la hausse des taux sur les flux est très réel, d'autant que cette fois, la marge de contraction des *spreads* pour compenser la hausse des rendements obligataires semble plus faible, comme nous l'avons déjà souligné. Pour autant, dans notre scénario central, nous tablons sur une hausse des rendements obligataires, mais dans une mesure limitée pour les raisons déjà évoquées tandis que l'attractivité accrue des valorisations absolues pourrait finalement entraîner une demande accrue de la part des investisseurs institutionnels. En outre, nous anticipons une pentification de la courbe des taux, mais avec un ancrage des taux à court terme pour un bon moment du fait des politiques de taux zéro, ce qui en réduirait l'impact et aurait pour effet d'absorber les taux plus élevés sur les segments de crédit de faible durée, comme ceux de catégorie spéculative.

#### **Conclusion**

Dans le contexte macroéconomique actuel, l'évolution des taux n'est qu'un facteur parmi d'autres pouvant influencer l'évolution des *spreads*. Mais, celui-ci ayant eu un impact certain dans les cycles précédents, il convient de s'y intéresser dans la phase de reprise actuelle. De fait, on peut dire que ce cycle de crédit a été nettement raccourci du fait de l'action sans précédent des banques centrales et des mesures de soutien budgétaire considérables, ce qui a finalement entraîné les importantes divergences par rapport aux crises passées décrites dans le présent document. Ces divergences vont probablement affaiblir la corrélation que l'on a généralement observée jusqu'ici. Cependant, même si les valorisations ne semblent pas offrir la marge de compression habituelle et donc le potentiel d'absorption partielle des effets d'une nouvelle hausse des taux, le soutien des mesures de relance monétaire et les évolutions récentes de la fonction de réaction de la politique de la Fed aux facteurs macroéconomiques devraient permettre de contenir toute volatilité excessive non souhaitée des marchés obligataires, afin de maintenir des conditions financières souples.

*Achévé de rédiger le 19 février 2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

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

### AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. ([www.msicibarra.com](http://www.msicibarra.com)). 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](mailto:info@amundi.com).

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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](http://www.amundi.com)

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Nora Carol Photography

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**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**, Stratégiste Recherche Cross Asset

**DELBO' Debora**, Macrostratégiste, Marchés émergents

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

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

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

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HERVE Karine**, Macrostratégiste, Marchés émergents

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

**LEONARDI Michele**, Analyste Cross Asset

**PERRIER Tristan**, Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**STRENTA Aurélien**, Analyste Marchés émergents

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

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**WANE Ibra**, Stratégiste Actions Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit