

2 Marché obligataire aux États-Unis : un cycle de reprise différent !

VALENTINE AINOUIZ, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Quelle est la corrélation historique entre la hausse des rendements obligataires et les spreads de crédit ?

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 augmentation des rendements souverains, tandis que les marchés obligataires commencent habituellement à anticiper une hausse des taux de croissance réelle, une accentuation du risque d'inflation et une modification de l'orientation de la politique monétaire. Le tableau ci-dessous, qui reprend les cycles des quarante dernières années de l'histoire américaine, 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		BBB spread					US 10yr T-note Yield		
Début	Fin	Date spread BBB max.	Spread BBB	Date spread BBB min.	Spread BBB	Ecart (b.p.)	Date spread BBB max.	Date spread BBB min.	Ecart (b.p.)
déc-69	nov-70	déc-70	284	août-73	92	-192	6,39	7,40	101
nov-73	mars-75	févr-75	294	mars-78	101	-193	7,39	8,04	65
janv-80	juil-80	juin-80	282	sept-81	185	-97	9,78	15,32	554
juil-81	nov-82	oct-82	376	mai-84	131	-245	10,91	13,41	250
juil-90	mars-91	janv-91	227	juil-91	163	-64	8,09	8,47	38
mars-01	nov-02	oct-02	273	avr-04	130	-143	4,29	4,35	6
déc-07	juin-09	déc-08	525	avr-10	172	-353	2,20	3,66	146

Il est logique d'observer une corrélation négative entre les spreads et les rendements lors de phases consécutives à une récession : en effet, 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.

Est-ce aussi le cas cette fois-ci ?

Le premier graphique illustre la corrélation entre les rendements souverains et les spreads des obligations d'entreprise notées BBB lors du dernier cycle,

L'essentiel

Dans un cycle traditionnel, les spreads ont tendance à atteindre un pic à la fin des périodes de récession. On assiste ensuite à un resserrement des spreads couplé à une augmentation des rendements souverains : un rebond économique implique une amélioration des indicateurs de crédit via une augmentation des flux de trésorerie. Est-ce le cas cette fois-ci ?

Les *spreads* se sont déjà resserrés rapidement depuis la fin de la crise sous l'impulsion des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Le levier des entreprises américaines a également augmenté notamment pour financer les activités de fusions-acquisitions et de rachats d'actions qui atteignent aujourd'hui les niveaux élevés observés avant la crise. Les dépenses d'investissements sont restées faibles sous l'effet d'une demande atone. Il convient de noter que la croissance de l'économie américaine est restée particulièrement faible depuis la fin de la récession en 2009. Nous tablons donc sur un resserrement des *fed funds* plus graduel que lors des cycles antérieurs : le niveau de *fed funds* sera bas en fin de cycle et celui-ci ne sera pas atteint avant 2018. Un scénario de *bear flattening* pourrait affecter plus lourdement les échéances à court et moyen terme, comme cela s'est produit durant l'été 2014. En résumé, nous privilégions les titres américains de qualité assortis d'échéances à moyen et long terme.



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 augmentation des rendements souverains



avant la crise financière mondiale jusqu'à aujourd'hui. Comme lors des cycles antérieurs, on a constaté la corrélation traditionnelle suivante : les *spreads* ont atteint un pic durant la phase finale de la récession, avant de se resserrer rapidement durant la phase de redressement qui s'en est suivie, sous l'impulsion des mesures non conventionnelles de politique monétaire et budgétaire. Le graphique indique que la phase de redressement post-récession est depuis longtemps révolue et qu'une phase prolongée de normalisation a lieu depuis 2010. Les crises européennes (la crise grecque de 2010 et la crise de la dette souveraine plus étendue de 2011) ont contribué à des phases temporaires de regain d'aversion au risque, durant lesquelles les *spreads* et les obligations ont évolué de manière constante conformément à la corrélation traditionnelle. Une période de normalisation a eu lieu jusqu'à la phase de « tapering », durant laquelle la corrélation traditionnelle s'est maintenue, mais comme la bulle du graphique l'illustre, la marge de resserrement des *spreads* était très limitée lorsque les rendements sont remontés. Autrement dit, le meilleur du cycle de crédit est derrière nous (en termes de resserrement des *spreads* et de surperformance des emprunts d'État) et une normalisation des primes de risque de crédit a déjà eu lieu, notamment en ce qui concerne les rendements obligataires : la corrélation traditionnelle pourrait donc ne plus être la plus probable. En parallèle, la croissance, l'inflation, les anticipations d'inflation et le cycle de resserrement potentiels semblent tous moins extrêmes que lors des cycles antérieurs, ce qui devrait engendrer une hausse plus modérée des rendements obligataires.

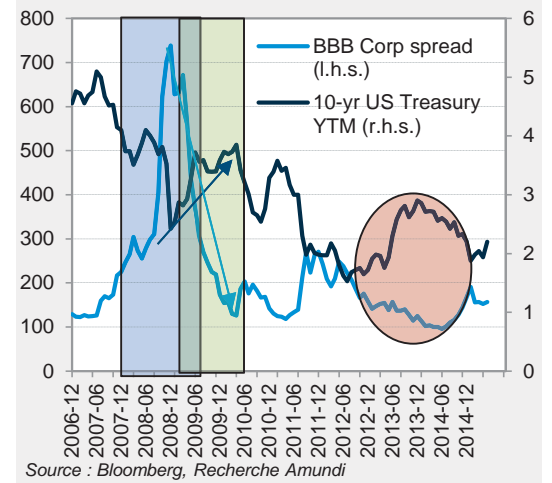
Où en sommes-nous du cycle de resserrement ?

Ces dernières semaines, le FOMC a confirmé un relèvement des *fed funds* dès 2015 mais a exprimé sa volonté d'aller très lentement par la suite. Le communiqué du FOMC n'a été que très peu modifié lors du comité de juin mais il laisse apparaître une certaine confiance sur les perspectives économiques, et notamment sur les perspectives d'inflation, après les premiers signes d'accélération des salaires (ce qui reste largement à confirmer). Toutefois, les membres du FOMC ont abaissé leurs projections de *fed funds* (les « dots ») pour la quatrième fois de suite : la projection médiane est de 0,50/0,75 % fin 2015, 1,50/1,75 % fin 2016 et 2,75/3 % fin 2017.

Il convient d'être très vigilant dans l'interprétation des projections de *fed funds*, les « dots ». Le 5 juin, William Dudley, président de la Fed de New York, expliquait notamment que les membres du FOMC mettraient un intervalle de confiance très large autour de leurs projections si cela était possible. Il est frappant que les dots convergent progressivement vers la règle de Taylor indiquée dans de nombreux discours de membres du FOMC ces derniers mois (voir par exemple « *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives* », Janet Yellen, le 27 mars 2015). Les « dots » sont désormais en ligne avec cette règle de Taylor pour fin 2015 et fin 2016 mais sont encore au-dessus pour fin 2017 (la règle de Taylor indiquerait des *fed funds* à 2 %) : les dots continueront probablement de baisser sur cette échéance. En ce qui concerne 2015, nous tablons sur une seule hausse de *fed funds* en fin d'année. Quoiqu'il en soit, comme Janet Yellen l'a indiqué en conférence de presse, le resserrement des *fed funds* sera très graduel : le niveau de *fed funds* sera bas en fin de cycle et celui-ci ne sera pas atteint avant 2018.

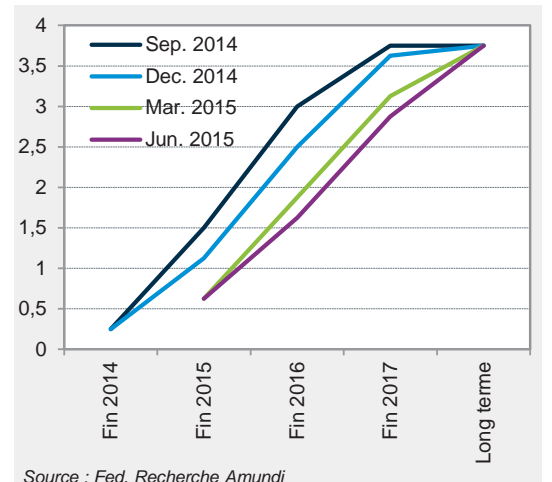
Quelles conséquences pour les taux américains ? Généralement, les périodes de resserrement de politique monétaire sont des périodes d'aplatissement de la courbe des taux. Tout comme le resserrement des *fed funds*, l'aplatissement de la courbe devrait être très graduel sur les trimestres à venir. Les taux longs sont déjà à des niveaux relativement élevés aux États-Unis. En fin de cycle de remontée de *fed funds*, les taux longs se situent généralement aux alentours des *fed funds* : si l'on fait hypothèse comme le taux terminal des *fed funds* sera aux alentours de 2,50 %, il n'y a donc pas beaucoup de marge de remontée pour le taux 10 ans américain. C'est essentiellement la partie courte de la courbe qui remontera. Cela étant dit, il ne faut évidemment pas exclure que les taux longs sursuragissent à la première hausse de taux, tout comme il ne faut pas exclure non plus que la Fed prenne plus de temps pour son cycle de resserrement de *fed funds*.

1 Dernier cycle de crédit: le lien entre les rendements obligataires et les spreads de crédit



“ Les spreads se sont normalisés et se rapprochent déjà de leurs niveaux historiquement tendus ”

2 Projections de fed funds des membres du FOMC



Le cycle de reprise que nous observons depuis fin 2009 est d'un point de vue purement fondamental très particulier

La croissance des profits aux États-Unis depuis la fin de la récession en 2009 a été beaucoup plus poussée par l'amélioration des marges que par la croissance du chiffre d'affaires. Les marges des entreprises américaines ont atteint l'année dernière un plus haut historique, résultat d'une forte compression des coûts notamment salariaux. La progression des salaires est en effet quasi inexistante depuis la fin de la crise. La situation de l'emploi s'est pourtant fortement améliorée. Le nombre d'emplois créés dépasse les 200 000 au cours des douze derniers mois, ramenant le taux de chômage à 5.5 %. Cette dichotomie s'explique par la création d'emplois principalement dans des secteurs où la rémunération est faible (restauration, secteur de la santé) et par un taux d'activité historiquement très bas (63 % fin mai 2015).

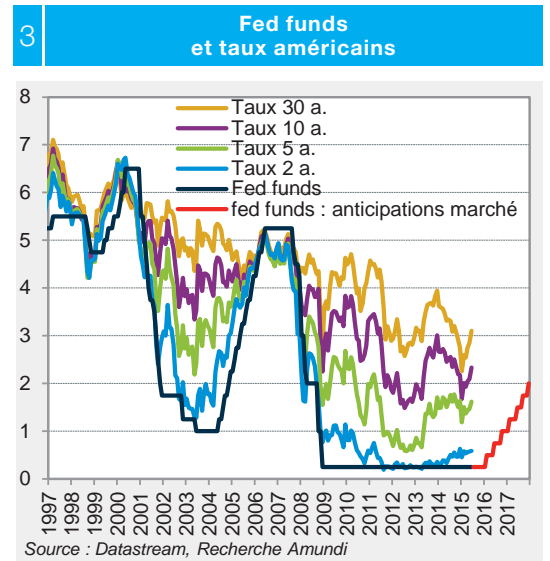
Cette demande atone s'est traduite au cours des dernières années par une faiblesse des dépenses d'investissements. Néanmoins, le levier des entreprises américaines a augmenté au cours des derniers trimestres et se situe aujourd'hui à mi-chemin dans le cycle de réendettement. Les entreprises américaines ont fortement bénéficié de la presque décennie de politique monétaire ultra-accommodante de la Fed. Les montants levés sur les marchés financiers au cours des trois dernières années ont atteint des montants records. Nous ne pouvons que légitimement nous interroger sur l'utilisation des capitaux levés *versus* la faiblesse des dépenses d'investissement. Dans un environnement de croissance faible, les entreprises ont favorisé les opérations de fusions et acquisitions et les opérations de rachats d'actions.

Beaucoup d'indicateurs convergent pour annoncer une accélération prochaine des salaires, accélération qui serait largement cohérente avec une augmentation des *fed funds*. Cette augmentation des salaires permettrait tout d'abord un renforcement de la demande et par la suite une reprise plus prononcée des investissements. Les dirigeants d'entreprise ont besoin de plus de visibilité sur la demande avant de s'engager dans des investissements irréversibles. Il convient de noter que la première hausse des *fed funds* arrive dans un contexte où l'endettement des entreprises est déjà élevé. Les opérations de fusions-acquisitions et de rachats d'actions sont revenus sur des niveaux de hauts de cycle.

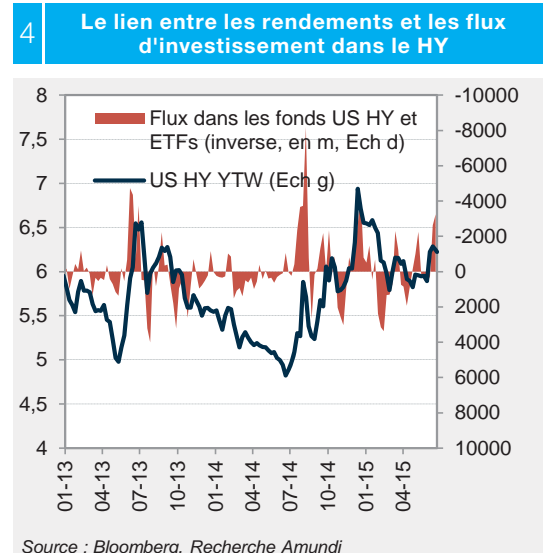
Il n'est pas évident que la première hausse des *fed funds* s'accompagne d'une amélioration des fondamentaux des entreprises comme lors des cycles précédents. Nous ne nous attendons pas non plus à une forte détérioration du levier des entreprises américaines étant donné la faiblesse de la reprise.

Rendements obligataires et flux d'investissement dans le HY

La corrélation ces dernières années entre les flux et les rendements semble plus forte aux États-Unis qu'en Europe: en affectant la performance globale du HY, le relèvement soudain et rapide des taux a eu tendance à déclencher d'importantes décollectes outre-Atlantique. Depuis 2013, et en particulier depuis l'annonce du « tapering », la corrélation entre les flux d'investissement et les rendements obligataires s'est également renforcée. Le graphique 4 confirme qu'au cours de chacune des trois dernières années, la hausse des rendements obligataires a eu tendance à engendrer de vastes décollectes parmi les obligations HY américaines de la part des investisseurs institutionnels. Le niveau mais aussi la volatilité des rendements obligataires sont progressivement devenus des vecteurs de décollecte parmi les instruments de crédit à bêta élevé. Après de nombreuses années de performance positive remarquable, les répercussions négatives soudaines et marquées de la hausse des rendements obligataires sur la performance globale figurent parmi les principaux facteurs à l'origine de cette corrélation. Celle-ci est vouée à demeurer à l'avenir et sera déterminante pour l'évolution future de la pente et du niveau de la courbe des taux. À cet égard, et d'après nos anticipations d'évolution des courbes de taux, un scénario de *bear flattening* pourrait peser plus lourdement sur les échéances à court et moyen terme du marché des obligations HY que sur les échéances plus



“ La corrélation entre les flux et les rendements semble plus solide aux États-Unis ces dernières années ”



éloignées. La comparaison avec les fonds dédiés HY européens est assez éloquente. En Europe, la collecte des fonds d'obligations HY et des ETF a été et reste nettement moins influencée par les rendements et la volatilité, pour deux raisons principales. Le QE de la BCE durera au moins jusqu'en septembre 2016, et la phase du cycle est exactement celle au cours de laquelle les rendements obligataires augmentent de concert avec le resserrement des spreads : en bref, c'est la phase de reprise. Même au cours de la toute dernière période de remontée mondiale des cours obligataires, et contrairement à la tendance constatée aux États-Unis, la hausse soudaine et rapide des rendements du Bund n'a pas engendré de décollecte parmi les fonds HY et les ETF d'Europe.

Conclusion

Un scénario de *bear flattening* pourrait affecter plus lourdement les échéances à court et moyen terme, comme cela s'est produit durant l'été 2014. De ce fait, nous recommandons la prudence à l'égard de ce segment de la courbe de crédit américaine. Compte tenu de ce qui s'est passé ces dernières années, la qualité du crédit est un autre facteur important à prendre en compte à l'heure d'étudier la corrélation avec les flux. En résumé, nous privilégions les titres américains de qualité assortis d'échéances à moyen et long terme.





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

- **Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Markets: Evidence from the BRICS**
JULIEN MOUSSAVI — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Sovereign default in Emerging market countries: A transition model allowing for heterogeneity**
ANNE-CHARLOTTE PARET, *Strategy and Economic Research – Paris* & GILLES DUFRÉNOT – *AMSE, CEPII, Banque de France*
- **The Asset- and Mortgage-backed Securities Market in Europe**
MARIELLE DE JONG, VINH CAM ANH NGUYEN — *Quantitative Research – Paris*,
HUBERT VANNIER — *Gestion d'actifs – Paris*

Discussion Papers Series

- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
SYLVIE DE LAGUICHE — *Recherche Quantitative – Paris*, ÉRIC TAZE BERNARD — *Conseil en Allocations d'Actifs – Paris*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
SIMONE FACCHINATO — *Gestion d'actifs – Milan*, GIANNI POLA — *Recherche Quantitative – Paris*

Spécial Focus

- **Brésil: la fête doit continuer. Mais est-ce possible ?**
KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Brésil: à la croisée des chemins**
NICOLAS DOISY, KARINE HERVÉ — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **ECB: An impressive QE**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*, TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

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 596262615 € - 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 Arturo Di Modica. Photo: Claupeur