

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Janvier 2018

Crédit américain : contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

Crédit américain: contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller



VALENTINE AINOZ
Stratégie Crédit

Achevé de rédiger le 17/01/2018

L'essentiel

Alors que les *spreads* et la volatilité atteignent des plus bas cycliques, à quoi faut-il s'attendre sur le front du crédit américain en 2018? Nous nous trouvons dans la dernière phase du cycle. Notre opinion sur le crédit IG américain est cependant toujours positive, car nous pouvons nous attendre à quelques bonnes surprises. Nous avons plus de réserves concernant le crédit HY, qui ne rémunère pas suffisamment les investisseurs pour le risque pris au niveau des fondamentaux.

À quoi peut-on s'attendre sur le marché des obligations d'entreprise en USD?

En 2017, le crédit en USD a surperformé les bons du Trésor à hauteur de 3,8 % pour le segment Investment grade (IG) et 6,1 % pour les obligations High Yield (HY). Le marché a de nouveau enregistré une performance robuste, soutenue par un rebond synchronisé de l'économie mondiale, la tonalité très accommodante des politiques monétaires et la volatilité historiquement faible.

- L'activité économique mondiale a affiché son redressement le plus net depuis plus de cinq ans, avec des prévisions de croissance révisées à la hausse sur l'ensemble des marchés. À l'exception du Royaume-Uni, toutes les économies développées ont été plus performantes que prévu. La Chine et l'Inde ont enregistré, également, une croissance solide, tandis que le Brésil et la Russie sont sortis de la récession.

1/Prévisions de croissance mondiale



- Dans le même temps, les perspectives mondiales de l'inflation sont demeurées assez modestes, avec des indicateurs d'inflation sous-jacente particulièrement faibles dans les économies développées. Aux États-Unis et dans la zone euro, l'inflation sous-jacente est restée largement inférieure aux objectifs des banques centrales.
- Les banques centrales ont maintenu une politique monétaire très accommodante. Les principales banques centrales ont continué d'accroître leurs bilans et sont demeurées l'un des principaux acheteurs sur le marché des taux.

Les *spreads* (et la volatilité) étant proches de plus bas cycliques, à quoi peut-on s'attendre pour 2018 ?

Plusieurs tendances caractérisent le marché du crédit américain depuis quelques trimestres :

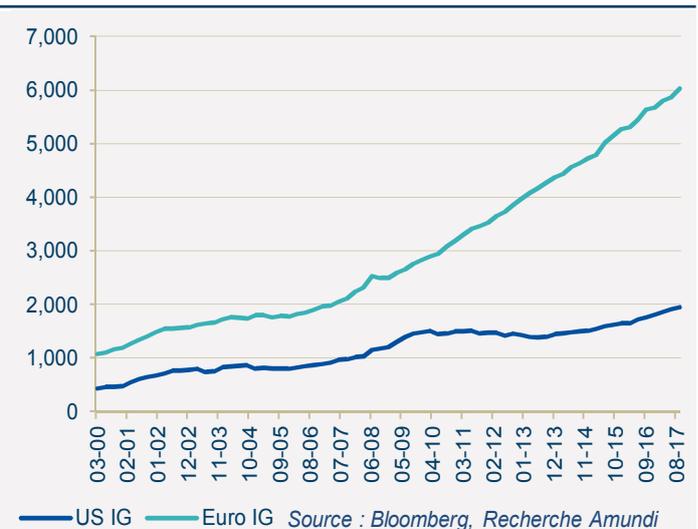
- **Demande soutenue pour les obligations IG.** La demande s'est accrue à un rythme sans précédent ces dernières années. Face à la faiblesse des rendements, la classe d'actifs a séduit les investisseurs étrangers, et le crédit américain a été considéré comme un produit de taux. L'encours d'obligations 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.

« La demande des investisseurs étrangers a été un soutien important pour le marché IG. »

2/Investment Grade – USA Flux mensuels



3/Taille des marchés (valeur faciale, devise locale, en Mds)



- **Offre élevée dans le segment IG.** Les émetteurs américains ont levé des montants records sur le marché IG en USD pour financer principalement des activités de fusions et acquisitions et des opérations de rachats d'actions. La taille de ce marché a quasiment doublé depuis 2008.
- **Offre nette négative pour le segment HY.** La demande est certes limitée, mais l'offre de nouvelles émissions est limitée. Les entreprises préfèrent se financer sur le marché des *loans* pour profiter de l'assouplissement des *Covenants*, et cette tendance devrait se poursuivre en 2018.
- **Forte hausse de l'endettement des entreprises.** La hausse de l'endettement est considérable. Le levier est actuellement élevé, *a fortiori* si l'on considère que l'économie est dans une phase d'expansion. Les pics précédents avaient été enregistrés en phase de récession, dans un contexte de bénéfices très faibles. Dans l'univers IG, le taux de couverture des intérêts par les bénéfices demeure approprié, néanmoins décevant au regard de la faiblesse historique des taux d'intérêt. Cela étant, le nombre d'émetteurs HY affichant de faibles ratios de couverture des intérêts reste important. À l'heure actuelle, un tiers des entreprises semble être dans une situation difficile.

« Un tiers des émetteurs américains HY semble être dans une situation opérationnelle critique. »

- **Baisse du taux de défaut des obligations spéculatives.** Le taux de défaut a atteint un pic à 6 % au 1^{er} trimestre 2017, avant de se replier aux alentours de 3 % fin 2017.

Quel positionnement adopter en 2018 ?

Nous nous trouvons dans la dernière phase du cycle. Cette année, le marché a peu de chances de reproduire une performance aussi solide qu'en 2017. Le potentiel de resserrement des *spreads* est limité. La performance devrait provenir principalement du portage.

Notre opinion sur le crédit IG américain est toujours positive, car nous pouvons attendre quelques bonnes surprises :

- **Des facteurs techniques positivement bien orientés.** Nous pensons que le crédit IG américain continuera de bénéficier des flux des investisseurs étrangers. La hausse des rendements souverains devrait être limitée, si bien que le rendement des obligations IG américaines restera attractif. Parallèlement, nous prévoyons la poursuite du ralentissement de l'offre nette au cours des prochains trimestres. Après le pic de 2015, l'offre nette a légèrement diminué en raison de la baisse des besoins de financement (tassement de l'activité de fusions-acquisitions et des rachats d'actions).
- **Baisse de l'endettement des émetteurs américains.** Récemment, la plupart des entreprises sont parvenues à stabiliser, voire à réduire leur levier financier grâce à (1) la tendance positive de la croissance des bénéficiaires, et (2) une gestion plus prudente, ce qui est assez inhabituel à ce stade du cycle.
- **Impact positif de la réforme fiscale de Donald Trump**, à plusieurs niveaux :
 - # Facteurs techniques. Le rapatriement des liquidités détenues à l'étranger pourrait entraîner une baisse des émissions de crédit IG.
 - # Fondamentaux des entreprises. Il se peut d'abord que l'allègement de la fiscalité ait un impact positif sur les bénéficiaires. Ensuite, la non-déductibilité des intérêts pourrait inciter les entreprises américaines à continuer de réduire leur levier : il deviendra donc beaucoup moins intéressant d'émettre de la dette pour financer des rachats d'actions.

Nous avons plus de réserves concernant le crédit HY américain, et ce pour des raisons liées aux fondamentaux :

- **Un tiers des émetteurs semble aujourd'hui se trouver dans une situation difficile.** La dette des entreprises américaines atteint des plus hauts historiques, et beaucoup affichent de très faibles ratios de couverture des intérêts. Si la croissance ralentit, ces entreprises vont forcément au-devant de difficultés.

« La faiblesse actuelle des taux de défaut s'explique essentiellement par des conditions de financement ultra-accomodantes. »

4/ Conditions financières versus taux des fed funds



- **Nous pensons que le taux de défaut va continuer à décroître l'an prochain jusqu'à des niveaux très modestes** (attendus entre 2,5 % et 3 %). Cette diminution sera due à la persistance de conditions de financement très favorables.
- **Mais la baisse du taux de défaut est déjà anticipée dans les prix du marché.**

Quels sont les risques liés à ce scénario ?

1. Environnement de croissance plus faible :

- **Forte hausse du taux de défaut.** Depuis plusieurs années les conditions de financement sont favorables aux entreprises. Comme nous venons de l'indiquer, ce sont essentiellement ces conditions qui expliquent la faiblesse actuelle du taux de défaut. Sachant que ce scénario pourrait se produire en 2019, il faut garder à l'esprit que le marché anticipera les rétrogradations des notes de solvabilité au moins un an à l'avance.
- **Nette augmentation du nombre d'anges déchus.** Si la note de solvabilité des entreprises reposait uniquement sur le levier, 30 % de l'indice de crédit IG américain serait déjà dans la catégorie HY. Depuis quelques années, le poids des titres BBB s'est nettement renforcé.

2) Hausse des rendements internationaux

- **L'accroissement des rendements souverains pourrait changer la donne.** La faiblesse des rendements souverains confère un grand attrait au crédit IG américain, qui bénéficie dans une large mesure de la demande des investisseurs étrangers.
- **Cette demande pourrait diminuer alors que les besoins de refinancement seront en hausse.** Les entreprises américaines vont en effet devoir refinancer les volumes de dette importants contractés ces dernières années. L'avantage est qu'il n'y aura pas non plus de « mur des échéances », car les émetteurs ont profité des conditions de financement exceptionnelles pour allonger la maturité moyenne de leur dette.

Nous prévoyons une croissance de 2,6 % aux États-Unis en 2018, accompagnée d'une hausse contenue et très progressive de l'inflation. Les injections de liquidité par les banques centrales approchent de leur point d'inflexion mais resteront positives en 2018 malgré la réduction du bilan de la Fed. Les conditions macroéconomiques et de politiques monétaires continueront de soutenir les marchés du crédit en 2018. Le principal risque est une fin abrupte de l'environnement actuel. Une surprise à la hausse de l'inflation pourrait être un élément déclencheur.

« Pas de mur d'échéances mais des besoins de refinancement élevés dans les années à venir. »

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Janvier 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 — baona

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com