



Counterpoint Weekly 11–17 octobre 2021

Le point sur les marchés européens du crédit

Les rendements obligataires progressent sous l'effet du durcissement de la position des banques centrales à travers le monde. La politique monétaire se fait moins accommodante, mais selon nous la partie est loin d'être terminée pour le crédit en Europe.

Lionel Balle

Head of Fixed Income Strategy

Amélie D'Agostini

Fixed Income Strategist

Walter Leering

Fixed Income Strategist

Bill Street

Group Chief Investment Officer

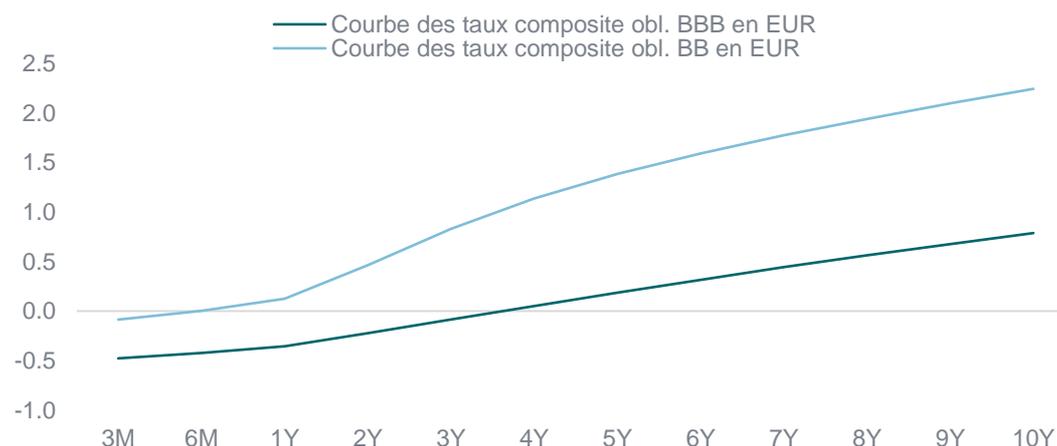
Ce qu'il faut savoir

- En septembre, les rendements ont augmenté au lendemain de la réunion de la Réserve fédérale américaine, durant laquelle son président Jerome Powell a annoncé que le rythme des achats d'actifs pourrait commencer à diminuer dès novembre (ou peu après) et prendre fin au milieu de l'année prochaine. Sur les marchés développés, la banque centrale de Norvège a été la première à relever ses taux.
- Nous continuons de penser que les spreads resteront stables ou qu'ils se creuseront légèrement face à la hausse des taux et au durcissement des politiques des banques centrales, dès lors que les rendements augmentent progressivement et qu'ils témoignent d'un redressement de l'économie.
- En revanche, les niveaux de valorisation sont élevés, ce qui réduit la capacité d'absorption des hausses de taux, notamment en Europe où une grande partie du marché présente un rendement négatif.

Dans l'environnement actuel, le marché européen du crédit soulève de nombreuses questions et plus particulièrement celle des performances que l'on peut espérer de cette classe d'actifs. Si l'on examine les caractéristiques du marché, les obligations notées BBB affichent en moyenne des rendements négatifs pour les échéances allant jusqu'à quatre ans, et six mois pour celles à haut rendement notées BB (figure 1).

Figure 1 : Caractéristiques du marché

Courbes de taux par notation (%)



Source : Bloomberg, Quintet

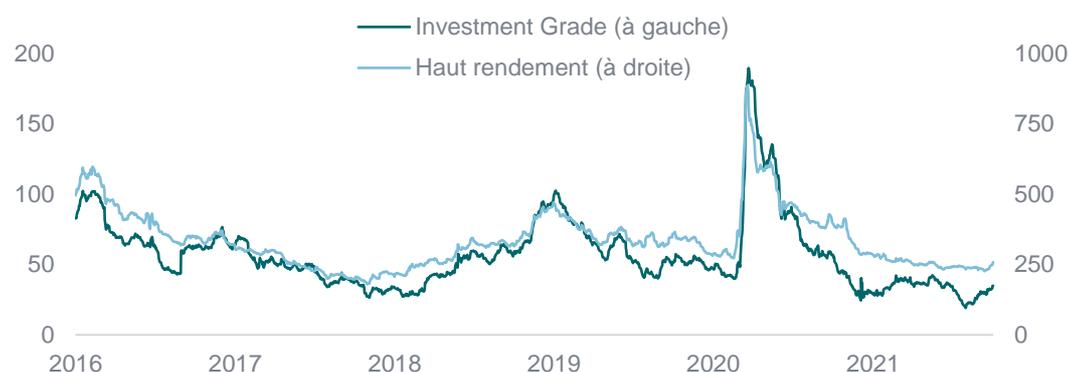
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

À première vue, le marché semble peu attrayant et il est tentant de « surfer sur la courbe » et d'investir dans des échéances plus longues pour profiter de la hausse des rendements. Toutefois, il est probable que les performances futures seront liées à l'évolution des taux ou des spreads. Dans la mesure où la Banque centrale européenne (BCE) devrait selon nous se montrer moins accommodante au cours des prochaines années et où les taux d'intérêt risquent d'augmenter, la contribution positive des taux semble limitée. En outre, les spreads ont atteint un niveau plancher record tant pour les marchés Investment Grade que pour les marchés à haut rendement (figure 2 page 2). Nous avons évalué la contribution supplémentaire potentielle du facteur « spread » et son évolution probable en tenant compte des fondamentaux et des aspects techniques des marchés.

La réouverture des économies à l'issue des nombreux confinements s'est traduite par de solides résultats pour les entreprises au deuxième trimestre

Figure 2 : Planchers record

Spreads des obligations d'entreprises européennes (OAS, obligations au comptant)



Source : Bloomberg, Quintet

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Fondamentaux

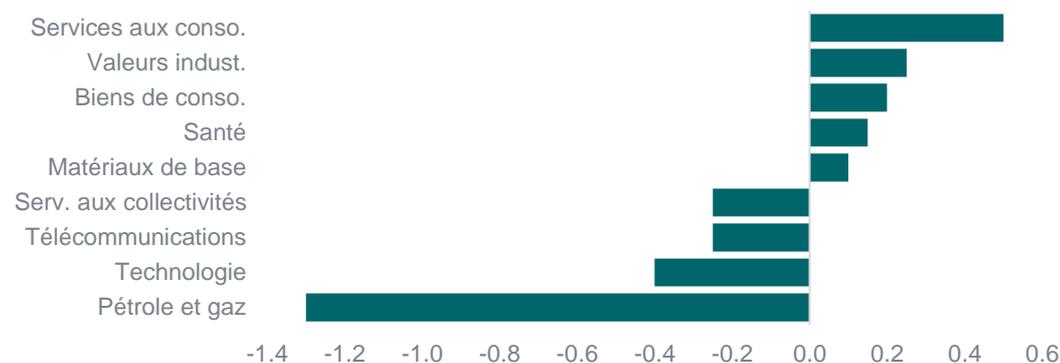
Le resserrement actuel des spreads résulte aussi bien de la quête de rendement que de la vigueur des fondamentaux. La réouverture des économies à l'issue des nombreux confinements s'est traduite par de solides résultats pour les entreprises au deuxième trimestre. Les entreprises ont montré leur dynamisme en affichant de bons profils de rentabilité et de liquidité. Le marché européen des titres Investment Grade a affiché une solide croissance des revenus et de l'EBITDA, non seulement en glissement annuel (à la faveur des faibles chiffres de 2020), mais aussi en comparaison trimestrielle.

Le ratio de couverture des intérêts a lui aussi fortement augmenté, soutenu par les bénéfices et la réduction des charges d'intérêts. Cela confirme la tendance selon laquelle la faiblesse considérable des taux d'intérêt et l'accès à des instruments de financement bon marché ont permis aux entreprises de gérer non seulement leurs risques de liquidité à court terme, mais également leurs besoins de financement les plus structurels. Elles ont ainsi pu refinancer des émissions obligataires à des taux plus bas, parfois proches de zéro.

Le taux d'endettement net a diminué dans la plupart des secteurs de l'univers Investment Grade. Toutefois, ceux qui ont été durement frappés par la crise du Covid pendant une longue période sont plus touchés dans la mesure où la reprise devrait être prolongée (figure 3). Le secteur des services aux consommateurs a vu son taux d'endettement net augmenter, les segments des voyages et des loisirs étant loin du niveau d'activité observé avant la crise. En revanche, le secteur du pétrole et du gaz a directement profité de la vigueur de l'activité économique et de la hausse des prix de l'énergie.

Figure 3 : Variation du taux d'endettement net en Europe par secteur depuis le T4 2020

L'ampleur de cette évolution est due en grande partie à l'exposition à la pandémie de Covid-19



Source : Quintet, J.P. Morgan, S&P Capital IQ

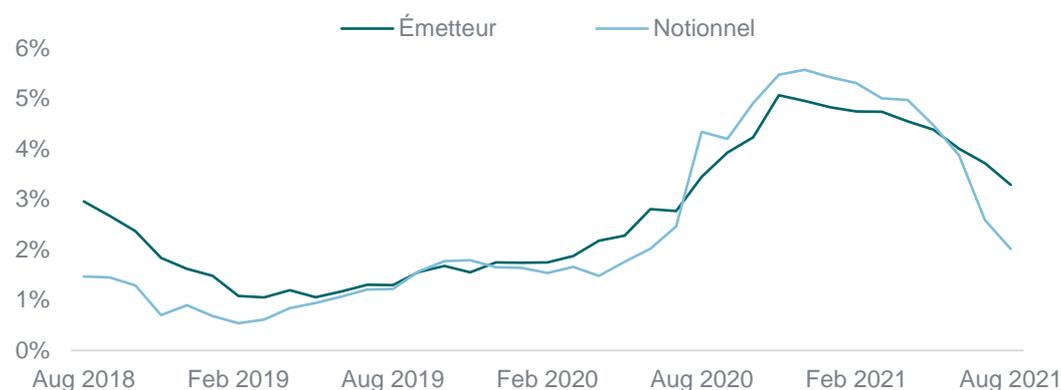
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Le nombre de défaillances d'entreprises dans le monde reste faible en 2021

Sur les marchés européens du haut rendement, l'accès à des financements moins onéreux a également allégé la pression sur les liquidités des entreprises, en particulier pour les notations les plus élevées de l'univers spéculatif et pour les entreprises sans contraintes opérationnelles (contrairement aux secteurs des voyages, des loisirs et de l'automobile). Cela s'est traduit par une baisse des taux de défaut en Europe et par une forte révision à la hausse des notations (figure 4).

Figure 4 : Les taux de défaut sont en baisse

Taux de défaut dans l'univers spéculatif européen sur 12 mois glissants



Source : Quintet, Moody's

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Le nombre de défaillances d'entreprises à l'échelle mondiale reste faible en 2021 et a retrouvé ses niveaux pré-pandémiques au cours de l'été. Ce n'est pas encore le cas pour les marchés européens du crédit, mais la tendance à la baisse est également perceptible. Le taux de défaut moyen pondéré par le nombre d'émetteurs a diminué encore plus rapidement, passant de 2,6 à 2 %. Nous pensons que cette tendance est appelée à se maintenir malgré la dernière série de données macroéconomiques défavorables dans la mesure où le niveau des créances en difficulté (obligations dont les spreads sont inférieurs à 1 000 points de base) n'a jamais été aussi bas.

Indicateurs techniques

Sur le marché européen des obligations d'entreprises, les indicateurs techniques restent favorables, notamment pour le crédit Investment Grade. Les entreprises avaient émis environ 368 milliards d'euros de titres jusqu'à fin septembre, soit environ un tiers de moins que les volumes record de 2020, l'activité ayant été concentrée en début de période durant la phase d'incertitude liée aux retombées du Covid.

Le niveau élevé des bénéfices et la prudence des bilans se traduisent par des soldes de trésorerie importants et donc des besoins de financement relativement faibles dans un avenir proche. Par ailleurs, la BCE reste un gros acheteur sur le marché du crédit. En revanche, la Fed a récemment vendu son portefeuille de 14 milliards de dollars d'obligations d'entreprises.

Sous l'effet combiné des achats nets de la BCE (environ 8 milliards d'euros par mois) et des flux de trésorerie provenant des rachats et des coupons, l'offre devrait rester équilibrée jusqu'à la fin de l'année. Traditionnellement, septembre est un mois marqué par une offre abondante après la pause estivale, mais le volume élevé d'émissions (58 milliards d'euros) n'a pas entraîné de hausse des primes sur les nouvelles émissions, qui sont même devenues légèrement négatives.

À plus long terme, les achats effectués dans le cadre du Programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP) diminueront probablement progressivement l'an prochain, de sorte qu'une réduction d'environ 2 milliards d'euros par mois est possible en 2022. En revanche, la réduction progressive du plus ambitieux programme d'achat d'obligations d'entreprises n'est pas encore à l'ordre du jour.

La situation en termes d'offre et de demande est différente pour les obligations européennes à haut rendement. Le mois de septembre a été le mois le plus chargé depuis le début de l'année, avec un volume d'émission de 14,9 milliards d'euros. Fin septembre, l'offre atteignait 99 milliards d'euros,

Le haut rendement européen présente certains avantages relatifs dans la mesure où, selon nous, les spreads peuvent encore se resserrer dans un contexte économique sain et où le couple offre/demande constitue un puissant moteur

dépassant déjà les volumes des années complètes précédentes. Ce volume d'émission considérable n'a pas eu d'impact sur les spreads, le marché ayant été en mesure de l'absorber.

Les obligations nouvellement émises continuent d'afficher de bonnes performances, ce qui témoigne de l'existence d'une forte demande pour les titres à haut rendement, malgré des niveaux de valorisation relativement faibles (figure 5). L'offre devrait rester élevée et s'orienter davantage vers l'activité de fusion/acquisition. Nous en avons eu confirmation au cours de la première semaine d'octobre, lorsque trois sociétés se sont présentées sur le marché du haut rendement pour financer 7 milliards d'euros de rachats (Brookfield, Iliad Holding et Masmovil Telecom).

Figure 5 : La demande d'obligations d'entreprises reste solide

Émission mensuelle d'obligations d'entreprises européennes à taux fixe (en milliards EUR)

	2019		2020		2021	
	Investment-grade	High yield	Investment-grade	High yield	Investment-grade	High yield
Janvier	47.6	3.5	57.8	12.2	46.9	14.8
Février	42.4	5.1	40.0	9.8	44.1	11.5
Mars	44.8	9.1	60.9	-	63.7	12.4
Avril	32.1	9.4	86.6	1.0	26.9	11.8
Mai	16.8	4.2	82.0	5.5	50.2	11.8
Juin	65.3	3.8	77.7	13.7	45.5	10.7
Juillet	25.7	7.8	25.8	7.8	9.3	8.4
Août	30.6	0.9	9.4	4.3	24.2	2.6
Septembre	69.7	9.4	49.9	12.2	58.0	14.9
Octobre	50.2	9.8	33.2	15.2	-	-
Novembre	58.8	15.0	38.6	7.7	-	-
Décembre	7.9	2.3	8.4	6.7	-	-
Total	491.9	80.3	570.3	96.1	368.8	98.9
Jusqu'à septembre	375.0	53.2	490.1	66.5	368.8	98.9

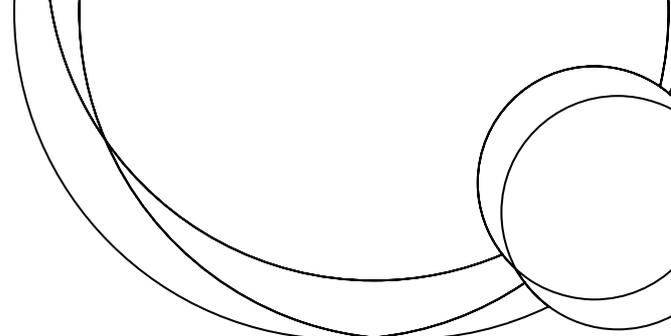
Source : Creditsights, Dealogic, Quintet

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Rachats

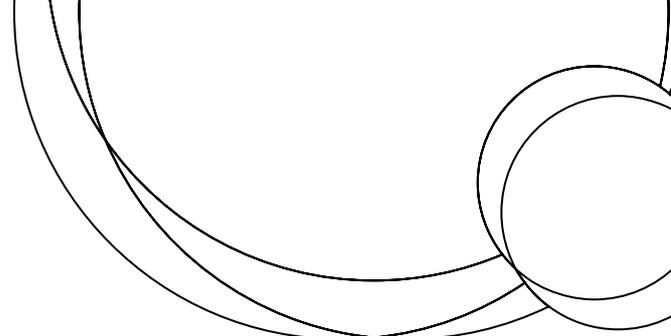
Nous pensons que toutes les données positives liées aux fondamentaux sont déjà prises en compte dans les niveaux de spreads actuels du marché européen du crédit Investment Grade. Les mauvaises nouvelles concernant les entreprises auront probablement trait aux coûts. Bien que les entreprises aient redoublé d'efforts pour gérer les coûts opérationnels au plus fort de la pandémie, tous les regards se tournent désormais vers la pression exercée par la hausse des coûts des intrants (en particulier de l'énergie) et les pénuries de matériaux. L'utilisation des liquidités dans les mois à venir, potentiellement pour des opérations de fusion/acquisition ou pour satisfaire l'appétit des actionnaires, sera également un point déterminant.

Une production importante de flux de trésorerie disponible sur les marchés du crédit est généralement une bonne nouvelle pour le porteur d'obligations qui s'attend à ce que la société émettrice l'utilise pour rembourser sa dette et améliorer ainsi son profil de crédit dans le cadre d'un cercle vertueux. Le lien n'est toutefois pas toujours aussi direct dans la mesure où l'entreprise peut décider d'utiliser ses liquidités de bien d'autres manières. Elle peut par exemple investir en interne dans des matériaux/équipements afin d'augmenter sa productivité et sa rentabilité ou à l'extérieur en rachetant un concurrent ou une entreprise en amont/aval. De telles options entraîneraient de



nouveaux coûts et des niveaux d'endettement stables voire (souvent) plus élevés. Le versement de dividendes aux actionnaires est également un moyen d'utiliser les liquidités disponibles.

En revanche, le haut rendement européen présente certains avantages relatifs dans la mesure où, selon nous, les spreads peuvent encore se resserrer dans un contexte économique sain et où le couple offre/demande constitue un puissant moteur. Nous pensons que le segment du haut rendement reste plus intéressant pour l'investisseur que celui du crédit Investment Grade. Le volume élevé d'émissions devrait selon nous s'accompagner d'une demande soutenue en raison de la quête de rendement des investisseurs. La classe d'actifs devrait être soutenue par de solides fondamentaux et un environnement économique favorable. En cas de hausse modérée des taux d'intérêt, les obligations à haut rendement devraient offrir une meilleure protection en raison de leur portage plus élevé et de leur sensibilité relativement faible aux fluctuations des taux d'intérêt.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 11 octobre 2021 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Tous droits réservés.