

# MARCHÉ DU CRÉDIT : EST ON SUFFISAMMENT RÉMUNÉRÉ POUR LE RISQUE EN PRÉVISION D'UNE RÉCESSION ?



**Stéphane Déo**  
Directeur Stratégie  
Marchés

### DÉTÉRIORATION OUI, MAIS LIMITÉE

La détérioration de l'environnement économique fait craindre une remontée des faillites d'entreprises. Toutefois, notre analyse économique montre que les entreprises restent sur des niveaux de profitabilité élevés. La généralisation de l'inflation à un grand nombre de secteurs se traduit également par une augmentation des chiffres d'affaires des entreprises, comme l'a montré la dernière saison des résultats, et donc des flux de trésorerie importants. Nos modèles suggèrent donc une détérioration des fondamentaux, avec la récession à venir qui semble inévitable, mais dans une mesure limitée car la croissance nominale restera marquée.

Le taux de défaut devrait progresser à horizon un an, nos modèles nous conduisent à anticiper un taux de défaut sur le high yield qui dépasserait 4%, soit au-dessus de la moyenne de long terme plus proche de 3 à 3,5%. On reste toutefois très loin des 19% atteint lors de la crise de 2009-2011. La détérioration projetée des fondamentaux reste donc très raisonnable.

A l'inverse les marchés anticipent un scénario beaucoup plus noir, alors que nous écrivons, les CDS sur le secteur high yield sont supérieurs à 600 pdb, ce qui correspondrait à un taux de défaut stratosphérique de plus de 40% sur cinq ans. Il y a donc, à notre sens, une déconnexion majeure entre le degré de pessimisme extrême des marchés et les fondamentaux qui, s'ils se détériorent, nous conduisent à anticiper une tendance beaucoup moins catastrophique.



**Sanda Molotcov**  
Responsable  
Recherche Crédit

### LE SOUTIEN DE FONDAMENTAUX SOLIDES

Si les conditions économiques sont appelées à se détériorer davantage, nous nous attendons à ce que les fondamentaux de crédit des entreprises continuent de s'éroder, sans que cela soit dramatique pour autant, grâce à des bilans actuels solides.

Les entreprises européennes sont les premières à ressentir les effets négatifs : resserrement rapide des politiques monétaires engendrant la hausse des coûts de (re)financement, prix de l'énergie, vigueur du dollar. Les secteurs exposés aux dépenses discrétionnaires (distribution, automobile) souffriront en premier, ainsi que ceux exposés à la rareté de l'énergie.

Les banques vont progressivement voir l'accroissement des revenus d'intérêt contrebalancé par la dégradation de la qualité des actifs, poussée par la détérioration des situations des ménages et des entreprises. L'assurance-vie devrait probablement profiter le plus de la hausse des taux à condition que les rachats ne s'envolent pas, tandis que l'assurance non-vie et la réassurance devront faire face aux pressions structurelles des risques physiques liés au changement climatique.

A court et moyen terme, nous pensons que la majorité des émetteurs crédit couverts sera à même de faire face aux pressions à venir, même si les risques structurels sont en hausse : la cybermenace accroît le risque systémique, alors que la crise énergétique en Europe illustre la difficulté économique et politique de gérer des prix de l'énergie durablement élevés (également associés aux objectifs de décarbonisation de nos économies).



**Philippe Berthelot**  
Directeur Gestion  
Crédit & monétaire

### 2022 : ANNUS HORRIBILIS, 2023 : ANNUS MIRABILIS ?

Avec des taux de rendement de 4.20% pour l'investment grade et 8.11% pour le high yield, inconnus depuis plus de 10 ans, le crédit en zone euro semble très attractif. Idem de l'autre côté de l'Atlantique avec des rendements de 5.75% et 9.27% pour les catégories éponymes. Beaucoup de mauvaises nouvelles intègrent déjà ces valorisations de visu très bon marché, compte tenu des fondamentaux et des défauts qu'elles infèrent. Il convient de situer ces niveaux dans un contexte de récession proche (estimée vers le T4 2022 / T1 2023), caractéristiques d'un soft landing plus que d'un atterrissage brutal de l'activité économique.

Certes, on ne peut ignorer le « repricing » violent auquel on a assisté avec des performances négatives à 2 chiffres rarement vues depuis 1994 sur l'ensembles des classes obligataires. Cela est dû principalement à une grande volatilité sur les taux d'intérêt, liée à de fortes incertitudes sur les niveaux d'inflation que l'on n'avait pas vus depuis plus de 40 ans. Dorénavant, les banques centrales sont à la manœuvre pour juguler ce risque en montant les taux comme rarement elles l'on fait, tant en vélocité qu'en magnitude. Ces contingences multiples ont amené les titres intégrant des clauses optionnelles comme les contingent convertibles (Cocos), les hybrides corporates et le high yield à être valorisés à maturité et non plus à la première date de calls, ce qui nous paraît excessif dans de nombreux cas. 2022 : annus horribilis, 2023 : annus mirabilis ? Le prochain millésime pourrait se révéler particulièrement savoureux pour les classes d'actifs telles que l'obligataire en général et le crédit en particulier.

## MENTIONS LÉGALES

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un labl ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.  
Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis Investment Managers International

Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros - RCS Paris: 329 450 738 - Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009 - 43 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris - [www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)

