

## 2021, la fin de la crise sanitaire ? Anticiper le monde d'après sur le marché du crédit

Depuis le début de l'année, les marchés doivent faire face à une hausse des taux forte et rapide des 2 côtés de l'Atlantique. Les rendements de crédit, bien qu'historiquement bas, restent bien plus importants que les taux souverains qui sont toujours en territoire négatif, en particulier dans la zone euro.

Le marché avance dans une dynamique où deux forces antagonistes se font face :

- Tout d'abord, les stimuli, qui sont énormes, les marchés espérant une reprise économique. Les banques centrales achètent énormément (La Fed achète plus de 120 milliards de dollars par mois alors que la BCE a annoncé une augmentation du PEPP)
- A l'opposé, les inquiétudes - parfois exagérées - des investisseurs sur une reprise de l'inflation se traduisent par une remontée des taux, accompagnée d'une pentification, où l'investissement à très long terme (20 ans ou 30 ans) souffre plus que celui à très court terme.

Depuis le début de l'année, la hausse du taux américain à 10 ans a augmenté de 77 points de base, tandis que le Bund et l'OAT ont respectivement augmenté de 26 et de 28 points de base.

### Quel est l'impact sur le marché du crédit ?

Le marché du crédit est resté pour le moment relativement immune à cette hausse des taux souverains en Europe, alors que le segment Invest Grade US a souffert *principalement à cause de l'effet taux*.

L'Investment Grade euro et US ont vu leurs spreads se réduire un peu, compensant partiellement la hausse des taux souverains.

Le High Yield, quant à lui, a mieux résisté, bénéficiant d'un coussin de spread plus important et d'une moindre corrélation avec les taux souverains.

La relation de corrélation *négative* entre les taux nominaux et les spreads de crédit BBB remonte à l'après-guerre : Si les taux vont mieux, cela signifie que la croissance est plus forte que prévue, ce qui est bon pour les entreprises, et l'on aura tendance à avoir un rétrécissement des spreads avec un rétablissement des marges. C'est une situation plutôt logique, qui n'est pas non plus linéaire puisque l'on observe des pics, et certaines exceptions comme en 2013, avec un retrait de la liquidité qui peut être rapide. Mais la corrélation est établie.

Le point véritablement important *pour les classes d'actifs risquées* dont le crédit est les taux réels. Ceux-ci ont fortement augmenté aux USA depuis début février. On reste *heureusement en*

*territoire négatif* [le taux réel US 10 ans est à -0.70%], mais l'on observe une remontée violente du taux réel ce qui peut s'avérer problématique car ils sont, eux, corrélés positivement avec les spreads de crédit.

Le véritable enjeu cette année va donc être la remontée des taux réels qui, si elle est trop rapide et trop forte, va être un inconvénient pour les classes d'actifs risquées et les banques centrales [compte tenu des montagnes de dette qui se sont accumulées depuis des années et donc du levier global induit] et s'avérer létale pour la reprise économique.

La Fed a d'ailleurs récemment martelé un discours plus martial sur la pression des prix et sur l'inflation qui ne devrait pas être persistante et majeure. On commence à avoir une inflexion du discours de la banque centrale, même si la reprise économique s'accompagnera quoi qu'il arrive d'une remontée des taux.

### **Quelles sont les opportunités sur le marché ?**

Même si l'on observe une remontée des taux sur le 10ans /Bund/OAT, on a toujours ce « magma » de dette à rendement négatif, composé majoritairement de la dette souveraine japonaise et européenne *mais pas seulement*.

Les opportunités ne semblent pas forcément évidentes de prime abord, notamment à cause de 11 trilliards de dette à rendement négatif, et le crédit Investment Grade ne fait pas exception, puisque l'on constate une forte proportion de rendement négatif sur le crédit IG européen aujourd'hui. 1/3 des émissions d'un indice Investment Grade traitent avec des rendements négatifs, et ces rendements négatifs présentent toujours assez peu d'attrait pour les investisseurs, notamment les investisseurs long terme, qui n'ont pas un attrait naturel et ont même du mal à investir sur ces titres.

Néanmoins, dans les 2/3 de rendement positifs, on trouve des sources de valeur. Avant de présenter en détail ces sources de valeur, il est important de revenir sur un critère qui a pris de l'importance en 2020 et qui est aujourd'hui devenu essentiel pour un investissement dans le crédit : la prise en compte des facteurs ESG.

### **Les critères ESG, un facteur important**

Lorsque l'on regarde les mouvements de spreads par secteur par rapport à leurs niveaux d'avant la crise, on observe que les niveaux de spreads de chaque secteur sont revenus à des niveaux plus serrés que les niveaux pré-Covid, malgré l'impact que la crise a pu avoir sur leurs fondamentaux, notamment grâce aux banques centrales et aux Etats qui ont compensé l'ensemble de ces impacts.

On note néanmoins une exception notable : le secteur du pétrole et du gaz, dont les spreads se sont écartés malgré le rebond du baril qui est revenu à ses niveaux pré-Covid. Cela est dû à

l'impact ESG, qui est clairement devenu matériel en 2020 sur le marché du crédit. Les sociétés du secteur pétrolier ont un problème structurel par rapport aux critères ESG, du fait de leur contribution au réchauffement climatique.

En 2020, ces entreprises ont subi la crise comme les autres, mais n'ont pas su rebondir par rapport aux autres secteurs, puisque l'on a noté un désintérêt, voire un désaveu de la part des investisseurs. Les agences de notation prennent de plus en plus en compte ces critères : S&P a dégradé quatre grands acteurs du secteur, en soulignant notamment la pression qu'exerce l'essor des énergies renouvelables sur ces acteurs et le fait que les investisseurs se détournent de ce secteur.

L'envolée en 2020 des fonds labellisés ISR est une autre preuve de l'importance des critères ESG. Les encours avec le Label ISR ont augmenté de 40%, et l'on compte 500 fonds labellisés ISR en France à la fin de l'année 2020. Ostrum est présent avec 23 fonds labellisés dont un certain nombre de fonds crédit. Ce nombre va continuer de grossir (l'objectif d'Ostrum étant d'obtenir le Label ISR pour 98% de ses fonds d'ici 2022)

Les rendements étant bas, les écartements de spreads sont extrêmement coûteux, et il est donc nécessaire de prendre en compte la matérialité de ces critères ESG avant de faire le moindre investissement sur le marché du crédit.

Pour revenir sur le contexte du marché sur l'univers du crédit Investment Grade, on se rend compte que les niveaux de rendement sont exceptionnellement bas, avec 0,3% de rendement sur la classe d'actifs. Ce n'est pas le plus bas que le marché ait connu puisqu'en décembre 2020, on était à 0,18%. Certes, nous sommes dans un contexte de taux qui sont très bas en absolu, malgré la remontée que l'on peut observer depuis le début de l'année, mais sur les 20 dernières années, la moyenne de rendements sur cette classe d'actifs était à peine inférieure à 3%.

Aujourd'hui, avec 0,3% et une duration qui est supérieure à 5 ans, le breakeven se situe à 6-7 bp. Si l'écartement de spreads est supérieur à cela, la performance sera négative, ce qui laisse un coussin relativement faible. Les rendements sont négatifs sur toutes les maturités inférieures à 3 ans de cette classe d'actifs, ainsi que sur les ratings supérieurs à A+, ce qui laisse deux solutions pour avoir des rendements positifs : Aller plus long sur la courbe de crédit ou descendre dans l'échelle des ratings.

Différentes opportunités s'offrent néanmoins aux investisseurs sur le marché du crédit :

- En termes de timing, le ratio de rendement (qui nous permet de voir à quel point elles rémunèrent mieux) des hybrid corporate est élevé et ce de manière historique (les hybrides rémunèrent en moyenne 3,5x plus que leur équivalent en dette senior), ce qui confirme l'attrait de ce segment
- Les émissions en dollars US présentent un rendement de 1,5% pour l'Investment Grade US par rapport à l'Investment Grade européen. Cela paraît attractif mais la corrélation avec

les rendements du 10 ans US apparaît comme un frein. Dans l'environnement actuel, où les taux vont continuer de monter légèrement à court terme, le timing n'est pas encore idéal pour choisir cette source de diversification.

- Nous préférons donc le BB qui offre le même surplus de rendement avec un bon couple rendement/risque avec le HY, qui offre 1,5% de rendement en plus que le BBB. Le ratio est comparable à celui des hybrides qui est 3 à 4 fois supérieur au rendement du BBB.

Descendre sur l'échelle des ratings nous paraît une meilleure opportunité que d'ajouter de la duration, en raison notamment des taux de défaut, qui restent très bas malgré une légère augmentation en Europe et aux US.

Ostrum utilise deux méthodologies différentes pour calculer le taux de défaut :

- Une méthodologie Bottom-Up réalisée par l'équipe d'analystes, qui consiste à analyser l'ensemble des émetteurs les plus fragiles afin de déterminer quels émetteurs sont susceptibles de faire défaut. Grâce à cette méthode, le taux de défaut est estimé à 2,6% à fin 2021.
- Une méthodologie plus Top-Down, réalisée par les stratégestes, en se basant sur des variables macro (chômage, croissance) et des variables de marché. Cette méthode ne parvient à capter que partiellement les aides gouvernementales massives et des banques centrales (qui ont permis de créer un environnement pour des entreprises qui auraient dû normalement faire défaut et leur permettre de se refinancer), ce qui explique la différence avec la première méthode, puisqu'il est ici estimé à 4,5%.

Selon Ostrum AM, le pic des taux de défaut est derrière nous. Il y a eu une vague massive de *fallen angels* en 2020, mais le rythme devrait fortement se réduire. On note une certaine inertie dans les notations des agences de rating. La quantité d'obligations notées BBB- (avec au moins un outlook négatif), pourrait laisser penser à une nouvelle vague assez importante de downgrade dans la catégorie High Yield : sur les 309 Mds de bonds BBB- en Europe, 109 Mds ont un outlook négatif chez l'une des trois agences Fitch, Moody et S&P. Si cela peut laisser penser que le niveau de *fallen angels* sera aussi important que l'année dernière, ce n'est pas le scénario anticipé par Ostrum AM. Il devrait au contraire y avoir plus de *rising stars* cette année et le début de l'année 2021 semble confirmer cette vue, puisque l'on compte plus de *rising stars* que de *fallen angels* sur le marché du crédit.

### Conclusion :

Le marché du crédit connaît un environnement de taux beaucoup plus versatile que prévu, avec deux forces antagonistes qui s'opposent. Malgré cela, 2021 ne sera pas une année de krach obligataire comme 1994, mais une année où les taux devraient remonter. Le taux US 10 ans devrait monter à 2% alors que le Bund 10 ans ne devrait pas *tellement* bouger, la BCE achète chaque mois des dizaines de milliards de titres et on va être en offre nette négative de papier gouvernemental, la BCE achetant tout sur son passage, ce qui signifie beaucoup moins à craindre en Europe.

Selon nous, les investisseurs doivent être beaucoup plus dynamiques sur la couverture taux des portefeuilles crédit et privilégier ce qui est moins sensible aux taux : les titres plus courts, les fonds de duration plus faibles, les maturités moyennes, les obligations à taux variables comme les ABS [La titrisation performe extrêmement bien depuis le début de l'année, car 95% de ce segment est constitué d'obligataires à taux variables]. Plus les investisseurs vont descendre dans l'échelle de rating, moins ils seront sensibles aux taux : les fonds BB et BBB, les fonds crossover offrent une dose marginale de risque avec un gain en rendement substantiel.

Quant aux segments les plus favorables, le crédit Investment Grade américain [même si couvert en change] offre un rendement appréciable. Dès que les taux US vont commencer à baisser, c'est un segment du crédit qu'il sera intéressant de regarder et vers lequel les investisseurs pourront se tourner.

L'approche ESG est incontournable : on observe de plus en plus d'émissions de green bonds, et de sustainability-linked bonds. Une mutation de la sphère financière est en marche.

### À propos de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management a pour mission de prolonger les engagements de ses clients par l'investissement et de contribuer, à leurs côtés, à assurer les projets de vie, la santé et la retraite des citoyens européens.

Parmi les leaders européens<sup>1</sup> de la gestion institutionnelle, Ostrum Asset Management accompagne ses clients opérant avec des contraintes de passif, en leur proposant une offre duale : la gestion d'actifs, avec son expertise reconnue en gestion obligataire et en gestion assurantielle (actions et obligations); la prestation de services dédiés à l'investissement, avec une plateforme technologique de pointe.

Acteur engagé de longue date dans l'investissement responsable<sup>2</sup>, Ostrum Asset Management gère 448 Mds€ d'encours<sup>3</sup> pour le compte de grands clients institutionnels (assureurs, fonds de pension, mutuelles, entreprises) et administre 581 Mds€ d'encours<sup>3</sup> pour le compte d'investisseurs professionnels, opérant dans le monde entier et sur tous types d'actifs.

Ostrum Asset Management est un affilié de Natixis Investment Managers.

1. IPE Top 500 Asset Managers 2020 a classé Ostrum AM, au 77<sup>e</sup> rang des plus importants gestionnaires d'actifs au 31/12/2019. Les références à un classement ne préjugent pas des résultats futurs de la société de gestion.
2. Ostrum AM est une des premières sociétés de gestion françaises signataire des PRI en 2008. En savoir plus : [www.unpri.org](http://www.unpri.org).
3. Source : Ostrum Asset Management, données consolidées à fin décembre 2020. Les encours administrés incluent les encours d'Ostrum AM. Les prestations de services pour un client donné peuvent porter sur certains services uniquement.

[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

