

● Le thème de la semaine : QE et mutation du marché du crédit

- La BCE a absorbé les trois quarts de l'offre nette de crédit depuis 2016, mais plus de la totalité cette année. Les taux ont donc baissé et l'écrasement de la prime de risque ne peut être justifiée uniquement par les fondamentaux ;
- Cette politique a aussi permis aux entreprises d'augmenter leur position en trésorerie et, paradoxalement, d'améliorer leur bilan ;
- Enfin, on assiste à un changement structurel des sources de financement pour les entreprises non financières.

● La revue des marchés : L'inflation ignorée

- L'inflation américaine accélère à 5,4% en juin
- Jerome Powell maintient son discours accommodant
- Le T-note replonge malgré l'inflation et une émission de 30 ans difficile
- Les actions chahutées par les craintes liées au variant delta

● Le graphique de la semaine

EUR Crédit IG - prime (ASW) - BBB vs. A (pb)



Le crédit investment grade en euros s'est bien comporté cette année, les spreads des indices s'étant resserrés de 9 pb. Les achats de la BCE et le soutien modeste des relèvements de notations ont contribué au rétrécissement des spreads.

En outre, la compression des asset-swap spreads par catégories de notations s'est poursuivie, la prime de BBB par rapport à A ayant encore diminué à seulement 27 pb, un plus bas en 2018.

● Le chiffre de la semaine

400

Source : Ostrum AM

Malgré la réticence des Emirats Arabes Unis, l'OPEP+ a finalement trouvé un accord pour une augmentation de la production pétrolière de 400k barils par jour à partir du mois d'août.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

• **Thème de la semaine**

QE et mutation du marché du crédit

Le QE de la BCE a eu un impact très significatif avec l'absorption d'une partie très conséquente de l'offre nette depuis 5 ans. Cela a permis aux entreprises de traverser la crise, mais aussi a comprimé les primes de risque bien au-delà de ce que les fondamentaux suggèrent. Enfin, le financement des entreprises à lui aussi évolué de manière structurelle.

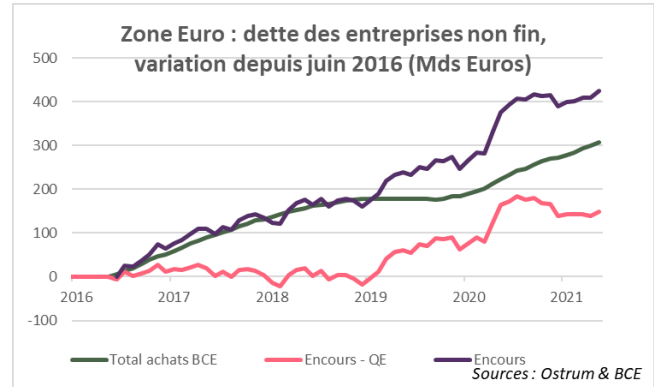
Un impact massif du QE

Le premier point à souligner quant à l'évolution récente du marché du crédit est l'impact très significatif du QE de la BCE.

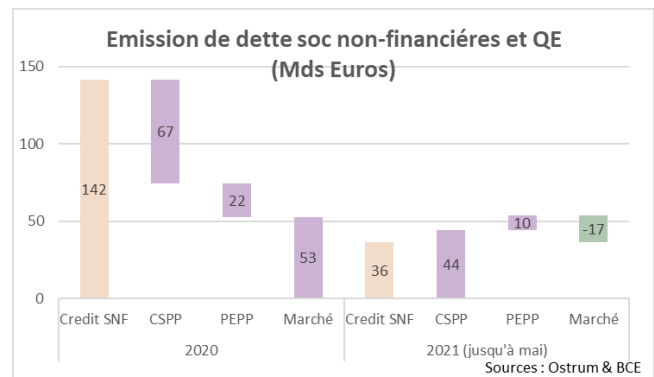
D'après les chiffres de cette dernière, l'encours de crédit émis par les entreprises non-financières sur les marchés européens en mai cette année était de 1 583,8 Mds d'euros. Chiffre en hausse de 424,9 Mds d'euros depuis juin 2016, date du début du QE de la BCE sur le crédit. Sur la même période, la BCE a acheté au total 307,5 Mds d'euros de crédit – les trois quarts des émissions nettes donc.

Pour les investisseurs, il ne reste « que » 100 Mds pour investir, et même moins si on prenait en compte les coupons qui ont été payés sur cette période.

Toutefois, le graphique ci-dessous montre que l'absorption par la BCE est loin d'être constante. Sur la première phase de QE, entre 2016 et fin 2018, le QE est très proche de l'émission nette et donc l'encours de crédit, après prise en compte du QE, est resté quasiment inchangé sur la période. Avec l'arrêt du QE sur la majeure partie de 2019, en revanche, l'encours a donc recommencé à progresser.



L'année dernière a vu des émissions record, un encours en progression de 142 Mds, alors que la BCE achetait 89 Mds, soit les deux tiers. Depuis le début de l'année 2021, toutefois, le rythme des émissions s'est beaucoup ralenti, alors que les achats de la BCE restent soutenus. Résultat : 36 Mds de progression de l'encours contre 54 Mds d'achats de la BCE. Et donc un encours net, après prise en compte du QE, qui se réduit de 17 Mds !

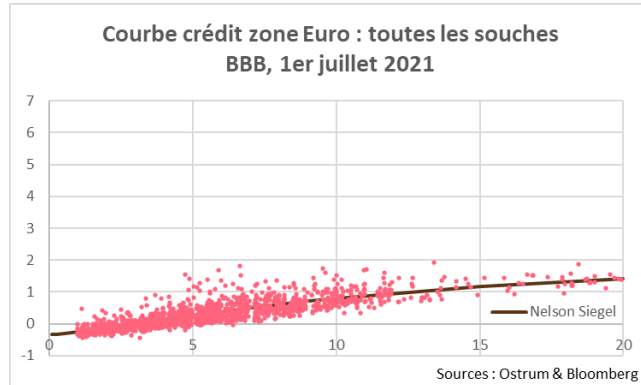
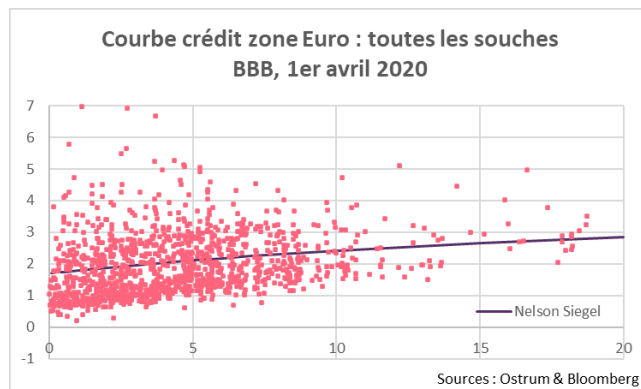


Il faut néanmoins rappeler plusieurs détails à propos de ces chiffres.

- D'un part, les encours donnés concernent uniquement les sociétés non-financières (SNF), et excluent donc les banques qui ont beaucoup émis. Le volume total du crédit en Europe est donc plus dynamique qu'il n'y paraît sur ces chiffres.
- D'autre part, à l'inverse, le crédit payant un coupon, cela constitue des liquidités à réinvestir, et donc la pénurie de papier pour les investisseurs est encore plus importante.
- Enfin, le QE de la BCE ne concerne que les titres IG (pour être éligible au CSPP, la meilleure note des quatre agences pour un titre doit être IG, l'univers recouvre donc l'IG et, de facto, une partie du crossover), même si les chiffres d'encours englobent l'IG et le HY. L'encours de HY a donc progressé, mais celui de l'IG s'est réduit beaucoup plus que ne le suggèrent nos chiffres.

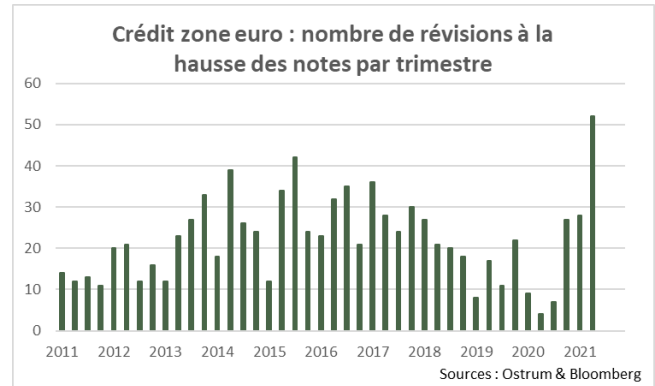
Des taux et des risques beaucoup plus bas

Conséquence de l'action de la BCE, mais aussi, bien évidemment, de la sortie de crise, les taux sur le marché se sont effondrés. Nous prenons pour exemple sur les deux graphiques suivants l'univers BBB du crédit européen. Non seulement la courbe s'est énormément tassée entre avril 2020 et juillet cette année, mais la dispersion très forte au sein de la classe d'actifs s'est aussi beaucoup estompée.



Une grande partie de cet écrasement de la courbe des taux est donc due à la compression des primes de risques liées au QE. Pour un risque équivalent, les investisseurs sont moins rémunérés. C'est un des buts du QE, et ce qui a permis aux entreprises de se financer à des niveaux relativement bas.

Toutefois, la compression est également liée à une baisse du risque fondamental. Le graphique ci-dessous montre le nombre de révisions à la hausse des notations par S&P sur l'ensemble de l'univers crédit européen. Clairement, les derniers mois ont contribué très activement à l'amélioration. À l'heure où nous écrivons, il y a déjà eu 6 révisions à la hausse depuis le début du trimestre, ce qui nous porterait ce rythme à 36, un nombre une fois de plus très élevé.



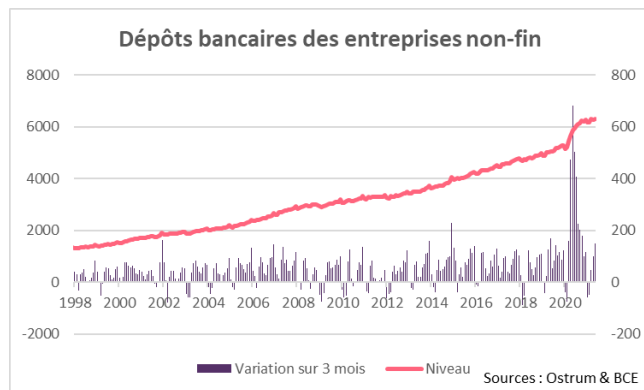
Avec un spread à 280 points de base sur l'indice HY, si l'on fait l'hypothèse d'un taux de recouvrement de 40 %, cela signifie que les spreads permettent d'absorber un taux de défaut de 1,7 %. Notre modèle macro-économique est plus pessimiste avec un pourcentage d'entreprises risquant un défaut proche de 4 %. Mais les entreprises à risque sont plus petites, et donc faire l'hypothèse que, pondéré de la taille des émissions, le taux de défaut sera proche de 2 %, ne semble pas aberrant.

La rémunération de l'investisseur reste toutefois très faible : elle compense à peine le risque de défaut dans des hypothèses favorables et ne compense absolument pas le risque de liquidité. La compression de la prime de risque semble donc difficilement justifiable sur l'unique argument fondamental. La BCE a bel et bien eu un impact significatif, même sur le HY qu'elle n'achète pas directement.

Un niveau de trésorerie confortable

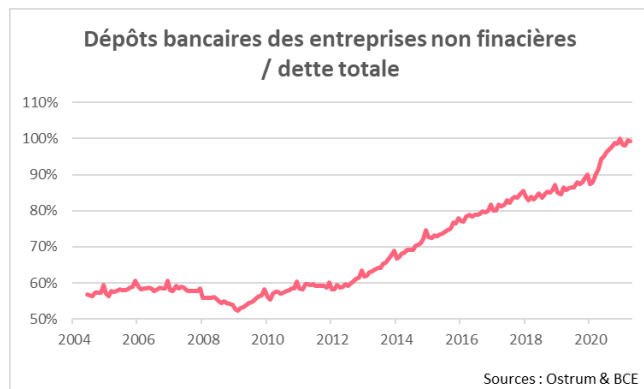
Une autre conséquence du QE a été la facilité des entreprises à émettre de la dette, et donc à renforcer leur trésorerie à titre de précaution durant la crise. De même la politique extrêmement laxiste de la BCE, couplée aux garanties d'État pour les prêts bancaires dans beaucoup de pays, ont permis une progression des ces derniers et aidé les entreprises à améliorer leur position en liquidité.

Le graphique suivant utilise les données de la BCE sur le bilan agrégé des banques. Au passif, nous utilisons le compte « dépôts » pour les sociétés non-financières. Sur la deuxième moitié de la décennie précédente, les dépôts bancaires des SNF progressaient à un rythme assez stable de 5 % à 6 % par an. Ils ont gagné plus de 17 % (soit 882 Mds) sur la première moitié de l'année, et presque 19 % sur l'année.



Il faut, là aussi, ajouter une précision statistique : une partie conséquente des liquidités amassées par les entreprises s'est très probablement retrouvée sur des instruments financiers monétaires. Malheureusement, nous ne disposons pas encore de chiffres précis et suffisamment fiables dans ce domaine. Entre 2015 et 2019, l'encours des fonds monétaires a progressé de 4 % par an en moyenne, mais a gagné 22 % (ou 115 Mds) sur la seule année 2020. S'il n'est pas possible de ventiler ces souscriptions, une partie est forcément le fait des SNF. Le graphique sous-estime donc probablement de manière significative le bond de trésorerie sur la période.

De manière surprenante, la situation bilancielle des SNF s'est donc améliorée. Nous regardons le ratio entre les dépôts bancaires qui, rappelons-le, sous-estiment le niveau de trésorerie total, et le niveau de dette total en prenant la dette bancaire plus l'encours de dette émise sur les marchés. Ce ratio s'est amélioré comme le montre le graphique ci-dessous.



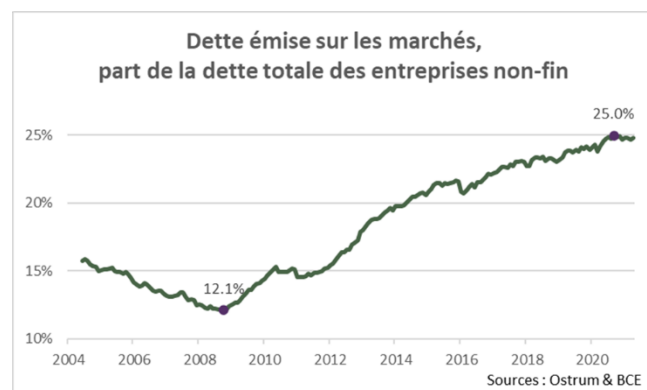
Bien sûr il serait simpliste de conclure que toutes les entreprises européennes sortent de cette crise en meilleure santé, mais il n'en demeure pas moins que la peur d'un endettement excessif doit être relativisée : il est évident que

l'endettement brut a progressé, mais l'endettement net présente un profil beaucoup moins anxiogène.

Source de financement

Le dernier point à souligner est le changement de structure de financement des entreprises. Il y a eu une évolution constante depuis plus d'une décennie, facilitée par le QE, avec un recours croissant aux marchés.

Presque 90 % de la dette des entreprises était de la dette bancaire, en 2009. Depuis, la proportion de la dette de marché a doublé, l'encours de dette de marché ayant progressé de 125 % depuis 2009, alors que la dette bancaire est restée quasiment inchangée. On reste sur des niveaux modestes toutefois par rapport aux États-Unis où environ la moitié de la dette des entreprises provient du marché. Bien sûr, ces chiffres agrégés sont largement tirés par les grandes entreprises, le tissu de PME est plus pléthorique en zone euro qu'aux États-Unis et explique en partie la part prépondérante des prêts bancaires.



Il n'en demeure pas moins que cette évolution est salutaire en ce qu'elle permet de diversifier les sources de financement des entreprises qui sont donc moins tributaires de la santé du système bancaire européen.

Conclusion

Le QE est souvent pensé comme un outil transitoire de la BCE qui permet de faire baisser les taux d'emprunt des entreprises européennes. Les conséquences sont plus pérennes, entre déformation des primes de risque et structure de financement des entreprises.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

L'inflation ignorée

La Fed martèle son message face à la hausse de l'inflation, les actions sous pression en fin de semaine.

L'accélération de l'inflation américaine est indéniable. Mais le rendement du T-note à 10 ans bénéficie du soutien indéfectible de la Réserve Fédérale motivé par le caractère prétendument transitoire de la hausse des prix. Une mauvaise adjudication de bons à 30 ans avait favorisé les vendeurs avant que Jerome Powell ne martèle, une fois encore, son message accommodant. Le 10 ans américain flirte de nouveau avec les 1,30%. Outre quelques accès de volatilité et la pression vendeuse de vendredi, les indices se maintiennent proches de leurs sommets historiques. Le pétrole hésite entre les craintes liées au delta et l'incertitude sur l'offre. La rechute des taux nominaux et le repli du pétrole pèsent logiquement sur l'inflation anticipée. La réunion du 21 juillet à la BCE sera l'occasion de présenter sa revue stratégique et d'envisager la prolongation de l'assouplissement au-delà de l'échéance prévue du PEPP en mars 2022. La promesse des taux bas entretient la stabilité des spreads. Le dollar se renforce contre la plupart des devises à l'exception du dollar néo-zélandais porté par les anticipations de relèvement des taux dès le mois d'août.

La toile de fond économique reste inchangée. La croissance aux Etats-Unis permet un redressement continu du marché du travail mais semble engendrer un surcroît persistant d'inflation. L'indice de surprise d'inflation calculé par Citi se situe en effet au plus haut historique. Les prix à la consommation sont en hausse de 5,4% sur un an en juin. L'indice excluant les prix alimentaires et l'énergie ressort à +4,5%. Les prix à la production ou le coût des importations traduisent toujours les mêmes pressions sur les chaînes de production mondiales. Le coût du fret maritime atteint d'ailleurs des niveaux sans précédents. Le prix des conteneurs fixé à Shanghai a en effet quadruplé depuis juin 2020. Il est peu probable que ces contraintes de production et de chaînes logistiques s'apaisent à court terme alors que la réouverture des économies augmentera le niveau d'activité cet été. Les anticipations d'inflation à court et moyen terme des ménages remontent en juin (4,8% et 2,9% respectivement). Par ailleurs, les ventes de détail ont progressé de 0,6 % au mois de juin, après une chute de 1,7% en mai. La croissance tirée par la consommation finale devrait atteindre 8 à 10% au deuxième trimestre. Cela étant, la Fed semble ne pas vouloir dévier de sa communication. La feuille de route inclut probablement l'annonce du tapering à la fin de l'été. La réduction des achats d'actifs s'étalera ensuite sur un an. Les prix du logement méritent néanmoins l'attention des banquiers centraux. D'autres banques centrales ont déjà engagé une diminution du soutien monétaire. La BoC a ainsi réduit ses achats hebdomadaires à 2 Mrds de C\$. La RBNZ voit en revanche dans la hausse

de l'inflation (1,3% entre mars et juin) les raisons d'anticiper le resserrement monétaire dès le mois d'août. La BoE hésite aussi à engager une réduction du stimulus. A l'inverse, la réunion de la BCE du 21 juillet permettra à Christine Lagarde de présenter la nouvelle stratégie monétaire de l'institution. L'objectif de prix est désormais symétrique autour de 2%. A terme, l'inflation prendra en compte le coût du logement pour les propriétaires. La BCE évoquera aussi l'après-PEPP et dessinera probablement les contours d'un programme d'achat d'actifs pérenne lié à la crise climatique. Le verdissement du CSPP, au-delà de l'augmentation naturelle de l'encours des émissions vertes, semble un nouvel objectif pour l'institution de Francfort. La BoJ, plus prudente sur la croissance en raison de la résurgence de l'épidémie en Asie, interviendra également sur le marché des obligations vertes y compris en devises étrangères, compte tenu de l'encours insuffisant de titres en JPY.

Les surprises successives sur les indices de prix semblent entretenir la tendance à l'aplatissement des courbes de taux. Le 10 ans américain casse brièvement 1,40% mais, outre l'IPC de juin, l'adjudication difficile de 30 ans a engendré un décalage haussier des rendements longs. Les propos de Jerome Powell viendront ensuite caper cette hausse ramenant le T-note à 1,30% en fin de semaine. Le spread 2-10 ans se rétrécit de 6pb en cinq séances, grâce aussi à une rare tension du 2 ans. Les points morts de marché semblent impliquer une certaine confiance des intervenants dans la capacité de la Fed à ramener l'inflation à l'objectif de 2% mais les enquêtes auprès des ménages (CES, UofoMich) s'avèrent plus incertaines. Le swap d'inflation à 10 ans ressort en hausse de 5pb sur la semaine. Le Bund suit la tendance imprimée par le T-note d'autant que la BCE est loin d'envisager la fin du soutien monétaire. L'expiration du PEPP donnera lieu à un nouvel instrument. Le Bund retombe vers -0,35% et le 30 ans (0,14%) accentue encore ce repli. Les swap spreads ont tendance à s'élargir notamment sur les maturités longues. Toutefois, les spreads souverains à 10 ans sont stables autour de 105pb sur le BTP italien et 64pb sur les Bonos.

Le crédit investment grade reste inerte avec des spreads insensibles aux données ou aux craintes sanitaires. L'Euro IG s'échange à 83pb de spread contre la référence sans risque comme son équivalent américain (85bp). Le high yield (297pb contre Bund) reste animé par une thématique de décompression des notations BB par rapport aux B. Ce dernier mouvement de 20pb depuis le début du mois efface le resserrement de juin.

Les actions restent proches de leurs sommets. Cela étant, l'asymétrie des réactions aux communications des entreprises semble laisser peu de place aux déceptions dans un marché évalué à 15,5x les bénéfices de 2022. On enregistre ainsi des décrochages violents sur la cote européenne après des annonces décevantes.

Axel Botte

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	19/07/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.68 %	-1	-2	+2
EUR Bunds 10a	-0.37%	-8	-17	+20
EUR Bunds 2s10s	31 bp	-7	-16	+18
USD Treasuries 2a	0.22 %	-1	-4	+10
USD Treasuries 10a	1.25 %	-12	-19	+34
USD Treasuries 2s10s	103 bp	-11	-15	+24
GBP Gilt 10a	0.6 %	-6	-16	+40
JPY JGB 10a	0.02 %	-2	-4	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	19/07/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
France	34 bp	0	-2	+11
Italie	109 bp	+5	+1	-3
Espagne	66 bp	+2	+1	+4
Inflation Points-morts (10a)	19/07/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR OATi (9a)	131 bp	0	+1	-
USD TIPS	232 bp	-1	+8	+34
GBP Gilt Indexés	346 bp	+3	+2	+46
EUR Indices Crédit	19/07/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
EUR Credit IG OAS	83 bp	+0	+0	-9
EUR Agences OAS	42 bp	+0	+2	+1
EUR Obligations sécurisées OAS	36 bp	+2	+3	+3
EUR High Yield Pan-européen OAS	298 bp	+1	+10	-60
EUR/USD Indices CDS 5a	19/07/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
iTraxx IG	49 bp	+2	+1	+1
iTraxx Crossover	243 bp	+10	+6	+2
CDX IG	50 bp	+2	+0	0
CDX High Yield	287 bp	+10	+6	-7
Marchés émergents	19/07/21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2021 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	350 bp	+2	+20	-2
Devises	19/07/21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
EUR/USD	\$1.178	-0.7	-1.21	-3.68
GBP/USD	\$1.371	-1.26	-1.59	+0.41
USD/JPY	¥109.82	+0.51	+0.32	-5.94
Matières Premières	19/07/21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2021 (\$)
Brent	\$71.7	-\$3.5	-\$1.1	\$20.5
Or	\$1 803.9	-\$1.9	\$20.6	-\$90.5
Indices Actions	19/07/21	-1sem (%)	-1m(%)	2021 (%)
S&P 500	4 327	-0.97	3.86	15.20
EuroStoxx 50	3 949	-3.53	-3.30	11.15
CAC 40	6 324	-3.59	-3.74	13.91
Nikkei 225	27 653	-3.21	-4.53	0.76
Shanghai Composite	3 539	-0.25	0.40	1.90
VIX - Volatilité implicite	20.44	26.41	-1.26	-10.15

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 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

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 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.

Achevé de rédiger le ...19/07/2021

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, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.



www.ostrum.com