

Obligations d'entreprises, sous pression



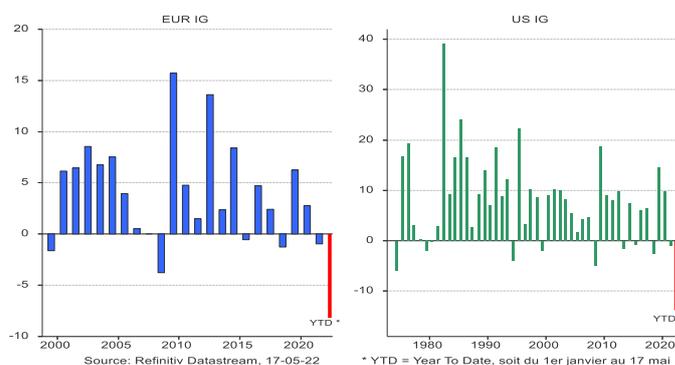
Résumé

- Les performances des obligations d'entreprises sont très mauvaises depuis le début de l'année, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, aussi bien pour les obligations Investment Grade que pour le High Yield.
- Elles ont subi à la fois la remontée des taux sans risque et l'écartement des primes de risque. En conséquence, elles offrent maintenant des rendements bien plus attractifs qu'avant. Pour autant, elles ne sont pas encore bon marché.
- L'environnement macroéconomique se détériore, tout comme les facteurs techniques offre/demande. Les craintes d'une inflation élevée pendant une longue période commencent à s'estomper et à être remplacées par les craintes d'un ralentissement économique.
- Les spreads de crédit pourraient s'écarter davantage, mais pas de manière substantielle, car les fondamentaux des entreprises sont solides et les taux de défaut devraient rester bas.
- Nous sommes Neutres sur le segment du Crédit. Nous préférons être défensifs vu l'environnement macroéconomique actuel et la forte volatilité. Nous privilégions les obligations de qualité, l'Investment Grade par rapport au High Yield, les maturités courtes en Europe, et de courtes à intermédiaires aux États-Unis.

Un début d'année calamiteux

Les performances des obligations d'entreprises sont très mauvaises depuis le début de l'année : -8,3% pour les obligations d'entreprises Investment Grade (IG) européennes au 17 mai, -13,8% pour l'IG américain, -8,1% pour le High Yield (HY) européen et -10,4% pour le HY américain. Ce sont les plus mauvaises performances sur la période du 1er janvier au 17 mai, depuis la création des indices (entre 1973 et 2000 selon les indices), à l'exception du HY européen qui avait baissé de 10,8% du 01/01/2020 au 17/05/2020.

PERFORMANCE ANNUELLE DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES INVESTMENT GRADE



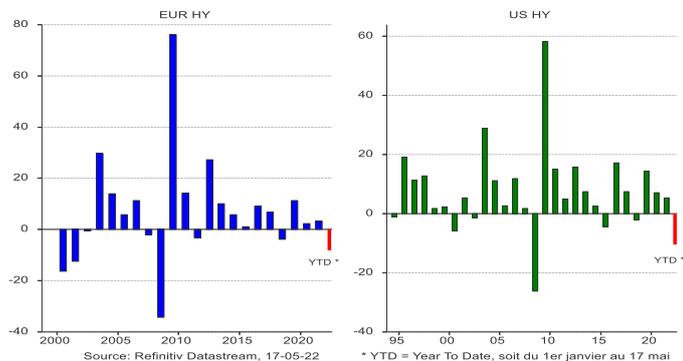
Source: BNP Paribas Wealth Management

Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



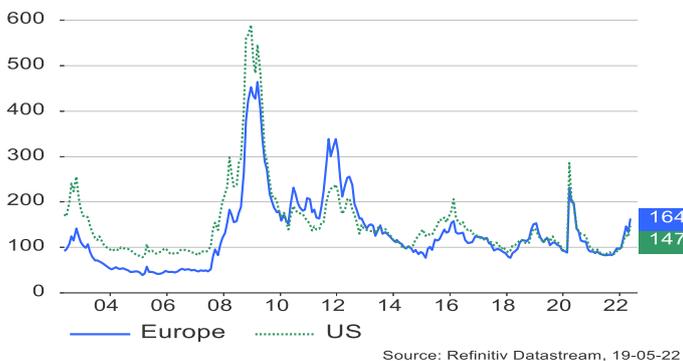
PERFORMANCE ANNUELLE DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HIGH YIELD



Source: BNP Paribas Wealth Management

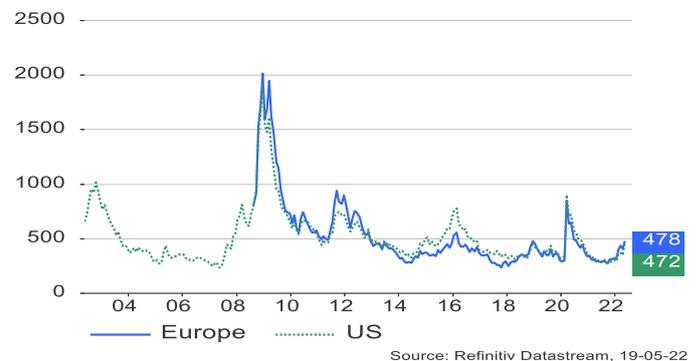
Les obligations d'entreprises ont subi de plein fouet 1/ la violente remontée des taux d'intérêt, le rendement du bund allemand ayant bondi de 124pb (points de base), soit 1,24%, depuis le début de l'année et celui du bon du Trésor américain de 147pb et 2/ l'élargissement des primes de risque (spreads de crédit) de l'ordre de 68pb pour l'IG euro, 50pb pour l'IG US et 165pb pour le HY euro et US.

SPREADS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES INVESTMENT GRADE (EN PB)



Source: BNP Paribas Wealth Management

SPREADS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HIGH YIELD (EN PB)



Source: BNP Paribas Wealth Management

En conséquence, les rendements offerts à maturité sont devenus nettement plus attractifs qu'avant. Le temps où les obligations d'entreprises européennes avaient des rendements négatifs à maturité est presque fini. Les obligations IG offrent des rendements moyens de l'ordre de 2,3% en Europe, 4,5% aux États-Unis, et celles HY, 6,7% en Europe et 7,6% aux États-Unis.

Est-ce le moment d'acheter ?

Valorisations plus attractives

Les valorisations étaient très tendues l'année dernière. Les spreads des obligations d'entreprises sont maintenant revenus proches de leur moyenne de long terme, voire légèrement au-dessus pour les obligations européennes. Le coût du crédit n'est donc plus élevé, mais n'est pas vraiment bon marché pour autant. De plus, d'autres modèles de valorisation, prenant en compte la volatilité et les indicateurs avancés d'activité économique (PMI), suggèrent que les spreads des obligations HY euro et dollar pourraient s'écarter davantage. Cela serait aussi cohérent avec le cycle de crédit.

Cycle de crédit

En effet, les performances et les risques du crédit sont hautement cycliques. Le cycle du crédit est en ce moment à un stade avancé. La phase de reprise est derrière nous et nous sommes maintenant dans une phase d'expansion de fin de cycle. C'est une phase où le crédit devient un actif risqué. Les entreprises s'endettent à nouveau, les politiques monétaires des banques centrales deviennent restrictives et les

investisseurs sont complaisants. La volatilité est grande et les performances passent dans le rouge.

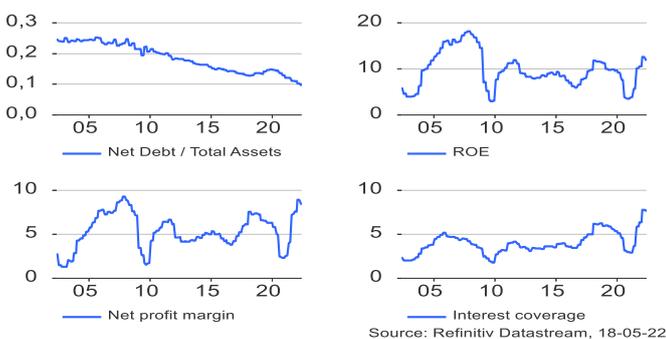
Fondamentaux solides

Les entreprises sont en revanche bien plus solides que par le passé. Elles ont profité de la croissance économique des trimestres précédents pour solidifier leurs bilans, accumuler des réserves de cash, réduire leur endettement et améliorer leur ratio de couverture des intérêts. Elles ont également profité des taux extrêmement bas de l'an dernier pour se refinancer à des conditions très avantageuses et étendre le profil de maturité de leur dette.

La saison des bénéfices du T1 n'est pas encore achevée mais plus des 2/3 des entreprises ont déjà publié leurs résultats. Les bénéfices ont surpris à la hausse en moyenne, mais moins que lors de la saison précédente, aux États-Unis et surtout en Europe. Il est donc probable que la qualité du crédit ait atteint son maximum.

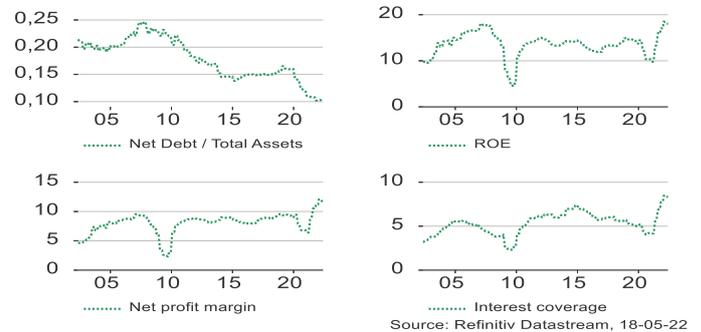
Les entreprises sont cependant mieux armées que dans les cycles précédents pour faire face à la détérioration de l'environnement macroéconomique et des facteurs techniques.

INDICATEURS DE SANTÉ DES ENTREPRISES EUROPÉENNES



Source: BNP Paribas Wealth Management

INDICATEURS DE SANTÉ DES ENTREPRISES AMÉRICAINES



Source: BNP Paribas Wealth Management

Environnement macroéconomique en détérioration

Le risque géopolitique s'est accru avec le conflit Russie-Ukraine. L'inflation est très élevée. Les coûts de production des entreprises sont à la hausse, une partie sera répercutée sur le client final mais une autre partie devra être absorbée dans les marges. De plus, les conditions monétaires (une mesure du coût et de la facilité d'accès au crédit), se durcissent sous l'impulsion des banques centrales et sont maintenant entrées en territoire restrictif aux États-Unis et dans la zone euro.

Facteurs techniques en détérioration

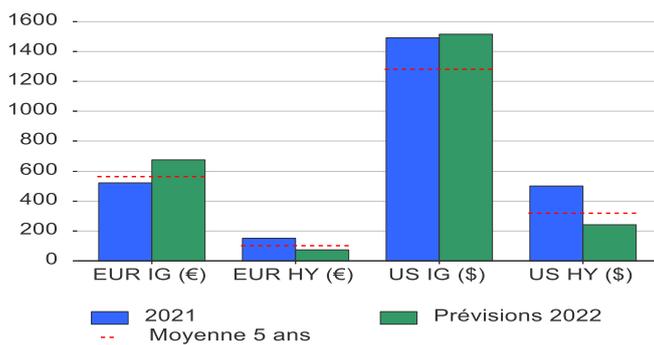
Offre : Les nouvelles émissions devraient rester soutenues pour les émetteurs IG cette année. Nous anticipons un volume d'émissions 2022 en hausse par rapport à l'an dernier (670Mds d'euros en Europe et 1.5trn de dollars aux États-Unis). Dernièrement, les nouvelles offres ont été assorties de décotes intéressantes afin d'attirer les investisseurs et ont, de fait, suscité une forte demande.

En revanche, le marché primaire de la dette High Yield devrait être nettement moins actif que l'an dernier car il est corrélé avec la volatilité et l'appétit pour le risque. De plus, les coûts de refinancement sont beaucoup plus élevés qu'en 2021. Le nombre de nouvelles émissions est très réduit depuis la mi-février, voire quasi inexistant en zone euro. Les entreprises cherchent des fenêtres d'opportunités pour émettre. La moitié du volume d'émissions du mois d'avril s'est faite en l'espace de quatre jours aux États-Unis et environ un tiers des émissions du mois de mars s'est fait en

cinq jours. Nous anticipons une offre obligataire 2022 réduite de moitié par rapport à 2021, avec 72Mds d'euros de nouvelles émissions en Europe et 240Mds aux États-Unis.

Environ un tiers des obligations d'entreprises européennes et américaines, IG et HY, vont arriver à échéance fin 2014. Le « mur de la dette » est donc encore relativement éloigné.

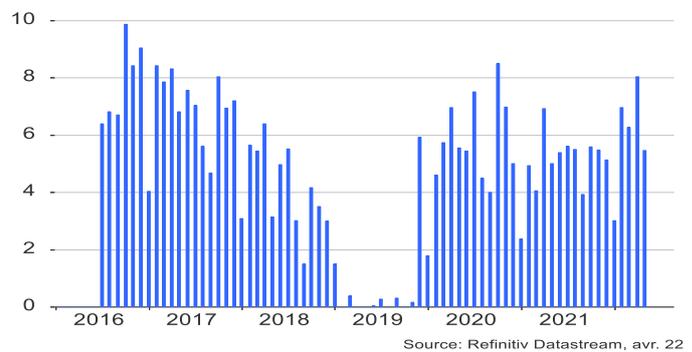
VOLUMES D'ÉMISSIONS DES ENTREPRISES (MDS)



Source: BNP Paribas Wealth Management

Demande : Par rapport à la dynamique de l'offre décrite ci-dessus, la demande devrait ralentir. Les investisseurs de long terme (fonds de pension, assureurs, gérants actif-passif) pourraient être attirés par les rendements plus élevés alors que d'autres investisseurs pourraient redouter l'impact du retrait des banques centrales. La Réserve fédérale américaine devrait impacter le marché du crédit via le resserrement des conditions financières. La BCE aura un impact plus direct vu qu'elle cessera d'acheter des obligations d'entreprises, a priori vers le début du T3. Elle a acheté en moyenne 6,6Mds d'euros d'obligations d'entreprises par mois depuis le début de l'année. Elle a commencé à réduire ses achats, en passant de 8,0Mds en mars à 5,5Mds en avril. Ces derniers mois, elle achetait entre 15% et 20% des nouvelles émissions. Les investisseurs privés devront se substituer à elle.

ACHATS NETS MENSUELS D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISES PAR LA BCE (MDS)



Source: BNP Paribas Wealth Management

Taux de défaut bas

Le probable ralentissement de l'activité économique à venir, couplé à la forte inflation et à des taux de refinancement beaucoup plus élevés, pourrait provoquer des baisses de notes de crédit de certaines entreprises, voire des défauts de paiement pour les plus fragiles.

Notes de crédit : La dynamique de l'amélioration/dégradation des notes de crédit (ratio hausses/baisses de notes des trois agences de notation principales, S&P, Moody's et Fitch) reste très bien orientée pour les obligations d'entreprises IG américaines. Elle l'est aussi, mais dans une moindre mesure, pour les obligations IG européennes. En revanche, la dynamique se dégrade coté HY depuis fin 2021. Cependant, le HY américain enregistre légèrement davantage d'améliorations que de dégradations de notes, mais ce n'est pas le cas pour son homologue européen, où les dégradations de notes ont été plus importantes que les améliorations depuis le début de l'année.

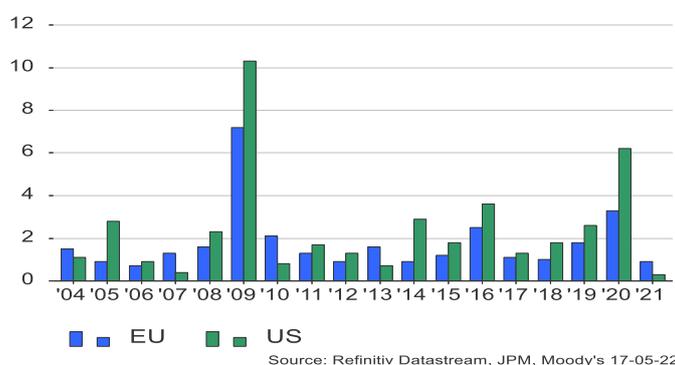
Quant à la migration IG-HY, depuis le début de l'année on dénombre plus de « fallen angels » (entreprises notées IG qui sont déclassées en HY) que de « rising stars » (entreprises HY promues en IG) en Europe. En revanche, c'est l'inverse aux États-Unis.

Taux de défaut : les taux de défaut devraient remonter mais restent à des niveaux extrêmement bas, sous la moyenne historique de 2.2% hors récessions. L'agence de notation Fitch estime qu'ils passeront de 0,7% fin 2021 à 1,5% fin 2022 pour les entreprises HY européennes. Aux États-Unis, ils devraient atteindre 1% fin 2022 et 1 à 1,5% fin 2023, contre 0,5% en 2021. Les taux de défaut devraient être moins élevés aux États-Unis qu'en Europe du fait de

leur moindre exposition à la Russie et à l'Ukraine et aux liquidités abondantes. De plus, la hausse des prix de l'énergie profite davantage au HY américain puisque ce secteur représente 13% de l'indice, contre 2% pour le HY européen.

Paradoxalement, la prime de risque pour les obligations euro HY de très mauvaise qualité (notées CCC) est faible en relatif à la classe d'actifs, par comparaison historique. Les investisseurs semblent assez complaisants par rapport au risque de défaut des obligations CCCs européennes.

TAUX DE DÉFAUT PONDÉRÉS PAR LES MONTANTS NOTIONNELS (%)



Source: BNP Paribas Wealth Management

Les spreads de crédit pourraient s'écarter davantage

Les spreads de crédit se sont écartés massivement depuis les points bas de mi-2021 pour refléter une multitude de risques comme l'inflation, le durcissement des conditions monétaires, les craintes sur la croissance économique, la capacité de la Réserve fédérale américaine à réussir un atterrissage en douceur de l'économie, le risque d'augmentation des taux de défaut, la volatilité... Certains risques nous semblent déjà bien évalués, mais pas tous. La prochaine saison des résultats devrait apporter plus de lumière sur les entreprises capables d'absorber la hausse des coûts de refinancement et celles qui vont être pénalisées par le marché quand elles annonceront des révisions à la baisse de leurs résultats. En somme, les spreads de crédit pourraient s'écarter davantage, mais l'absence d'augmentation substantielle des taux de défaut devrait limiter la hausse.

Notre vue

Nous avons une vue Neutre sur les obligations d'entreprises. Les spreads de crédit pourraient encore s'écarter mais le risque de défaut reste limité. Les ratios « breakeven » sont plus ou moins revenus à leurs moyennes historiques, ce qui suggère que le portage amène à nouveau un certain coussin de sécurité contre l'écartement des spreads.

Nous préférons être défensifs vu l'environnement macroéconomique actuel et la forte volatilité. Nous privilégions des obligations de qualité, et l'Investment Grade par rapport au High Yield.

Nous préférons les obligations à court terme en Europe du fait des risques liés à la politique monétaire de la BCE. En termes de valorisation relative, les obligations à court terme sont aussi moins chères en ce moment par rapport à celles à long terme en comparaison historique. Les rendements à maturité sont de l'ordre de 1,5% pour les obligations avec des maturités entre 1 et 3 ans, et 2,1% pour celles avec des maturités entre 3 et 5 ans.

Aux États-Unis, nous privilégions les obligations à maturité courte et intermédiaire car le supplément de rendement à maturité offert par les obligations plus longues est très faible. De plus, les obligations à court et à moyen terme sont plutôt bon marché en termes de valorisation relative par rapport aux obligations à long terme. Les rendements à maturité sont de 3,6% pour des maturités 1-3 ans, 4,1% pour des maturités 3-5 ans et 4,5% pour des maturités 5-7 ans.

L'ÉQUIPE DÉDIÉE À LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

∨

FRANCE

Edmund SHING

Global Chief Investment Officer

ASIE

Prashant BHAYANI

Chief Investment Officer

Grace TAM

Chief Investment Advisor

∨

BELGIQUE

Philippe GIJSELS

Chief Investment Advisor

Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Equities

Xavier TIMMERMANS

Senior Investment Strategy, PRB

∨

LUXEMBOURG

Guy ERTZ

Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS

Senior Investment Advisor, Fixed Income

CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

© BNP Paribas (2022). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change