



La relance globale des taux longs se précise en 2018

Consensus encore sceptique sur la reprise de l'inflation. La surprise de 2018 pourrait venir des Etats-Unis. Corrélation des marchés de taux. Attention au marché européen. Hausse des taux en Suisse.

Points clés

- Une reprise de l'inflation serait la surprise de l'année aux Etats-Unis
- Hausse des taux longs et aplatissement de la « yield curve »
- La hausse des taux longs se profile aussi en zone euro
- Le marché obligataire britannique ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation
- L'inflation ne décolle pas au Japon, mais les obligations n'offrent toujours pas de perspectives
- Inflation enfin positive en Suisse en 2017 après 5 ans de déflation
- Privilégier les échéances courtes et adopter une position de prudence sur les débiteurs périphériques

Une reprise de l'inflation serait la surprise de l'année aux Etats-Unis

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en décembre (+2.1%) montraient une stabilisation des indices de prix légèrement en dessous de l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice, hors alimentation et énergie, (+1.8%) sur un an était encore en dessous des 2% attendus.

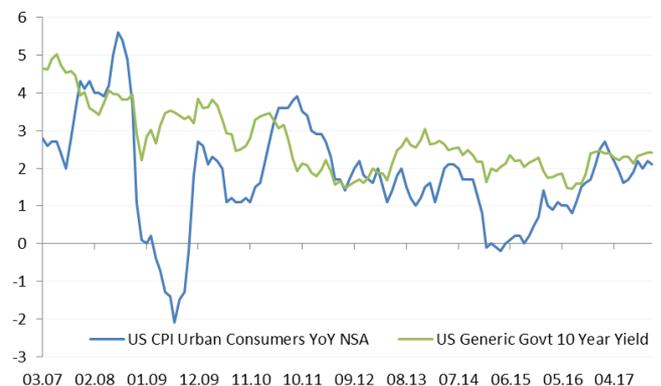
Ceci démontre que l'inflation a clairement eu des difficultés à gagner en dynamique au second semestre 2017, malgré des statistiques indiquant une accélération de la performance économique aux Etats-Unis.

Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que l'appréciation générale des risques de relance inflationniste soit aussi mitigée. Les observateurs sont effectivement en majorité sceptiques, malgré

une inflation attendue sur un an (+2.8%) augmentant sensiblement, selon l'indicateur publié par l'Université du Michigan.

De son côté, la banque centrale ne montre aucun signe d'inquiétude ou d'impatience. Elle relève plutôt que des facteurs temporaires ont, pour l'instant, retenu la hausse des prix. La vigueur de l'économie et un taux de chômage au plus bas depuis seize ans développeront des tensions et des hausses de prix permettant à l'inflation de dépasser les objectifs fixés. Les pressions sur les salaires tardent pourtant à se concrétiser, malgré un marché de l'emploi en constante amélioration.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont encore faibles, alors que le taux de chômage décline régulièrement et touche le niveau historique de 4%, s'approchant de facto certainement du niveau de plein-emploi. La Fed reste pourtant de son côté relativement sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparaît que la courbe de Phillips est, pour l'instant, certainement beaucoup plus plate qu'auparavant. Les prix importés ont bondi de +3.7% sur un an, essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole en novembre. Cette tendance devrait

encore se poursuivre en 2018 avec le renforcement conjoncturel. Les prévisions pour l'évolution de l'inflation anticipée progressent en fin d'année et atteignent +2.7% sur un an et +2.4% sur un horizon temps de 5 à 10 ans. Les pressions inflationnistes ont été limitées en 2017, principalement liées à des facteurs externes.

Aux Etats-Unis, comme dans la plupart des économies, la progression de l'inflation a effectivement été induite par la hausse des cours du brut enclenchée en 2016, développant ainsi des effets jusqu'en 2017. L'année 2017 restera, en fait, celle du succès des politiques menées par les banques centrales pour stopper la déflation et tirer l'inflation vers les objectifs qu'elles s'étaient fixés de 2% en règle générale. L'inflation a donc retrouvé un niveau « normal » alors que l'emploi s'améliore et les tensions dans le marché du travail ne sont pas encore apparues.

L'année 2018 pourrait bien être celle des surprises sous l'impulsion de facteurs agissant de concert. En effet, le contexte macro-économique devrait être propice à de nouvelles négociations salariales et à des tensions également sur les cours des matières premières, soutenant une hausse des prix à la production et à la consommation.

Hausse des taux longs et aplatissement de la « yield curve »

Un retour de l'inflation dans un contexte économique robuste devrait rapidement conduire, ces prochains mois, à de nouveaux ajustements de taux nominaux à long terme. Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains devraient être les premiers à relancer la tendance. Nous relevions déjà, il y a quelques mois, que la correction de 2.6% à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor, observée jusqu'à la fin de l'été, n'était pas du tout compatible avec nos anticipations d'accélération de l'activité économique dans la zone de +3% de croissance et d'une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed. Nous estimions alors qu'il était très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année 2017, puis en 2018 ensuite.

Celle-ci s'est matérialisée par une hausse de 2.1% à 2.5% sur les taux à dix ans au 31 décembre et devrait se poursuivre dans les prochains mois.

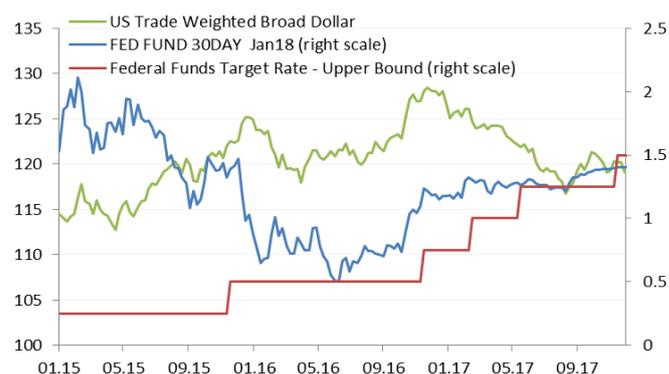
Les taux longs sont donc à nouveau proches de leurs sommets atteints en mars et dans la partie haute de la bande de fluctuation de l'année 2017. Au premier semestre 2018, la confirmation de données économiques solides devrait, en effet, être accompagnée d'une hausse des cours du brut et des matières

premières susceptibles de provoquer de nouveaux ajustements de valorisation dans les marchés de taux.

La dernière réunion de la Réserve fédérale a été l'occasion d'une nouvelle hausse attendue des taux directeurs à 1.5%. Le nouveau président Jerome Powell entrera en fonction, après la prochaine réunion de janvier, sans risque de modification significative de la politique annoncée. La politique de normalisation du bilan restera très modérée, pour ne pas dire imperceptible. Parallèlement, l'objectif de taux directeurs (Fed Funds) progressera certainement pour atteindre 2% à 2.25% en 2018. L'analyse de la situation conjoncturelle et de l'état de l'économie américaine est restée relativement inchangée en décembre pour les membres du FOMC.

Nous estimons que la plupart des échéances devraient subir un ajustement global de 0.5% au cours des prochains mois qui pousseront les taux à dix ans du Trésor au-dessus de 3%.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

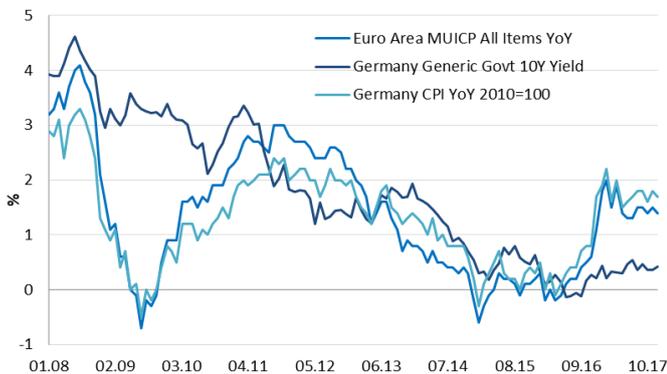
La hausse des taux longs se profile aussi en zone euro

La hausse des taux longs est encore, pour le moment, totalement bridée par le maintien du statu quo de la politique monétaire de la BCE. La position développée par Mario Draghi de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations, jusqu'en septembre 2018 et même au-delà, agit comme un frein à toute velléité de vouloir ajuster le niveau des taux longs à l'évolution des données fondamentales et macroéconomiques. Par ailleurs, comme l'évolution de l'inflation ne montre pas de signe clair d'emballlement, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est pas criante.

L'inflation se stabilise, en effet, autour de +1.5% depuis plusieurs mois, après une nette reprise de 0% à 2% constatée entre juin 2016 et février 2017. La hausse de l'euro est un facteur sans doute clé dans cette évolution

récente, comme l'a été la stabilisation des cours de l'énergie avant sa dernière progression de 42\$ à 60\$.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

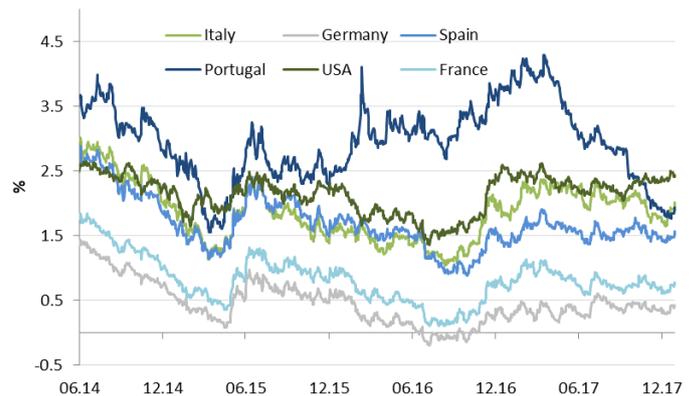
Il est certainement encore trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi, trop éloigné pour l'instant de son point de friction, pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'objectif de la BCE de ramener l'inflation à 2% sera certainement difficile à réaliser, même si la banque centrale poursuit sa politique monétaire accommodante en 2018, en particulier si l'euro s'avère durablement plus fort. L'évolution des coûts salariaux est effectivement lente et le taux de chômage dans la zone euro, malgré son déclin sensible, reste à un niveau absolu encore élevé.

Sans accélération de l'inflation et des perspectives de hausse des prix, les taux longs peuvent rester, encore un temps, influencés par l'action de la BCE. L'évolution des taux longs est désormais de plus en plus contenue dans une zone de valorisation étroite de moins de 20 points de base pour les taux à 10 ans du gouvernement allemand qui termineront l'année proche de 0.3%. Un retour de l'inflation au-dessus de +2% ne nous semble pourtant pas une condition indispensable pour soutenir une prochaine hausse des taux d'intérêt à long terme en euro.

Les taux européens devraient certainement suivre une tendance haussière provoquée par la normalisation de la politique américaine et la relance des taux longs aux Etats-Unis. Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Si le premier trimestre devrait encore être caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est probable, selon nous, qu'on assiste enfin à un net changement de perception des risques des investisseurs par la suite.

Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire le risque obligataire en euro.

Taux à 10 ans - Gouvernement (en %)



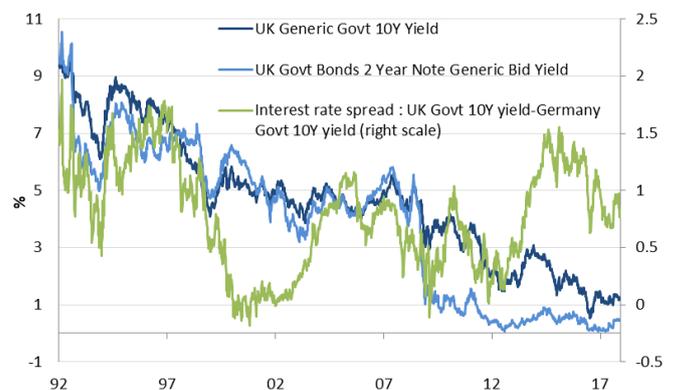
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché obligataire britannique ne peut rester indifférent à la reprise de l'inflation

L'inflation progresse doucement mais sûrement au Royaume-Uni. En novembre, l'indice des prix à la consommation a doublé en douze mois pour atteindre +3.1%. L'indice CPI avait touché son plus bas en avril 2015 à -0.1%. La reprise est significative et plus nettement encore lorsque l'on observe l'évolution de l'indice des prix à la production sur la même période. Nous maintenons notre prévision d'une progression de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres et celle-ci pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020. Il est étonnant, dans ce contexte de hausse généralisée des prix, que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements des anticipations. En effet, malgré la hausse des prix, les rendements exigés sur la dette gouvernementale britannique ont plutôt suivi l'évolution des marchés obligataires internationaux et ne reflètent que peu la hausse de l'inflation domestique.

Les rendements réels en livre sterling sont donc relativement stables et déclinent même légèrement de 1.4% en octobre à 1.3% à fin novembre.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

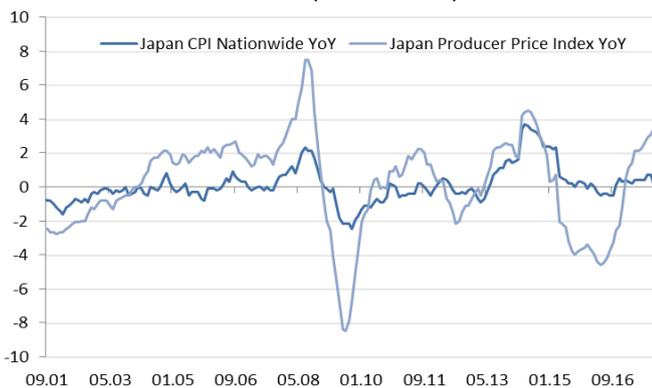


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Obligations japonaises sans perspectives

La reprise des indices de prix s'essouffle déjà et l'indice CPI national replonge de +0.7% à +0.2% en octobre. L'inflation est donc à nouveau loin de l'objectif de la BOJ. Un nouvel affaiblissement du yen semble toujours la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix. Le changement de situation, sur le plan de l'inflation, est encore un phénomène trop récent et de trop faible amplitude pour avoir un impact notable sur les taux d'intérêt. Le tassement de la croissance et des perspectives réduites pour 2018 ne contribuent pas à l'amélioration des prévisions pour les indices de prix. La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. Elle n'a pas modifié son analyse des conditions économiques et poursuit sa politique monétaire de taux bas et d'injections monétaires. Elle espère toujours que la conjoncture japonaise sera suffisante pour permettre une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité. L'objectif de taux à court terme reste inchangé (-0.1%), comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%.

Inflation (CPI et PPI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La corrélation observée avec les mouvements de taux longs impliquera un léger changement de définition des objectifs et la BoJ considérera sans doute le taux de 0% comme la limite basse de son objectif. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, laquelle devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nipponne. Le marché obligataire japonais n'offre toujours aucune perspectives.

Inflation enfin positive en Suisse en 2017 après 5 ans de déflation

L'inflation a désormais dépassé 0.8% en Suisse; elle devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc en 2018 et soutenir ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. La bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signe immédiat de panique, avant de s'intensifier. La « yield curve » en Suisse est restée relativement stable en 2017, mais nous estimons que ce phénomène ne se reproduira pas en 2018. L'absence d'action rapide de la BNS devrait, en effet, maintenir les taux courts en zone négative, tandis que, sous l'influence des hausses de taux longs dans la plupart des marchés et de l'affaiblissement du franc, les taux longs devraient déjà se tendre en Suisse. La hausse de l'euro permettra aussi à la Banque nationale suisse d'envisager un changement de politique monétaire, mais nous n'anticipons pas un mouvement très rapide de celle-ci qui restera pendant un temps en mode « wait and see ».

Les taux directeurs ne devraient pas rapidement s'ajuster, mais les anticipations d'un changement de politique pourraient déjà être de nature à pousser les taux longs à la hausse au cours des prochains mois.

Privilégier la qualité et les maturités courtes.

Privilégier les échéances courtes, prudence sur les débiteurs périphériques

L'année 2018 sera donc celle du rebond attendu des taux d'intérêt et probablement aussi celle de l'élargissement des « spreads » de crédit. La prudence va être déterminante pour éviter des moins-values conséquentes lors du changement de paradigme. Le rendement à court terme de la dette grecque est désormais inférieur à celui du Trésor américain. La performance de la dette périphérique européenne sera certainement décevante. Globalement, les primes de risques devraient augmenter en 2018 avec le rebond des taux d'intérêt. Nous privilégions les obligations de qualité en dollars américain, canadien, australien au détriment des obligations en euro et en yen.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informel et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T +41225959611 F +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch