

## Marchés obligataires encore peu influencés par les taux US à 3%

Hausse de l'inflation anticipée aux USA. Attention à la corrélation des marchés de taux. Le cycle européen hésite encore. Les rendements de la Confédération s'installent enfin au-dessus de zéro.

### Points-clés

- Taux à dix ans du Trésor US au-dessus de 3%
- Hausse graduelle de l'inflation anticipée
- Renversement du cycle de taux longs engagé en zone euro
- Taux longs britanniques à 2%
- De trop faibles signes de renforcement de l'inflation au Japon
- Privilégier les échéances courtes et adopter une position de prudence sur les débiteurs périphériques
- Début de la normalisation des taux longs suisses
- La pentification de la courbe des taux se poursuit
- L'inflation atteint son plus haut niveau depuis mars 2011
- Privilégier la qualité et les maturités courtes

### Taux longs du Trésor US au-dessus de 3%

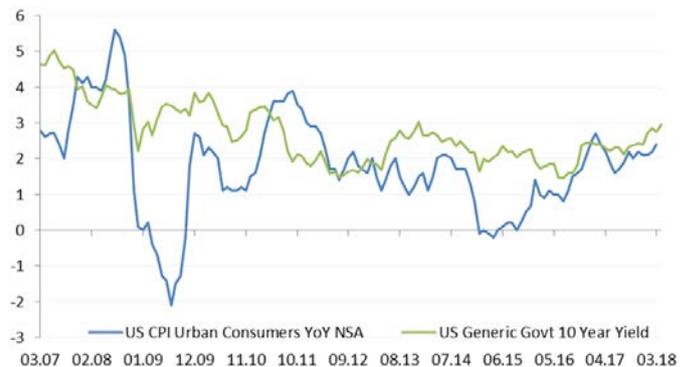
Un retour de l'inflation, dans un contexte économique robuste, devrait rapidement conduire ces prochains mois à de nouveaux ajustements de taux nominaux à long terme. Après quelques trimestres de stabilisation, les taux longs américains ont été les premiers à relancer la tendance. Nous relevions, il y a quelques mois déjà, que la correction à 2.1% des taux à 10 ans du Trésor n'était pas compatible avec une activité économique soutenue et une normalisation de la politique monétaire régulière de la Fed.

Entre-temps, nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées, mais dans un contexte de renforcement conjoncturel probable. Toutefois, si nous estimons encore que les taux longs devraient pouvoir dépasser à terme le niveau de 3%, il est tout à fait probable qu'à plus court

terme la volatilité, qui s'exprime sur les marchés actions ainsi que les risques de déception en matière de croissance dans les prochains mois, puissent provoquer une période de consolidation des taux légèrement en dessous de ce chiffre.

Le risque d'une accélération de la hausse des taux en 2018 s'est pour l'instant temporairement estompé; les perspectives nouvelles pour 2019 auront tendance à confirmer les inquiétudes soulevées en février.

### Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Hausse graduelle de l'inflation anticipée

Les derniers chiffres publiés pour l'inflation en mars de 2.4% dépassent désormais l'objectif de +2% de la Réserve fédérale. La hausse de l'indice, hors alimentation et énergie (+2.1%) sur un an, dépassant légèrement l'objectif de 2%, l'objectif est donc atteint et devrait graduellement être dépassé durablement. La dynamique de hausse reste modeste, en début d'année, mais les indicateurs avancés et la situation du marché de l'emploi semblent toujours suggérer un renforcement de la tendance au cours des prochains mois. L'inflation attendue, sur un an, a plus nettement progressé que les chiffres mensuels publiés, puisqu'elle s'établit à +2.7%. A plus long terme, l'inflation

anticipée à 5-10 ans est aussi plus élevée que celle observée et se situe à +2.5%. Une accélération de cette tendance ne pourra se matérialiser sans une hausse des salaires, qui tarde pourtant à se concrétiser, malgré un marché du travail proche du plein emploi. Contrairement à la théorie, les pressions inflationnistes sont, en effet, encore faibles, bien que le taux de chômage se stabilise à 4.1%.

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.

Lors de sa dernière réunion, la réserve fédérale s'est montrée plus confiante que jamais dans les perspectives de croissance américaine et a relevé ses prévisions de croissance pour 2018 de +2.5% à +2.7% ainsi que celles pour 2019 de +2.1% à +2.4%. Dans son analyse des conditions actuelles, elle relève une baisse temporaire de la dynamique au premier trimestre qui ne remet pas en question sa vision pour l'ensemble de l'année. La clé de l'analyse reste centrée sur les conditions du marché du travail qui continuent de montrer une progression des nouveaux emplois et une diminution du taux de chômage. Celui-ci pourrait encore glisser à 3.8% en 2018 et même à 3.6% en 2019.

**La vision de la Fed pour l'inflation reste inchangée en mai. Une hausse au-dessus de l'objectif de 2% de l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures) semble probable en 2018, sans pour autant qu'il existe un risque manifeste de dépassement rapide et significatif de cet objectif.**

## Renversement du cycle de taux longs engagé en zone euro

Dans la zone euro, la hausse des taux longs est encore, pour le moment, limitée par deux facteurs essentiels : l'inflation et la politique monétaire. La position de la BCE de maintenir le statu quo de sa politique monétaire et de poursuivre la stratégie d'achat d'obligations agit encore comme un frein aux ajustements qui devraient naturellement être opérés, dans le contexte actuel de croissance économique solide. Le second facteur, l'inflation, ne permet pas non plus de hausse des taux longs, en raison de sa récente faiblesse.

**Ce dernier élément est fondamental car, en l'absence d'inflation, la nécessité d'ajuster le niveau des taux d'intérêt n'est de loin pas urgente. L'inflation a, en effet, décliné régulièrement depuis**

**le top du 1er trimestre 2017 (2%) et n'est désormais plus que de +1.3 sur un an (avril).**

**L'affaiblissement de l'euro contre le dollar sera certainement le facteur principal autorisant de nouvelles anticipations inflationnistes plus vigoureuses et, ultérieurement, une hausse des taux longs.**

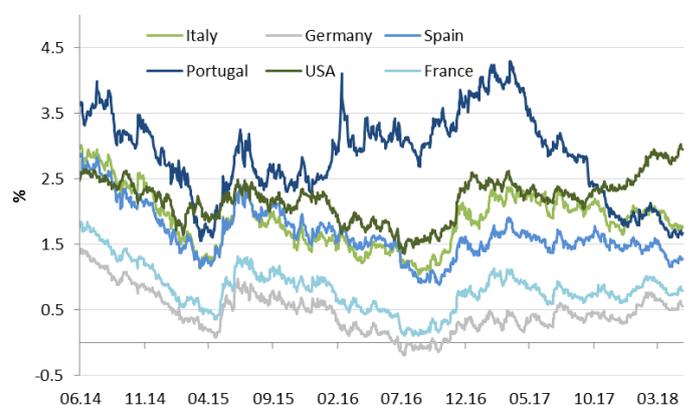
Il est certainement encore trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi, encore trop éloigné pour l'instant de son point de friction, pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'objectif de la BCE de ramener l'inflation à 2% sera certainement difficile à réaliser, même si la banque centrale poursuit sa politique monétaire accommodante en 2018 et, 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. Cependant, l'inflation devrait remonter progressivement vers 1.7% d'ici la fin de l'année.

### Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Taux à 10 ans - Gouvernement (en %)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Toutefois, l'évolution des taux longs en zone euro ne devrait pas pouvoir s'affranchir de la tendance haussière provoquée par la normalisation de la**

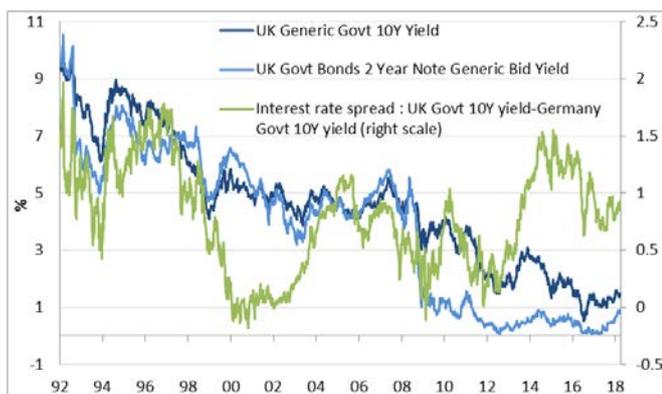
## politique américaine et la relance des taux longs aux Etats-Unis.

Le différentiel de taux longs nous semble de moins en moins justifié, en raison du rattrapage de croissance opéré par l'économie européenne. Après un premier trimestre encore caractérisé par une certaine stabilité des taux longs, il est au contraire probable, à notre avis, que l'on assiste ensuite, enfin, à un net changement de perception des risques des investisseurs. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire très sensiblement le risque obligataire en euros.

## Taux longs britanniques à 2%

La Bank of England a publié les attentes d'inflation pour un an (+2.9%) et cinq ans (+3.5%) qui suggèrent une hausse des anticipations. L'inflation s'est toutefois un peu stabilisée au cours des derniers mois et s'affiche à 2.5% en mars sur un an. Les tensions ne se sont pas intensifiées ; les prix à la production ont même glissé de +19.3% à +4.2% en douze mois. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres.

### Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Il peut sembler étonnant que les taux d'intérêt à long terme ne subissent pas plus d'ajustements dans ce contexte. Pourtant, le marché obligataire britannique devrait prochainement être un peu plus affecté par les fondamentaux domestiques et l'approche de la date fatidique du 29 mars 2019.

La hausse des rendements à dix ans, annoncée dans notre dernière stratégie de placement, a atteint 1.6% avant de se stabiliser au-dessus de 1.4%, mais ces niveaux nous semblent encore insuffisants dans le contexte présent et devraient atteindre 2%.

## De trop faibles signes de renforcement de l'inflation au Japon

La reprise des indices de prix s'essouffait en fin d'année 2017, mais elle pourrait bien désormais, à nouveau, s'intensifier au premier semestre malgré comme le suggère la hausse du CPI de +1.1% en mars après la progression de +1.5% en février. Un nouvel affaiblissement du yen semble toujours être la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix, mais désormais les tensions sur le marché du travail pourraient enfin agir sur les salaires et les prix. En effet, le taux de chômage a chuté en mars janvier à 2.5%. La BoJ pourrait donc prochainement espérer voir, enfin, ses prévisions se concrétiser, mais on est encore loin de l'objectif de 2% annoncé. La baisse du yen reste un facteur essentiel pour soutenir la croissance des profits des entreprises et favoriser la progression des salaires.

**Dans ce contexte, le marché obligataire japonais n'offre toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.**

## Privilégier les échéances courtes et adopter une position de prudence sur les débiteurs périphériques

L'année 2018 a donc débuté dans un contexte macro-économique solide, sur le plan international, par de nouvelles tensions sur les taux longs et le rebond attendu des taux d'intérêt dans la plupart des pays.

Par ailleurs, on devrait assister au cours des prochains trimestres à un élargissement des « spreads » de crédit. La prudence va donc être déterminante pour éviter des moins-values conséquentes pendant ce changement de paradigme.

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.

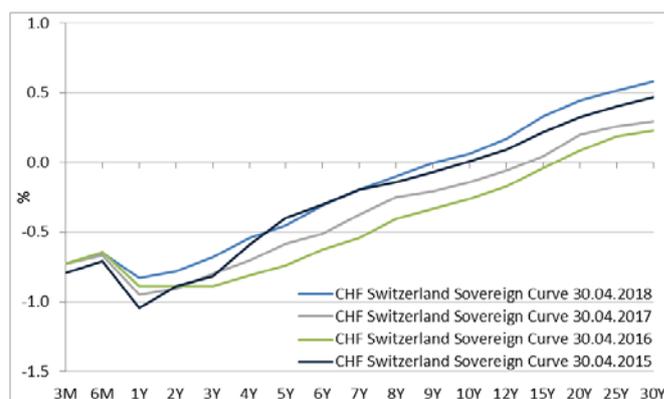
Nous privilégions les obligations de qualité en dollars américain, canadien, australien au détriment des obligations en euro et en yen.

## Début de la normalisation des taux longs suisses

L'année écoulée a plutôt été une période de consolidation horizontale pendant laquelle les marchés obligataires suisses n'ont pas enregistré de performance, mais n'ont pas non plus vécu l'éclatement de la bulle spéculative tant

annoncé depuis plusieurs années. Cette situation ne durera certainement pas en 2018. On observe déjà un premier mouvement de taux longs significatif qui se met en place depuis quelques semaines et qui a enfin porté les taux longs de la Confédération au-dessus du niveau de zéro. En quelques semaines seulement, les taux longs ont ainsi bondi de 40 points de base et semblent désormais clairement sur une nouvelle dynamique haussière durable mais lente. La hausse des taux longs en Suisse de ce début d'année annonce une accélération du processus de normalisation des taux d'intérêt dans notre pays. Ce mouvement de hausse observé sur les taux à dix ans n'est évidemment pas isolé et s'est en fait produit sur l'ensemble de la courbe de taux.

### Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### La pentification de la courbe des taux se poursuit

La politique monétaire de la BNS, qui maintient son taux directeur négatif, influence toujours la partie très courte de la courbe de taux suisse et retient toute hausse des rendements sur cette partie extrême. Depuis le début de cette première phase d'ajustement (30/06/2016), les maturités courtes ont logiquement peu réagi, alors que les échéances plus longues progressaient de 70 points de base entre 7 et 12 ans. Au-delà, la correction des niveaux de rendement atteignait même 80 points de base pour les maturités de 15 ans. La pentification de la courbe de taux, que nous évoquions dans nos précédentes analyses, est donc désormais en marche et devrait s'intensifier en 2018. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération n'a pas vraiment évolué, mais il est tout de même un peu plus élevé (0.53%) qu'au 30 juin 2016 (0.4%) lorsqu'il était à son plus bas niveau. Cette tendance devrait se poursuivre en 2018, en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE. Le rendement des obligations à dix ans de la Confédération était de 0.18%, à l'annonce de l'abandon du taux plancher de 1.20. Ce même rendement a touché 0.15% le 25 avril 2018, lorsque le taux de change euro/chf touchait le niveau de 1.20.

### L'inflation atteint son plus haut niveau depuis mars 2011

L'inflation en Suisse a enregistré l'une des plus fortes progressions mensuelles en février (+0.4%), depuis 2011, et s'établit désormais à +0.6% sur un an. Cette tendance devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc. Elle soutiendra ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. Nous annonçons que la bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signes immédiats de panique, avant de s'intensifier; nous estimons aujourd'hui que cette nouvelle phase a débuté.

### Privilégier la qualité et les maturités courtes

Les taux d'intérêt réels négatifs devraient être temporaires et se corriger progressivement, à mesure de la hausse des taux longs au-dessus du niveau d'inflation. Ils resteront néanmoins négatifs en 2018 et préfigureront encore une prochaine correction de valorisation des marchés obligataires. Nous privilégions la qualité et les maturités courtes.

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 informatif 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 Sigismond Thalberg 2  
1201 Genève - Suisse  
T +41225959611 F +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch