



Les marchés de taux profitent du retour des incertitudes

Détente temporaire sur les marchés obligataires internationaux. Corrélations toujours élevées entre les principaux marchés. Inflation encore modérée. Eviter la zone euro et le high yield.

Points clés

L'incertitude profite largement aux marchés de taux en octobre

Difficile de résister à l'attrait du marché américain

Tensions prochaines sur les taux longs en zone euro

Ajustement des taux longs au Royaume-Uni

Toujours pas de perspectives au Japon

Favoriser le marché américain au détriment de la zone euro et éviter le High Yield

L'incertitude profite largement aux marchés de taux en octobre

Le retour marqué des incertitudes en octobre a largement profité aux marchés de taux, lesquels peuvent bénéficier depuis quelques semaines d'un regain d'intérêt des investisseurs. Après la hausse rapide des rendements du Trésor américain à dix ans au-dessus de 3%, dans le sillage de la dernière décision de politique monétaire de la Fed, les taux longs ont effectivement pu se détendre un peu aux Etats-Unis. Ainsi, les rendements à dix ans ont glissé de leur sommet atteint en octobre à 3.25% pour revenir à un niveau proche de 3%. Cette nouvelle détente temporaire des taux longs s'est également produite dans d'autres marchés ; les taux du Bund allemand ont, en effet, également cédé 0.25%, alors que les rendements du Trésor britannique chutaient de 1.7% à 1.4%. La tendance était moins marquée en Suisse, avec un déclin limité à 0.15%.

Les craintes d'un ralentissement conjoncturel en 2019, consécutif à la mise en place de nouvelles barrières douanières imposées par le président américain Donald Trump, sont en partie responsables de ces mouvements. En ce qui concerne le marché américain, l'évolution des fondamentaux économiques reste positive, malgré la montée des incertitudes et des prévisions un peu plus prudentes pour 2019. Les rendements en dollar restent, dans ce contexte de fin d'année, l'une des meilleures opportunités d'investissement en placements à revenus fixes.

Difficile de résister à l'attrait du marché US

La croissance exceptionnelle du PIB de +4.2% au 2^{ème} trimestre avait semé le doute sur l'évolution de la politique monétaire pour les prochains trimestres. Jusqu'à la dernière hausse de 0.25% des taux directeurs, la banque centrale américaine maintenait que sa politique restait accommodante. Lors de sa dernière décision annoncée à la fin septembre, elle a pourtant souhaité donner un nouveau signal, en évitant de qualifier l'état actuel de sa politique monétaire. Ainsi, la Fed annonce toujours plus clairement que le processus de normalisation est plus largement engagé et que, désormais, le niveau des taux directeurs s'approche davantage du taux normal correspondant au contexte de croissance actuelle. Les autorités monétaires semblaient encore engagées à piloter la politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours, afin de ne pas raviver les inquiétudes d'une action excessive. La Réserve fédérale avait relevé une nouvelle fois ses perspectives de croissance pour le PIB américain de +2.8% à +3.1% en 2018 et de +2.4% à +2.5% pour 2019, sans pour autant modifier de manière notable son appréciation de la situation économique présente

et future. La croissance américaine était toujours jugée comme forte, ce qui a été confirmé ensuite par la publication des chiffres du 3^{ème} trimestre faisant état d'une progression de +3.5% du PIB. La situation est similaire en ce qui concerne l'inflation ; l'appréciation de la Fed était inchangée et les données récentes suggèrent une stabilisation au-delà de 2.5%. Selon la Fed, la vigueur du marché du travail ne devrait pas développer d'effets majeurs sur l'inflation, qui est maintenant considérée comme proche de l'objectif. Parallèlement, les attentes inflationnistes ont aussi légèrement diminué de +3% à +2.8% sur un an. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans s'est stabilisée à +2.6%. Le taux d'utilisation des capacités de production reste élevé (78.4%), tandis que le chômage tombe à 3.7%, son probable niveau de quasi plein-emploi. Une prochaine poussée de l'inflation devrait, à notre avis, être soutenue ultérieurement par des tensions attendues dans le marché du travail. Celles-ci tardent pourtant à se concrétiser, malgré un marché proche du plein-emploi. Ainsi, l'accélération du taux de salaire horaire, en hausse de +3.1% en octobre, sème quelque peu le trouble également et replace, de notre point de vue, les risques de surprise à la hausse pour l'inflation.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées et nous estimons, aujourd'hui, que ceux-ci devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau. L'inflation, principal catalyseur probable de la hausse, est insuffisante pour provoquer une nouvelle phase de progression des taux à dix ans, pour l'instant. Cependant, à un peu plus long terme, la hausse des déficits budgétaires pourrait contribuer à la hausse des taux longs. Dans ce contexte cependant, la vigueur de l'économie relance certaines anticipations de normalisation des taux directeurs et des taux à long terme. Les rendements à 5, 10 et 20 ans avaient convergé depuis plusieurs mois vers 3% et provoqué un aplatissement de la

courbe des taux d'intérêt, faisant disparaître la prime de risque sur les échéances plus longues. Au moment où justement on s'interroge sur le niveau adéquat des taux longs, dans cet environnement de croissance solide et d'inflation supérieure aux objectifs de la Fed, l'incertitude progresse et pousse les taux longs un peu plus haut. A court terme, les taux longs devraient reconstituer une prime de risque qui pourrait faire évoluer les taux à dix ans entre 3% et 3.5%.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les derniers développements sur le marché obligataire américain nous semblent particulièrement intéressants. Les niveaux de rendement observables sur l'ensemble de la courbe de taux gouvernementaux et « corporate » offrent de réelles opportunités d'investissement. Nous estimons que la hausse des rendements sur la dette gouvernementale offre, aujourd'hui, une excellente opportunité de diversification dans l'univers des placements à revenus fixes. En effet, le rendement actuel protège l'investisseur d'une éventuelle poursuite de la hausse de la tendance récente, ce qui n'est pas le cas en zone euro notamment. Le marché américain devrait donc assez rapidement profiter d'un regain d'intérêt d'investisseurs en quête de rendement de qualité dans une devise sûre et d'un probable transfert de risque et de flux de fonds en provenance du marché européen. En ce qui concerne le risque débiteur, nous recommandons, dans ce contexte, de rapidement réduire l'exposition au marché high yield américain, qui présente des risques importants de déséquilibre et de corrections de cours en phase de réajustement des primes de risque. La hausse des rendements de débiteurs « investment grade » devrait effectivement attirer des fonds jusqu'à ce jour investis dans ce segment de marché risqué. Dès lors, la prime de risque actuelle, qui se situe au plus bas des dix dernières années et proche du niveau observé juste avant l'éclatement de la crise financière en 2007-2008, pourrait subir un ajustement brutal significatif.

Tensions prochaines sur les taux longs en euro

La BCE évoque une inflation vigoureuse dans la zone euro. Le président Draghi semble convaincu que le marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Il est vrai que la tendance est positive et que les salaires ont effectivement enregistré une certaine accélération à la hausse (+2.2%) au 2ème trimestre ; le taux de chômage est au plus bas depuis dix ans (8.1%) et le taux d'emploi (67%) de la population est également au plus haut. L'inflation a atteint +2.2% en octobre, un résultat qui semble confirmer la vision du président de la BCE, mais dont la composante « core » a ralenti à +1.1% pendant la même période. Nous pensons que cette évolution à court terme contredit quelque peu l'appréciation de la BCE et pourrait contribuer à repousser une première hausse de taux directeurs à fin 2019. Ce développement affecte également la perception du niveau normal des taux longs qui reste liée à l'appréciation de l'évolution de l'inflation, du taux de croissance et de la politique quantitative de la BCE. Le changement annoncé par la BCE modifiera, très prochainement, la dynamique de l'offre et de la demande. Les achats de la BCE avaient presque absorbé la totalité des nouvelles émissions nettes de titres souverains de la zone euro; leur disparition soutiendra la hausse des rendements. Dans un contexte économique positif, la chute de la demande ne manquera pas de provoquer une hausse des taux longs au début 2019.

Taux d'intérêt - inflation

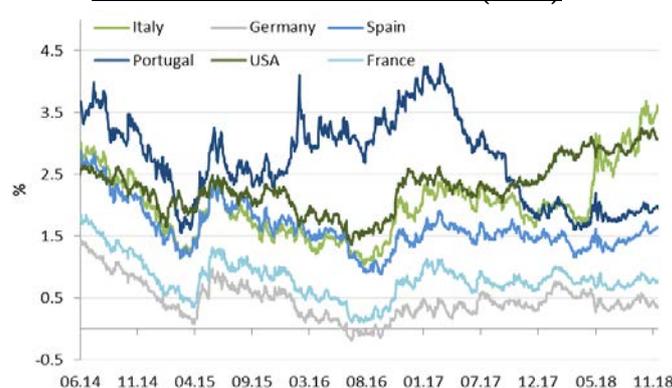


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le taux à dix ans du Bund allemand avait touché 0.55% avant de retomber à 0.35% et réagira, désormais, plus nettement à toute nouvelle concernant l'inflation. Après une longue phase de consolidation autour de 0.5% à dix ans, les taux des obligations d'Etat allemandes devraient, à nouveau, se tendre et remonter vers 0.75%-1% au début 2019.

L'évolution de la crise italienne reste un facteur, temporaire sans doute, qui pourrait freiner ou interrompre cette tendance. L'affaiblissement de l'euro contre dollar est également une variable importante dans l'appréciation du potentiel de hausse des taux longs. Désormais, nous pensons que ce facteur n'est plus un frein à l'ajustement logique de la courbe des taux en zone euro. Bien que la décision de la BCE ne soit pas une surprise, nous estimons que son impact réel ne se fera sentir que dans les prochains mois. Ce n'est qu'à ce moment que les investisseurs prendront complètement en considération les risques de correction des cours. Nous recommandons de réduire le risque obligataire en euro.

Taux à 10 ans - Gouvernement (en %)

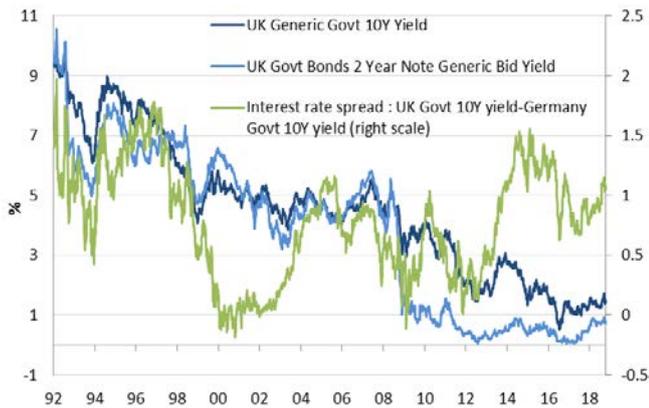


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ajustement des taux longs au Royaume-Uni

Les derniers chiffres d'inflation pour le mois d'octobre font état d'une hausse de +2.4% du CPI, légèrement inférieure aux attentes. Cette hausse n'est évidemment pas bienvenue car elle compense la progression des salaires nominaux enregistrée (+2.7%) et ne permettra donc pas une amélioration du pouvoir d'achat. Par ailleurs, l'indice des prix à la production a aussi augmenté de +3.1% sur un an. Les indices de prix ne montrent pas encore les signes d'apaisement espérés, aussi bien en ce qui concerne le CPI que pour le PPI. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% de la BoE et restons attentifs aux risques d'un prochain ajustement sur les taux d'intérêt à long terme, en cas de relance de l'activité économique désormais très peu probable. Dans ce contexte cependant, nous estimons que le marché obligataire devrait être plus affecté par les fondamentaux domestiques et par les incertitudes liées au Brexit. Le ralentissement de l'économie britannique est certes marqué, mais insuffisant pour justifier durablement d'un niveau de taux longs autant inférieur à celui de l'inflation.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

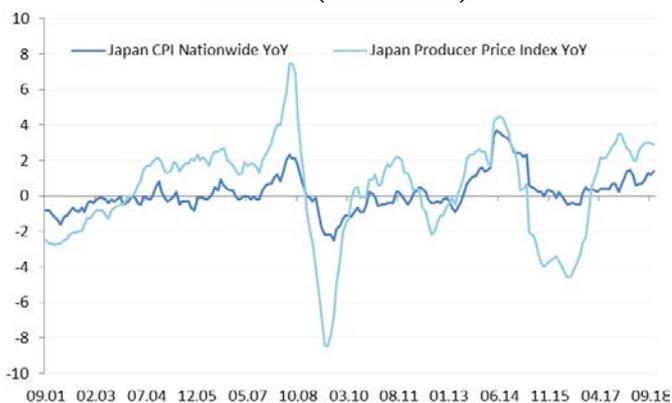


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Toujours pas de perspectives au Japon

Reprise bienvenue des indices de prix au deuxième trimestre. L'essoufflement n'aura duré que le temps de la hausse du yen. L'inflation (CPI) repasse la barre de 1% et s'établit à 1.4% en octobre. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%) et les prix à la production ne montrent pas de dynamique suffisante pour espérer une tendance globale plus robuste. Cependant, le contexte actuel n'est clairement pas favorable au marché obligataire qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes pour l'investisseur étranger.

Inflation (CPI et PPI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Favoriser les Etats-Unis et éviter la zone euro

Des situations conjoncturelles très diverses favorisent les Etats-Unis au détriment de la zone euro. Aux Etats-Unis, la hausse des taux a poussé les rendements à long terme au-delà de 3%, dans un mouvement conforme à nos anticipations. Nous estimons que le contexte économique américain justifie cet ajustement qui devrait perdre en intensité et se stabiliser à environ 3.5%, en particulier, si la croissance américaine décélère comme attendu en 2019. En zone euro, la politique d'achat de dettes gouvernementales européennes de la BCE a maintenu en 2018 les rendements à long terme à des niveaux bas, mais lorsqu'elle se retirera du marché au 1er janvier 2019, on devrait assister à des déséquilibres nets. Les besoins de refinancement, toujours élevés, des états européens seront confrontés à une demande d'investissement réduite. Un choc d'ajustement des rendements offerts sera, peut-être, indispensable pour équilibrer ce marché. Ainsi, nous estimons que la hausse des rendements sur la dette gouvernementale américaine offre aujourd'hui une excellente opportunité de diversification dans l'univers des placements à revenus fixes. Le rendement actuel protège l'investisseur d'une éventuelle poursuite de la hausse de la tendance récente, ce qui n'est pas le cas en zone euro notamment. Le marché américain devrait donc rapidement profiter d'un regain d'intérêt d'investisseurs en quête de rendement de qualité dans une devise sûre et d'un probable transfert de risque et de flux de fonds en provenance du marché européen. En ce qui concerne le risque débiteur, nous recommandons de rapidement réduire l'exposition au marché high yield américain, qui présente des risques importants de déséquilibre et de corrections de cours en phase de réajustement des primes de risque. La hausse des rendements de débiteurs « investment grade » devrait effectivement attirer des fonds jusqu'à ce jour investis dans ce segment de marché risqué. Dès lors, la prime de risque actuelle, qui se situe au plus bas des dix dernières années et proche du niveau observé juste avant l'éclatement de la crise financière en 2007-2008, pourrait subir un ajustement brutal significatif.

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 Sigismund Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T +4122 5959 611 - F +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch