

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



3 mai 2019

Les taux longs ne réagissent pas à la hausse de +3.2% du PIB US

Excès de pessimisme sur les marchés de taux. Croissance mondiale toujours solide. Relance de l'inflation et des taux longs. Eviter le marché européen. Privilégier le marché américain.

Points clés

- Les taux longs ne réagissent pas encore à la hausse de 3.2% du PIB US au 1^{er} trimestre
- Relance de l'inflation et des taux longs
- La Fed ne touchera pas ses taux en 2019
- La BCE restera accommodante
- Disparition temporaire des rendements sur les marchés en euros
- Les taux UK n'intègrent pas le risque de « no deal »
- Différentiel de rendement positif pour le High yield et la dette émergente
- Le marché américain reste privilégié

Les taux longs ne réagissent pas encore à la hausse de 3.2% du PIB US au 1^{er} trimestre

Depuis le dernier trimestre 2018, pendant lequel les incertitudes sur la croissance mondiale avaient largement affecté le sentiment des investisseurs et l'évolution des marchés de taux, la psychologie des investisseurs semble inchangée en avril 2019. Le sentiment qui prédomine dans les marchés de taux reste toujours particulièrement prudent. Les taux longs ont même encore glissé en mars dans la plupart des marchés provoquant encore des hausses de cours et des performances positives pour de nombreux indices obligataires. Les taux longs du gouvernement américain retombaient ainsi à 2.4% après avoir touché 3.2% en novembre 2018. Le rendement des titres du Trésor US à dix ans a ainsi perdu 80 points de base en quatre mois de quasi panique orchestrée par les

nombreuses références aux risques de récession suggérés par l'inversion de la « yield Curve » américaine.

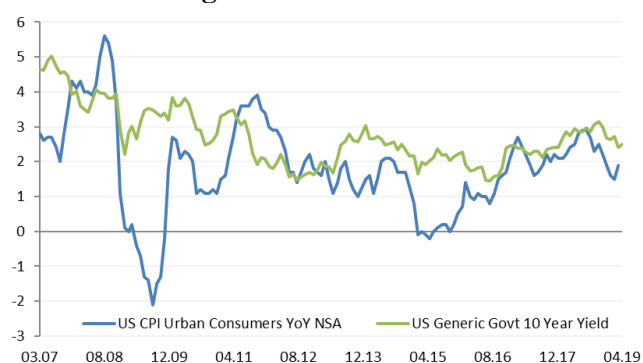
Nous avons déjà évoqué ce thème à plusieurs reprises en soulignant le raisonnement irrationnel de ceux qui voulaient alors annoncer une récession en 2019 sur la base d'un micro-phénomène constaté temporairement sur un segment spécifique de la courbe des taux. Aujourd'hui, il apparaît clairement que ces inquiétudes et prévisions catastrophistes étaient infondées, comme nous l'avions décrit et démontré. Il est cependant intéressant de constater que les derniers chiffres de croissance publiés pour le PIB américain (+3.2%) pour le 1^{er} trimestre, qui contredisent effectivement ces anticipations, n'ont pourtant pas encore eu d'effets très significatifs sur les marchés de taux. Il est vrai qu'ailleurs dans le monde, la situation conjoncturelle peut encore constituer quelques sources d'inquiétude, notamment en Allemagne, où une récession technique a été évitée de justesse en mars 2019 grâce à une croissance trimestrielle de 0% (-0.2% au trimestre précédent). Le mois d'avril n'a vu qu'une petite remontée des taux à dix ans du Trésor de 2.4% à 2.55%, mais ce premier mouvement pourrait être le début de l'ajustement des taux attendu dans le contexte économique actuel toujours relativement solide aux Etats-Unis, à moins que de nouvelles inquiétudes n'émergent en cas d'échec des négociations sino-américaines. En zone euro, la reprise du mois d'avril n'est presque pas perceptible, puisque les taux à dix ans ont à peine réagi, mais ils redeviennent très légèrement positifs (+0.04%) après quelques jours passés en territoire négatif (-0.07%). La publication du PIB chinois en hausse de +6.4% et de meilleurs PMI n'ont pas encore suffi à inverser la tendance des marchés de taux en Asie. En ce sens, la prudence observée à l'égard des réelles possibilités de stabilisation et de reprise de l'économie mondiale au 2^{ème} trimestre contraste avec l'optimisme affiché

dans les marchés actions et nous semble excessive. Si nous estimons que du côté des marchés actions l'optimisme a peut-être déjà été au-delà de ce qui serait raisonnable dans le contexte actuel, il nous semble que dans les marchés de taux le phénomène inverse a conduit à un excès de pessimisme et à des baisses de taux excessives qui devraient s'ajuster.

Relance de l'inflation et des taux longs

L'affaiblissement de l'inflation des derniers mois est encore essentiellement lié à la chute des cours de l'énergie et ne sera que temporaire. Nous estimons en début d'année que les perspectives économiques positives devaient rapidement renverser la tendance des cours du pétrole et relever à nouveau les indices de prix. En 2019, la hausse des cours du brut a atteint +40% à la fin avril et devrait donc commencer à affecter les indices de prix. La hausse du revenu des ménages augmente le pouvoir d'achat et la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente, poussant ainsi à la hausse les pressions inflationnistes. Nous pensons que l'inflation dépassera prochainement à nouveau l'objectif mentionné par la Fed, sans que celle-ci ne réagisse pour autant. L'inflation des salaires est ainsi un facteur clé pour l'évolution des indices de prix en 2019, qui pourrait être plus rapidement visible dans le secteur des services. Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux semble encore être celui du fléchissement de la croissance.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



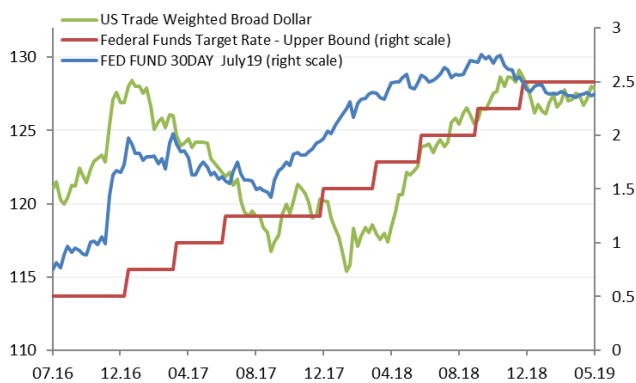
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les perspectives pour le 1^{er} trimestre ont été largement dépassées et annoncent un second trimestre encore favorable. Pour l'instant l'inflation anticipée reste proche de +2.5% sur un an malgré un CPI publié pour mars de +1.9% (+1.5% en février). En ce qui concerne les taux longs, nous estimons probable que le contexte conjoncturel meilleur provoque finalement un ajustement des taux longs vers 3%.

La Fed ne touchera pas ses taux en 2019

La neuvième hausse des taux de la réserve fédérale américaine en décembre 2018 a manifestement embarrassé la Fed qui a annoncé qu'elle a adopté une politique particulièrement prudente pour l'année 2019 afin d'éviter tout risque de dérapage de l'économie. Le dernier FOMC du 1^{er} mai s'est bouclé sur un statu quo attendu. Les membres du FOMC devront sans doute s'armer de patience avant de procéder à une dixième hausse. Le niveau actuel des taux directeurs est désormais qualifié de « neutre » ; il n'y a donc que très peu de risque de voir la Fed toucher ses taux directeurs malgré le résultat économique plutôt satisfaisant obtenu au 1^{er} trimestre. Le président Powell est resté positif sur la situation conjoncturelle américaine lors de la dernière conférence de presse de la Fed. Il a relevé toutefois que si l'économie est solide, le ralentissement de la croissance des dépenses des ménages et des investissements des entreprises témoigne d'un fléchissement de la demande globale. Cette faiblesse est pourtant jugée comme temporaire. La Réserve fédérale a donc logiquement laissé ses taux inchangés. Cette position est cohérente avec notre conviction que la Fed préférera réagir avec retard à une relance future de l'inflation que de poursuivre une politique de normalisation. La récente baisse des indices de prix depuis les plus hauts niveaux de l'année 2018 avant le rebond du mois de mars confortera la politique attentiste de la Fed. Nous estimons toujours que la Fed fera preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019 en écartant toutefois pour l'instant la probabilité d'une baisse des taux directeurs comme le suggère pourtant déjà l'évolution récente des « Fed funds » qui donne une probabilité de 50% à la baisse en début 2020. L'aplatissement de la courbe des taux US, suite à la baisse des taux longs, n'annonce pas une récession selon nous dans le contexte actuel comme on l'entend trop souvent, mais cette situation est clairement un facteur tétanisant pour les membres du FOMC, qui ne sont pas prêts à prendre le risque d'agir en l'absence d'une accélération de l'économie. Selon la Réserve fédérale, il n'est donc plus nécessaire de resserrer les taux pour prévenir une accélération de l'inflation. Elle ne modifie pas sa décision de freiner son processus de réduction de la taille de son bilan en limitant de 30 à 15 milliards par mois son activité et reste également prête à interrompre tout simplement son action si nécessaire dès le mois de septembre. Ce faisant la banque centrale américaine montre clairement sa volonté de stopper son processus de normalisation pour prendre en compte les risques de ralentissement de la croissance mondiale. L'objectif pour les Fed funds reste de 2.25 à 2.50%.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La BCE restera accommodante

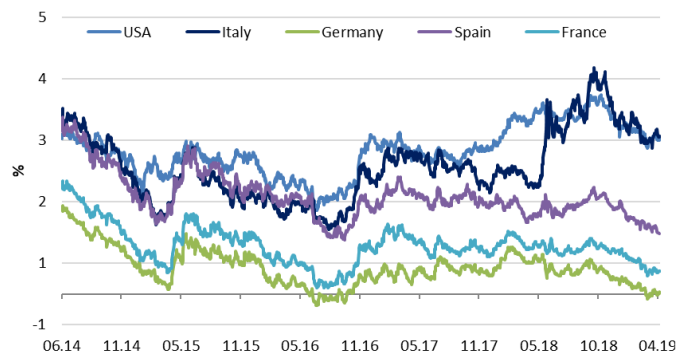
Ce n'est évidemment pas une grande surprise que de constater que la BCE a quelque peu modifié sa perception de la situation conjoncturelle en Europe à la lumière du ralentissement du secteur manufacturier et de la faiblesse de la conjoncture allemande. Les prévisions de croissance annoncées lors de la dernière conférence de presse de la BCE pour l'économie européenne avaient été abaissées de +1.7% (prévision de décembre) à seulement +1.1%. Face au risque de ralentissement de l'économie de la zone euro, la BCE avait annoncé sa décision de repousser une première hausse des taux d'intérêt directeur à 2020 et de relancer une politique de prêts au secteur bancaire (TLTRO). Nous estimions déjà que le tassement conjoncturel de la fin d'année 2018 serait de nature à repousser au mieux une hausse de taux au dernier trimestre 2019, mais en ce qui concerne le TLTRO, la BCE a modifié assez radicalement sa position en annonçant une relance des injections de liquidités dès le mois de septembre après avoir mis fin à son programme d'achat de titres, qui avait pris effet en janvier 2019. Ces injections de liquidités prendront une autre forme, elles seront ciblées sur le secteur bancaire et devront permettre de stimuler l'activité économique par une augmentation des prêts aux entreprises et aux ménages. Ces nouvelles opérations pourraient porter sur plus de 700 milliards d'euros et visent notamment à éviter une contraction du crédit. La BCE ne semble pas particulièrement inquiète et considère aujourd'hui que le ralentissement économique sera temporaire.

Disparition temporaire des rendements sur les marchés en euros

L'affaissement de la conjoncture dans l'Union européenne a eu un impact majeur sur l'évolution des marchés de taux en

euro au cours des six derniers mois. Alors que les perspectives de croissance s'amenuisaient régulièrement au rythme de la chute des indicateurs avancés du secteur manufacturier, les taux longs en euro changeaient brutalement de cap et reprenaient une tendance baissière soutenue par une correction concomitante des indices de prix. L'inflation est en effet assez nettement en baisse depuis plusieurs mois dans la zone euro, en raison essentiellement toutefois de la chute des prix de l'énergie. L'indice CPI qui s'était contracté de son niveau maximum atteint en octobre 2018 de +2.3% à seulement +1.5% en février rebondi à +1.7% en avril. En excluant les composantes alimentations et énergie, l'ajustement de l'indice CPI core pour le mois d'avril (+1.2%) est à nouveau à son plus haut des six derniers mois. Ces développements n'ont pas manqué de modifier très sensiblement la perception des investisseurs du niveau adéquat des taux longs en début 2019. Les taux longs en euro ont donc suivi les indices PMI manufacturiers européens pour retrouver les niveaux historiques de l'année 2016. Le rendement du Bund à dix ans est à nouveau proche de zéro, traduisant ainsi un degré de pessimisme assez extrême des investisseurs.

Taux à 10 ans - Gouvernement (en %)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le président Draghi a finalement dû aussi réviser ses attentes en matière d'inflation malgré sa conviction que le dynamisme du marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira finalement à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Le pessimisme est pourtant peut-être déjà extrême et particulièrement motivé par le comportement négatif du secteur manufacturier. Une stabilisation puis un retournement des indicateurs avancés dans l'industrie semblent indispensables à un réajustement des anticipations sur les taux longs. Nous recommandons plus que jamais d'éviter les placements obligataires en euro dont les perspectives à moyen terme n'offrent pas d'intérêt.

Les taux britanniques n'intègrent pas les risques d'un « no deal »

La première date butoir du Brexit du 29 mars 2019 est passée sans qu'un accord ait été trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne et le mois d'avril n'a pas permis de trouver de nouvelles solutions. Le nouveau délai accordé par l'UE n'exclut pas un nouvel échec futur. Les effets d'un « no deal » ne semblent pas pris en compte par les marchés financiers qui ne veulent pas envisager cette issue particulièrement négative pour la Livre, la croissance économique et très certainement l'inflation au Royaume-Uni. Nous craignons dans cette situation que le niveau actuel de 1.2% sur les taux longs ne soit absolument pas adapté à une économie qui pourrait très rapidement entrer en stagflation. Le niveau particulièrement bas des rendements en Livre sterling est donc associé à un risque de moins-value en capital, à un risque de dévalorisation de la Livre et à une probable perte de confiance des investisseurs. Ce contexte n'est pas particulièrement attrayant et nous recommandons de ne pas conserver d'exposition au marché de taux britannique.

Différentiel positif pour le High yield et la dette émergente

Les marchés obligataires « non investment grade » (+5.4%) ainsi que les marchés émergents (+6.3%) ont particulièrement bénéficié de l'amélioration du climat boursier durant le 1er trimestre. Ces marchés ont en effet profité de plusieurs facteurs positifs à court terme qui ont soutenu des rebonds importants depuis les points bas enregistrés en décembre 2018. Ces segments de marché avaient en effet souffert durant la phase de panique boursière contrairement aux marchés obligataires développés qui profitaient des craintes de récession et de leur caractère défensif. Les primes de risque du « high yield » notamment s'étaient reconstituées en partie dans ce mouvement, mais les rebonds des cours observés ces trois derniers mois ont une

nouvelle fois contracté les primes de risque de ces placements et réduit encore un peu plus les différentiels de rendement attachés à la dette émergente. Ces deux segments de marchés offrent tout de même des rendements supérieurs attrayants d'un point de vue relatif et resteront recherchés par les investisseurs en quête de « yield pick up » malgré l'écrasement des primes de risques. L'amélioration des perspectives économiques pour les prochains mois aura un effet dépressif supplémentaire sur les primes de risques en raison de la hausse des rendements des débiteurs « investment grade ». Cette situation devrait avoir un impact négatif sur ces marchés, qui bénéficient toutefois d'un différentiel de rendement positif capable d'amortir en partie les ajustements de rendement qui interviendront nécessairement.

Le marché américain reste privilégié

La dernière chute des rendements observée en mars a été motivée par les craintes de fort ralentissement conjoncturel dès le 1er trimestre 2019. Ce dernier mouvement, comme la chute des taux longs du 4ème trimestre 2018, ne nous semble pas refléter les perspectives économiques futures moins pessimistes. Une amélioration des PMI, des indicateurs avancés et des statistiques économiques publiées au cours des prochains mois devraient provoquer un nouvel ajustement des taux d'intérêt et une pentification assez généralisée des courbes de rendements dans la plupart des pays. Ce contexte est globalement défavorable pour les marchés obligataires, en particulier pour ceux caractérisés par des niveaux de rendements faibles dans l'absolu. Nous privilégions dans notre allocation obligataire internationale les marchés de taux présentant un rendement suffisant pour compenser, partiellement tout au moins, les effets d'une hausse des taux et d'une pentification de la courbe des taux. Dans le segment « investment grade » de pays développés nous privilégions les Etats-Unis et des durations 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 Sigismund Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T +4122 5959 611 - F +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch