ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES I OBLIGATIONS INTERNATIONALES

Les marchés de taux s'embrasent avec la flambée des prix. Les ajustements des courbes de taux sont déjà très significatifs. Tensions plus durables sur les taux européens. Nouvelles opportunités en zone dollar en particulier.

Points clés

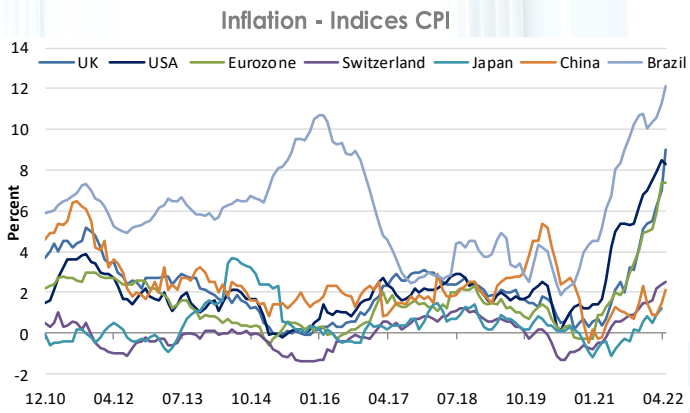
- Dégradation nette des perspectives économiques 2022
- Les marchés de taux s'embrasent avec la flambée des prix et de l'inflation
- Des opportunités se présentent pour les obligations de courte échéance
- Tensions plus durables sur les taux européens
- Les rendements en livre sterling pourraient se stabiliser
- Rendements à dix ans à nouveau positifs au Japon
- Repositionnements favorables aux obligations de la zone dollar

Dégradation nette des perspectives économiques en 2022

L'intensification du conflit en Ukraine et l'accroissement des tensions entre la Russie et l'Europe relancent de nombreuses incertitudes et risques de dérapage et d'extension du conflit. Dès lors, la hausse des prix de l'énergie et de l'ensemble des matières premières constatée depuis quelques semaines pourrait bien s'avérer durable. Un choc global de l'offre et une déstabilisation majeure des marchés des matières premières dans le monde est désormais une éventualité crédible à considérer à son juste niveau de probabilité. Les effets en 2022 d'un tel choc seraient particulièrement dommageables, alors que l'inflation est déjà au plus haut des 40 dernières années aux Etats-Unis (+8.3%) et depuis octobre 2008 en Suisse (+2.5%). Les perspectives de croissance pour les prochains mois sont ainsi à réviser en raison des risques significatifs de baisse du pouvoir d'achat des ménages. Le fléchissement de la consommation privée se matérialiserait alors au moment même où les dépenses publiques de soutien conjoncturel en lien avec la crise sanitaire sont en phase de contraction. La normalisation des politiques monétaires des banques centrales et en particulier celle de la Réserve fédérale américaine intervient dans ce contexte compliqué et pourrait accroître très sensiblement les risques déjà très importants de ralentissement voir de « hard landing » de l'économie mondiale. Une stagflation se profile déjà qui pourrait être plus difficile à gérer par les banques centrales si l'économie mondiale devait entrer en récession au 2ème trimestre 2022 déjà.

Les marchés de taux s'embrasent avec la flambée des prix

La fin des injections de liquidités de la Fed coïncidait avec la relance de la tendance haussière des taux aux Etats-Unis au 1er trimestre 2022. Les mesures d'inflation déjà particulièrement inquiétantes en fin d'année passée ont aussi contribué à la prise en considération des déséquilibres existants entre l'offre et la demande obligataire en début d'année. La hausse des taux à dix ans du Trésor américain de 1.5% à 2% entre le 1er janvier et le 15 février s'est en effet produite dans le contexte de réduction des injections mensuelles de la Fed d'environ 100 milliards par mois et d'une poursuite des tensions inflationnistes avec une hausse du CPI de janvier de +0.6% faisant bondir de +7% à +7.5% l'inflation sur un an. L'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février n'a pas immédiatement été perçue comme inflationniste, mais quelques jours plus tard, la hausse des prix du gaz et du pétrole a clairement réveillé les investisseurs.



Sources: BBGI Group SA

La flambée des cours de l'énergie a ainsi rapidement embrasé les marchés de capitaux et les courbes de rendement dans pratiquement toutes les devises. Après un premier choc d'ajustement des rendements d'environ 50 points de base sur les courbes de taux, les ajustements se sont accéléré en avril/mai. Les courbes de rendements subissaient de nouvelles hausses en lien avec la poursuite des tensions sur les diverses mesures d'inflation. Les rendements à dix ans du Trésor US progressaient encore assez fortement de 2.33% à 3.2%, alors que les taux à 5 ans avançaient aussi de 2.45% à 3% et atteignaient certainement un niveau probable de stabilisation.

En Europe, la tendance était similaire, les taux à 10 ans du Bund avançaient de 0.54% à 1.15%, tandis que les rendements à 10 ans de la Confédération repassaient au-dessus de 1%. Ces ajustements que nous annoncions en début d'année prennent toutefois la plupart des économistes et des banques centrales à contre-pied, alors que ces dernières admettent finalement maintenant avoir sous-estimé l'inflation et annoncent un durcissement sans doute tardif et probablement inapproprié de leurs politiques monétaires.

Des opportunités se présentent pour les obligations courtes

Le marché des capitaux en dollars devra donc s'ajuster en 2022 à la disparition des injections mensuelles habituelles depuis juin 2020 correspondant à 1'800 milliards de dollars soit environ 100 milliards par mois, à une diminution du bilan de la Fed, à plusieurs hausses de taux directeurs et à une inflation encore non maîtrisée.

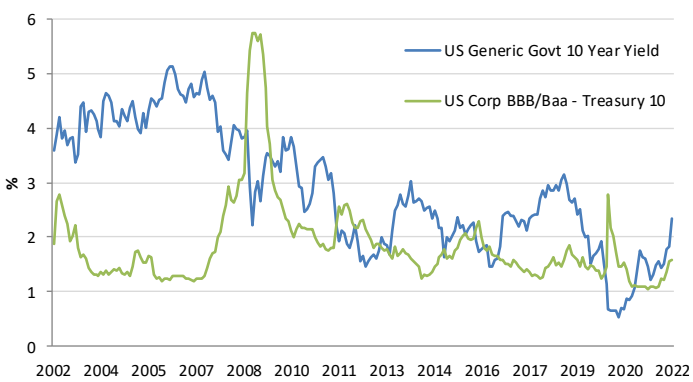
Globalement, les tensions sur les courbes de taux interviennent aussi alors que les besoins de financement des Etats sont toujours plus élevés pour faire face d'une part aux engagements pris de relance conjoncturelle post-Covid et d'autre part par la nécessité de sécuriser l'approvisionnement en énergie et renforcer les budgets militaires suite à l'invasion russe. Les déficits budgétaires plus importants devront dès lors être financés par la dette, qui poursuivra en 2022 sa croissance.

L'offre obligataire progressera nécessairement dans le contexte décrit ci-dessus, mais la demande de placements obligataires en phase d'ajustement des rendements devrait au contraire sensiblement se réduire jusqu'à ce que les rendements redeviennent attrayants.

Nous annoncions que l'interruption des programmes d'achats influencerait le niveau d'équilibre des taux d'intérêt par une diminution de la demande tout d'abord, mais surtout par la disparition d'un « put » ou d'une garantie contre la hausse des taux théoriquement exigés dans un marché « affranchi » du biais organisé par les banques centrales. Cet ajustement rationnel des courbes de rendement est désormais engagé. Après une hausse notable des rendements des obligations gouvernementales, les primes de risques se sont aussi accrues comme nous l'attendions dans les segments « investment grade » et « high yield ».

La remontée des taux longs nous semblait inéluctable dans ce contexte et le réajustement attendu des courbes des taux s'est donc produit au cours des cinq derniers mois dans un mouvement presque linéaire d'environ 150 points de base en moyenne dans la plupart des marchés de capitaux y compris en Suisse.

Taux à 10 ans US & Spread

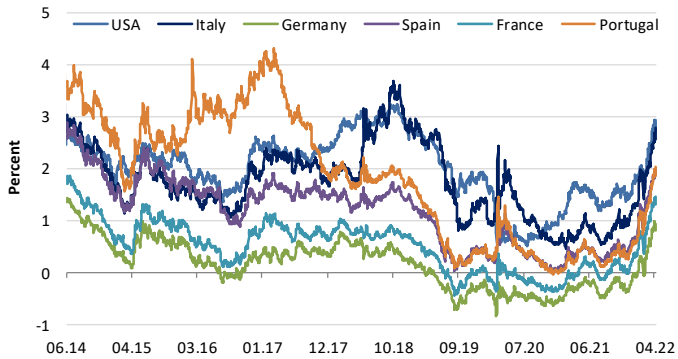


Sources: BBGI Group SA

Les taux s'ajustent finalement à une réalité économique encore apparemment robuste mais surtout trop largement inflationniste. Les courbes de taux pourraient encore se déplacer un peu plus haut, mais avec l'apparition de nouveaux risques de ralentissement conjoncturel voir de récession cette probabilité est désormais réduite.

Sur le plan international, les obligations américaines offrent un havre de sécurité associé à la perspective d'un différentiel de rendement sensiblement plus intéressant. Les investisseurs européens, japonais et suisses en particulier peuvent désormais considérer les placements fixes en dollars avec plus d'intérêt et de confiance.

Taux gouvernementaux 10 ans (2014-2022)

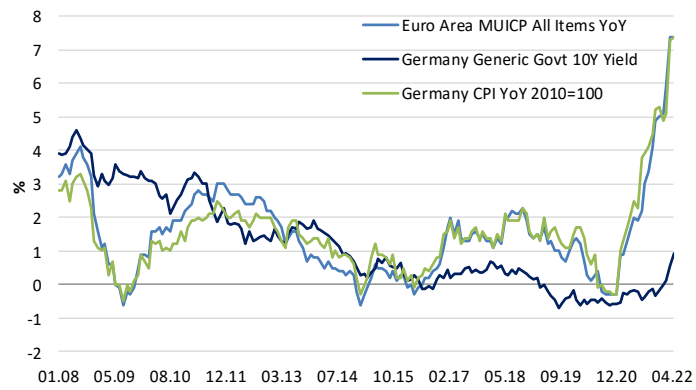


Sources: BBGI Group SA

Tensions plus durables sur les taux européens

En début d'année 2022, nous annoncions déjà qu'un changement complet de paradigme allait intervenir dans les marchés obligataires internationaux avec la convergence de relance des cycles économiques régionaux et la fin programmée des injections de liquidités des banques centrales. Ce changement qui devait aussi concerner la zone euro s'est concrétisé et accéléré ces derniers mois avec la crise en Ukraine. Nos prévisions de hausse très sensible des taux à dix ans du Bund allemand vers un objectif de 1% pouvait alors apparaître comme ambitieux voir particulièrement pessimiste au regard du niveau qui prévalait alors de –0.2%. Une hausse de près de 100 points de base des rendements à long terme pouvait en effet surprendre dans le contexte d'injections persistante des liquidités que la BCE s'engageait encore à maintenir pendant un temps.

Bund 10 ans (2014-2022)



Sources: BBGI Group SA

Il n'aura finalement fallu que quelques mois pour que notre prévision se réalise. A la mi mai, les rendements à dix ans du Bund allemand ont effectivement déjà atteint le niveau de

1.2% sans que la tendance en place depuis le début de l'année ne faiblisse. Nos anticipations prenaient alors en considération une inflation inférieure à +5% qui devrait être révisée à la hausse dans le contexte actuel spécifique à l'Europe. L'inflation pourrait en effet encore largement dépasser +7% à +8% et soutenir la tendance haussière actuelle des courbes de rendement avant de décliner.

Les obligations gouvernementales européennes à 10 ans proposent désormais des rendements positifs pour tous les marchés comme le montre le graphique ci-dessus.

Nous évoquions également en début d'année que cette phase de réajustement des taux aurait aussi des conséquences majeures sur les primes de risques des autres marchés obligataires gouvernementaux et non-gouvernementaux.

Depuis plusieurs semaines cette anticipation de reconstitution des primes de risques s'est concrétisée à l'image notamment de la hausse des « spreads » entre le Bund allemand et les obligations d'Etat italiennes (+56 pdb), espagnoles (+26 pdb) ou françaises (+20 pdb).

Le changement prochain de politique monétaire de 50 points de base en juin de la BCE verra ainsi se matérialiser les anticipations de début de la normalisation des taux directeurs. Les marchés obligataires européens ne devraient toutefois pas être trop affectés par cette mesure largement anticipée.

Nos perspectives pour les prochains mois deviennent donc un peu plus positives dans ce contexte de ralentissement économique et de reconstitution des primes de risques pour les marchés obligataires internationaux et pour les obligations européennes également.

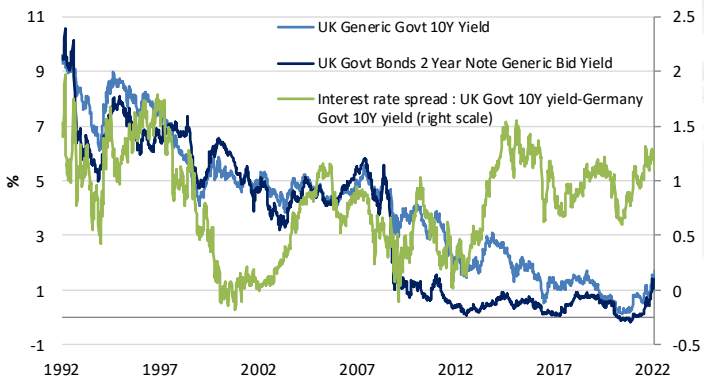
Nous suggérons désormais une approche un peu plus constructive en matière d'exposition globale aux obligations européennes en privilégiant les durations courtes.

Les rendements en livre sterling pourraient se stabiliser

L'apparition du nouveau variant Omicron avait initialement relancé les incertitudes en matière de croissance économique au Royaume-Uni comme dans la plupart des régions, mais dès la mi-décembre on observait déjà un certain déclin de ces inquiétudes qui faisaient place à un optimisme retrouvé pour une reprise conjoncturelle probable dès le 1er trimestre 2022. Les rendements des Gilts à dix ans, qui avaient glissé à 0.6%/an, se sont alors à nouveau logiquement tendus pour atteindre 1.6% en seulement huit semaines. L'invasion de l'Ukraine par la Russie n'a eu qu'un impact limité pendant quinze jours sur les marchés de capitaux, qui profitaient temporairement de leur caractéristique de valeur refuge tandis que les marchés actions subissaient des dégagements importants. La chute de 50 points de base des rendements consécutive à cette activité de réallocation des risques entre classes d'actifs s'est avérée sans surprise tout à fait temporaire.

Depuis lors, la hausse des diverses mesures d'inflation et un CPI d'avril à +7.8% a renforcé le processus de réajustement des rendements. L'inflation constitue encore la menace la plus sérieuse pour le marché des capitaux, désormais plus concernés par ce facteur que par les risques de ralentissement conjoncturel. Les marchés obligataires en livre sterling ont enregistré des pertes significatives en lien avec ce réajustement des taux de marché.

Taux gouvernementaux UK (2 ans et 10 ans)



Sources: BBGI Group SA

Nous estimons toutefois aujourd'hui que le rebond à 2% des taux à 10 ans du gouvernement britannique pourrait déjà constituer un niveau de stabilisation dans le contexte probable de récession au Royaume-Uni qui pourrait intervenir dès le 2ème trimestre 2022.

Rendements à dix ans à nouveau positifs au Japon

Si les taux longs japonais à dix ans sont aussi affectés par la tendance généralisée de reprise graduelle des rendements observée dans la plupart des marchés des capitaux, l'amplitude des fluctuations est très limitée. Le début d'année 2022 a donc également poussé les taux japonais à la hausse de 20 points de base pour les rendements à dix ans du gouvernement qui atteignent désormais 0.25%. Si l'amplitude du mouvement reste très faible, il est intéressant de noter que ce niveau s'avère être le plus élevé depuis janvier 2016.

La politique gouvernementale de soutien conjoncturel accroit l'endettement public qui dépassera en 2022 le niveau de 260% du PIB ce qui devrait finir par peser à terme sur les rendements. Pour 2022, nous considérons toujours que l'intérêt de détenir de la dette japonaise en yen ne peut être motivée que par l'espoir d'un gain de change, qui n'a que peu de probabilité de survenir dans le contexte actuel. Les obligations japonaises n'offrent aucune perspective intéressante dans le contexte actuel d'alternatives internationales plus attrayantes.

Repositionnements favorables au obligations de la zone dollar

Les premiers mois de l'année ont été marqués par diverses phases successives d'anticipations ayant toutes fortement marqué l'environnement des marchés de capitaux et influencé de manière déjà particulièrement importante à notre avis les niveaux d'équilibre des marchés obligataires.

Après une courte période pendant laquelle les investisseurs ont encore voulu se rassurer de la présence bienveillante des banques centrales permettant au courbes de taux d'intérêt de rester relativement peu sous pression, le premier élément de changement est venu d'une nouvelle perception de persistance et d'accroissement même de l'inflation qui intervenait dans un contexte de croissance économique apparemment solide et soutenu par des courbes de chômage à la baisse.

Rapidement ensuite, les craintes inflationnistes exacerbées par la perception des nouveaux risques liés à l'éclatement du

conflit en Ukraine, sont venu relancer une deuxième phase d'ajustement beaucoup plus nette et brutale de l'ensemble des courbes de taux.

Jusqu'à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les courbes de taux dans la plupart des pays et aux Etats-Unis en particulier avaient entamé une phase d'ajustement déjà significative et relativement régulière. Depuis l'éclatement de la crise géopolitique qui affecte plus encore l'Europe que les autres marchés, cette seconde vague d'ajustement a été soutenue par les nouvelles déclarations de banques centrales désormais extrêmement préoccupées par l'évolution de l'inflation. La volonté exposée par la Fed de procéder à plusieurs hausses rapides de taux directeurs et d'une réduction de son bilan n'a fait qu'exacerber les craintes des investisseurs d'un déséquilibre entre l'offre et la demande obligataire.

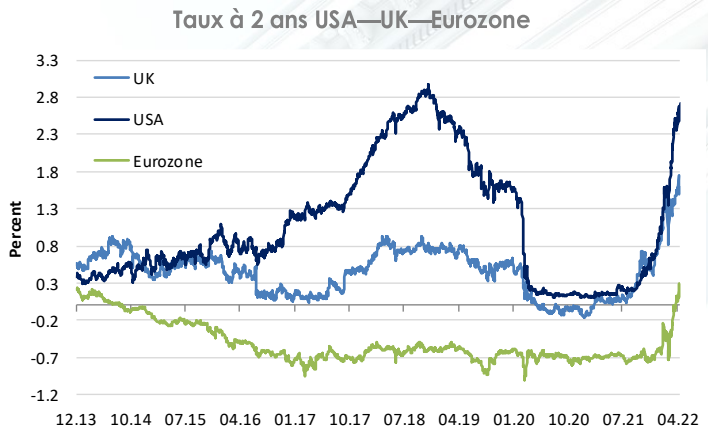
La conséquence de ses deux vagues d'ajustement d'anticipations a été une accélération des ajustements et une forte remontée des taux sur toutes les échéances et dans presque toutes les régions.

Nos anticipations de remontée des taux évoquées dans nos précédentes publications ont ainsi été confirmées ces derniers mois par les mouvements observés dans les marchés obligataires.

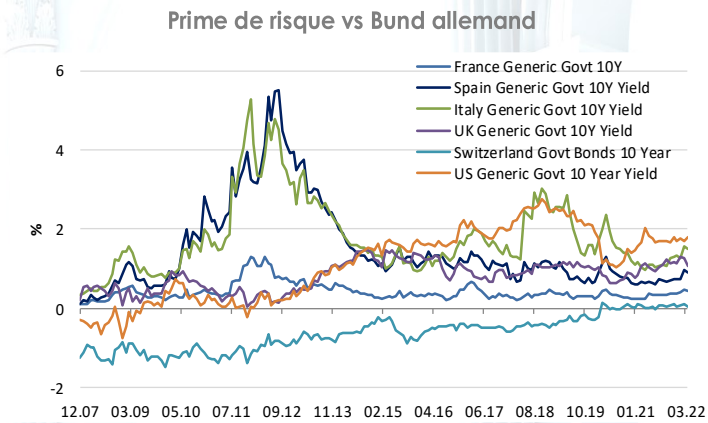
Mais les nouveaux risques qui se profilent désormais sont plutôt de voir la croissance s'estomper face au durcissement des conditions monétaires et de la chute probable de la consommation des ménages. Les risques de stagflation et d'un « hard landing » sont réels. Nous estimons dans ce contexte que la hausse des taux longs du Trésor de 1.5% à 3.2% en quelques semaines est représentative des nouvelles opportunités qui apparaissent dans la zone dollar. L'ajustement des courbes de rendements est une réaction à l'évolution de l'inflation, le prochain ajustement prendra en considération les risques de net ralentissement conjoncturel qui se profile déjà avec la chute du pouvoir d'achat des ménages.

Si les rendements actuels ne protègent pas encore complètement des risques de persistance de l'inflation, ils offrent tout de même déjà des niveaux de protection sensibles en particulier si l'action des banques centrales et la chute de la consommation attendue des ménages provoquent ensemble une récession économique dans les prochains mois.

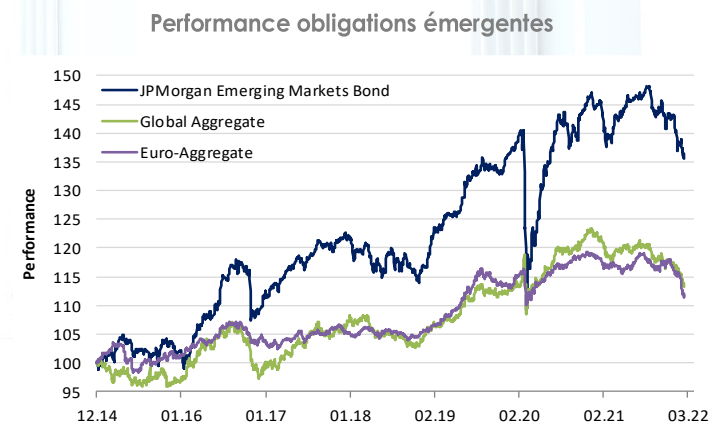
Nous suggérons dès lors des prises de profits sur les stratégies ILS (inflation linked securities) et un repositionnement des FRN (Floating rate notes) sur des obligations IG (investment grade) de moins de 5 ans en USD, dollars canadiens et australiens.



Sources: BBGI Group SA



Sources: BBGI Group SA



Sources: BBGI Group SA

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 utilisé 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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch