



Conditions pour une nouvelle hausse des taux longs

La Fed poursuit sa normalisation monétaire. Projections optimistes de la BCE. Retour marqué de l'inflation au Royaume-Uni. Les risques de déflation s'éloignent au Japon.

Points clés

- Vers une nouvelle hausse des taux longs aux Etats-Unis
- La dynamique américaine doit cependant s'affirmer
- La BCE prépare une normalisation en douceur de sa politique monétaire pour 2018 et ne retiendra pas longtemps la hausse des taux longs
- Impossible d'ignorer le retour de l'inflation au Royaume-Uni : +2.9% en mai pour le CPI
- Le marché obligataire japonais demeure sans intérêt
- Opportunités réduites dans les marchés périphériques

Vers une nouvelle hausse des taux longs aux Etats-Unis

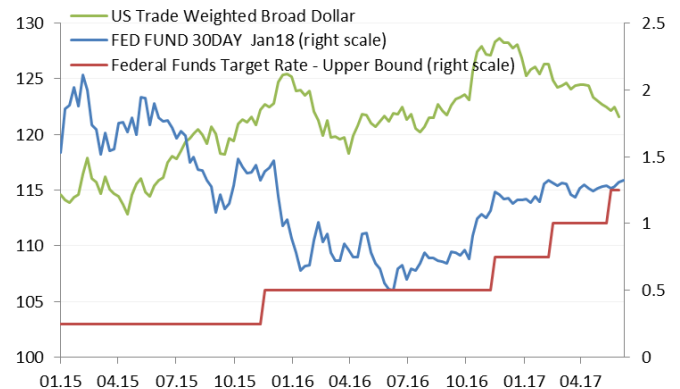
La banque centrale américaine a récemment décrypté la baisse de l'inflation en mai comme un événement temporaire et largement induit par la chute des prix des services de téléphonie mobile.

Malgré un taux de chômage très bas, les pressions inflationnistes ont eu de la peine à s'intensifier ces dernières semaines en raison certainement aussi de la baisse des cours du brut.

La Fed reste sereine et convaincue que la relation entre emploi et inflation existe toujours, même s'il apparaît pour l'instant que la courbe de Phillips est certainement beaucoup plus plate qu'auparavant. La correction du dollar qui s'est produite pendant la période de surprises économiques négatives aurait dû développer des effets positifs sur l'inflation importée hors prix pétroliers.

Ce fut effectivement en partie le cas ce qui laisse aussi entrevoir désormais une transmission indirecte aux prix à la consommation. Le rebond probable des cours du brut au-dessus de 50, à 55\$, soutiendra également une future hausse du CPI. Mais pour l'instant, l'inflation (+1.9%) est temporairement sans doute à nouveau en dessous de l'objectif de la Fed (+2%), alors que l'inflation anticipée entre 1 et 10 ans est de +2.6%. La Réserve fédérale a remonté de 0.25% son objectif de taux directeur lors de son dernier rendez-vous du FOMC en juin. Elle semble déterminée à poursuivre sa normalisation des taux directeurs mais elle ne peut pas encore s'appuyer sur une véritable relance durable de l'inflation soutenue par les facteurs domestiques qu'elle souhaiterait. En d'autres termes, sans une hausse plus nette des pressions salariales et des prix à la consommation, il est selon nous peu probable que la Fed ne remonte ses taux directeurs. Une progression du PIB de +3.1% au 2ème trimestre ne sera ainsi pas suffisante pour motiver la banque centrale à donner un tour de vis supplémentaire à sa politique monétaire. A moins que ce résultat ne soit accompagné d'une hausse supérieure à +2% du CPI.

Fed funds, taux directeurs et Dollar trade weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

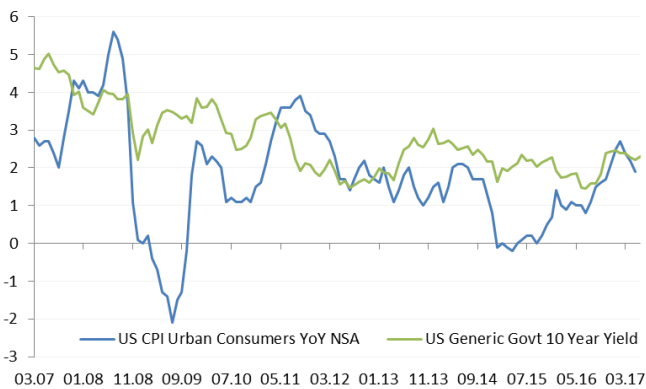
Après avoir espéré une accélération de la croissance économique induite par le programme du président Trump, les investisseurs constatent l'absence de

mesures concrètes et réajustent leurs anticipations de taux d'intérêt.

Nous indiquions déjà dans nos précédents commentaires qu'une consolidation des taux longs interviendrait rapidement après la première phase de hausse du 4ème trimestre 2016, avant qu'une nouvelle poussée haussière ne se concrétise plus tard.

Il nous semble clair aujourd'hui que la correction de 2.6% à 2.1% des taux du Trésor à 10 ans reflète désormais largement le changement de perception des investisseurs sur le rythme de croissance de l'économie américaine et de l'inflation. La chute des rendements a en effet accompagné la chute de l'indicateur de surprises économiques.

Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, il faut toutefois souligner que les rendements actuels ne semblent pas compatibles avec la perspective d'une relance de l'activité économique de +3.1% au 2ème trimestre et d'une normalisation de la politique monétaire. Les marchés de taux sont pour l'instant encore influencés par le flux de données plus faibles, mais les risques de corrections s'avèrent donc plus importants dans cette perspective.

Nous estimons qu'il est très probable de voir une nouvelle poussée des taux longs se préciser en seconde partie d'année, à moins que la déception ne soit au rendez-vous le 28 juillet, à l'annonce du chiffre de croissance du PIB pour le 2ème trimestre.

La dynamique américaine doit donc impérativement s'affirmer au risque dans le cas contraire de bouleverser le sentiment général des investisseurs et relancer les incertitudes et l'apparition de nouveaux risques de récession. Cette incertitude sur l'état réel de la dynamique américaine est un facteur important pouvant affecter l'évolution prochaine de l'ensemble des marchés obligataires bien au-delà du simple marché américain.

La BCE prépare une normalisation en douceur de sa politique monétaire pour 2018

Les surprises économiques positives enregistrées ces derniers mois et la diminution des risques politiques ont permis au président de la Banque centrale européenne de délivrer un message un peu plus optimiste encore au terme de la dernière réunion de la BCE.

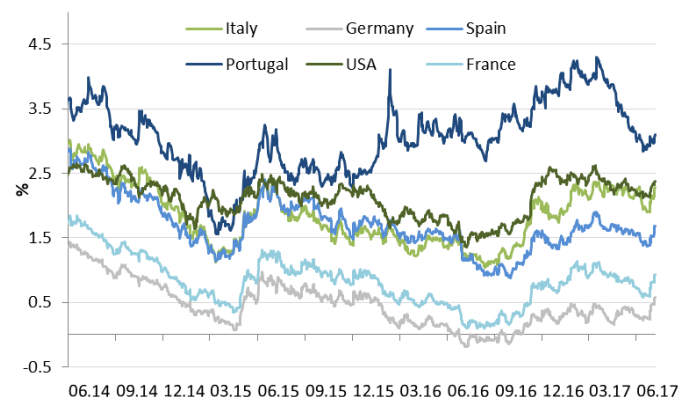
Les projections économiques de la BCE sont plus encourageantes et s'approchent de +2% de croissance du PIB pour 2017 et légèrement moins en 2018/2019.

Les perspectives d'inflation ont été révisées à la baisse et ne font plus état que de hausses probables limitées à 1.5% en moyenne jusqu'à 2019. Mario Draghi ne semble pas encore convaincu de la tendance haussière et laisse entendre que les conditions monétaires restent un facteur important soutenant la hausse des prix.

Le programme d'achat d'actifs est maintenu à hauteur de 60 milliards par mois jusqu'en décembre, voire plus longtemps si nécessaire, ce qui nous semble de moins en moins probable compte tenu des développements actuels de l'économie européenne. La BCE semble s'approcher du point d'inflexion de sa politique monétaire. Mais il faudra sans doute attendre septembre pour avoir une prochaine indication du nouveau calibrage ou de la fin de son programme de rachat d'actifs.

Si les développements économiques en Europe ne subissent pas de contrecoup au deuxième semestre, nous estimons que la BCE réduira sans doute son programme au début 2018 avant de remonter ultérieurement, sans précipitation, ses taux directeurs. Il n'y a que peu de probabilités de voir ces taux remonter avant la fin de l'année 2018. Ce changement se fera comme aux Etats-Unis de manière graduelle, à moins d'une accélération de la croissance et de l'inflation en 2018.

Taux à 10 ans - Gouvernement (en %)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

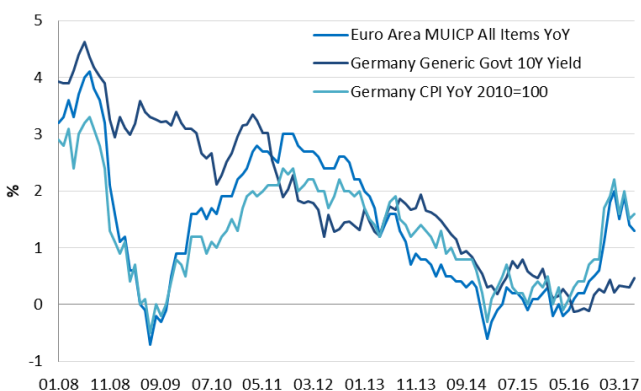
La BCE ne retiendra bientôt plus la hausse des taux longs en zone euro

Après la hausse attendue de l'inflation au 1er trimestre sur les plus hauts niveaux depuis 2012, les indices de prix montrent quelques signes d'essoufflement. Nous relevons il y a quelques semaines que le vecteur principal de la reprise inflationniste ne contribuerait désormais plus autant à l'évolution des prix.

La dynamique de la hausse des cours du pétrole sera moins forte ces prochains mois et son effet sur l'inflation sera réduit. Il est par ailleurs encore trop tôt pour voir une relance nette de l'inflation liée au marché de l'emploi, qui reste encore trop éloigné pour l'instant de son point de friction pour que des hausses de salaires concourent à une hausse des prix. L'inflation de la zone euro est donc en baisse de 1.9% à 1.4% en mai, soit un niveau toujours proche de la prévision de la BCE pour 2017. La normalisation de la politique monétaire peut donc encore attendre 2018, mais avec une stabilisation des taux longs en euros légèrement au-dessus de zéro, les taux d'intérêt réels restent assez nettement négatifs. Cette situation devrait soutenir la consommation et l'investissement.

Nous estimons donc que le programme d'achat d'actifs de la BCE ne sera probablement plus très longtemps en mesure de freiner la remontée des taux d'intérêt européens, dans un contexte économique de plus en plus positif dans la zone euro. Les indicateurs avancés PMI pour le mois de mai confirment en effet toujours la nette reprise de l'activité en Europe. Le PMI composite s'est encore amélioré en mai (56.8) et se situe à son plus haut niveau depuis six ans ; le PMI moyen pour le 2ème trimestre devrait donc également être supérieur et suggérer un renforcement de l'activité entre mars et juin, laissant de fait espérer une progression du PIB peut-être supérieure à +0.6%. De son côté, la production industrielle, en hausse de +0.5% en avril, a été tirée par le segment énergie, mais elle devrait aussi contribuer à une progression plus soutenue du PIB.

Taux d'intérêt - inflation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si les fondamentaux de la zone euro suggèrent donc des taux longs supérieurs à zéro, la hausse de ces derniers est tributaire d'un changement de la perception générale pour l'instant encore trop affecté par l'incertitude de la dynamique économique américaine. Les chiffres de croissance du PIB américain au 2ème trimestre seront certainement déterminants dans l'évolution du sentiment dans les marchés de taux en Europe également.

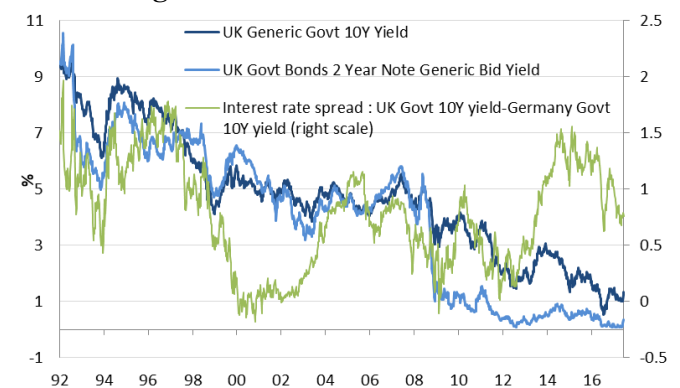
Royaume-Uni : le marché obligataire ne pourra pas ignorer longtemps le retour de l'inflation

L'inflation a fait un retour marqué au Royaume-Uni, essentiellement en raison de la chute de la livre qui a provoqué une hausse de l'inflation importée.

L'indice des prix importés a en effet progressé de +10% depuis le référendum sur le Brexit. Du côté des prix à la production, la hausse sur un an est de +11.6%, alors que l'indice de prix à la consommation (CPI) avance de +2.9% et enregistre sa plus forte progression depuis juillet 2013. Les négociations avec l'UE sur les conditions du retrait du Royaume-Uni auront des répercussions diverses et notamment sur le coût des importations britanniques. L'inflation sera donc certainement supérieure à l'objectif de la BoE de 2% au cours des prochains trimestres, et pourrait même atteindre 4% à l'horizon 2020. Pourtant, malgré la hausse généralisée des prix qui s'est déjà enclenchée, les taux d'intérêt ont plutôt suivi l'évolution des taux sur les marchés internationaux. Si les taux à dix ans ont d'abord rebondi fortement de leurs plus bas enregistrés à la mi-août, de 0.5% à 1.5%, ils ont donc depuis baissé à 1%.

Le marché obligataire britannique devrait prochainement être plus affecté par les fondamentaux domestiques que par l'environnement international encore atone en raison des déceptions économiques aux Etats-Unis ; ses perspectives nous semblent donc peu favorables. Les taux d'intérêt à long terme en livre sterling devraient donc plutôt se tendre au cours des prochains mois.

Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Japon : un marché obligataire toujours sans intérêt

Les risques de déflation ont diminué au Japon, mais ne sont encore pas totalement écartés malgré plusieurs mois de reprise légère des indices de prix. Les premiers signes de reprise des indices, déjà constatés en novembre 2016, se sont depuis renforcés, permettant à l'indice CPI national de montrer une progression annuelle de +0.4% en avril.

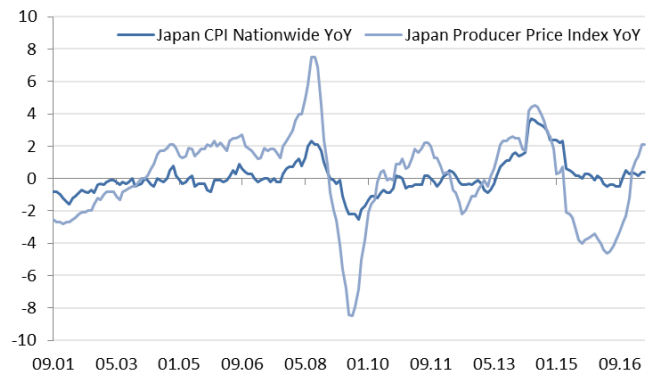
L'inflation a donc fait un timide retour depuis quelques mois, mais elle manque encore de soutien pour s'approcher de l'objectif de 2% fixé par la BOJ.

Une nouvelle accélération en mai pourrait signaler de futurs progrès en ce sens, mais la hausse des salaires et une poursuite de l'affaiblissement du yen semblent toujours représenter les conditions indispensables à tout espoir de relance durable des prix. Du côté des prix à la production, la tendance est plus nette, après deux années de déflation, les indices PPI sont à nouveau en croissance de +2.1% sur un an en avril en raison de la hausse des prix des matières premières et de la faiblesse du yen en particulier.

La BOJ ne peut donc certainement pas encore se réjouir, mais ses tentatives de reflation par la baisse du yen ont enfin une chance d'aboutir au moment même où elle bénéficiera des effets additionnels provoqués par une probable poursuite de la progression des cours du brut. 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 sérieux sur les taux d'intérêt.

Si la tendance haussière des taux longs du gouvernement est indéniable depuis juillet 2016, l'amplitude du mouvement reste tout à fait contenue. Les perspectives d'investissement dans le marché obligataire japonais sont très largement insuffisantes pour suggérer une allocation même réduite, d'autant que le yen n'offre selon nous pas encore de perspectives d'appréciation contre le franc, l'euro et le dollar.

Inflation (CPI et PPI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Marchés périphériques : le niveau des taux protège partiellement des risques de perte en capital

Les rendements en dollars canadiens ou australiens proches ou supérieurs à 2% offrent toujours une alternative au sein des marchés développés aux rendements en euros proches de zéro. Le risque de remontée des taux longs est aussi présent dans ces segments de marché, comme d'ailleurs dans celui des dettes émergentes, mais les niveaux de coupon devraient permettre de limiter, en partie tout du moins, les risques de moins-value en capital.

La dette émergente a été particulièrement recherchée ces derniers mois, elle enregistre ainsi des résultats positifs et meilleurs que ceux obtenus dans les marchés développés. Ces performances relativement importantes suggèrent aussi une hausse des risques de complaisance et de fragilité en cas de hausse du dollar et des taux US. Il convient plus encore aujourd'hui de réaliser des investissements dans la dette émergente souveraine de manière plus sélective.

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 no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch