



L'inflation sera un facteur déterminant pour les taux en 2017

Le Brexit marquera le point d'inflexion des taux longs. Hausse des indices de prix au 1^{er} trimestre 2017. Hausse des salaires aux USA. Vulnérabilité des marchés européens.

Points clés

- Le choc du Brexit marquera sans doute le point d'inflexion des taux longs en 2016
- L'inflation pourrait devenir le nouveau facteur déterminant de l'évolution des taux d'intérêt
- Les taux longs US retrouvent leur niveau pré-Brexit et une nouvelle tendance à la hausse
- Les facteurs endogènes (salaires) et exogènes (matières premières) favoriseront une remontée des prix supérieure à 2% aux États-Unis
- La reprise en Europe est engagée ; la croissance et les injections de liquidités par la BCE soutiendront une hausse des indices de prix déjà observée avec la correction de l'euro
- Des chocs de taux significatifs ne sont donc pas à exclure sur les marchés obligataires au cours des prochains trimestres

Le Brexit marquera sans doute le point d'inflexion des taux longs en 2016

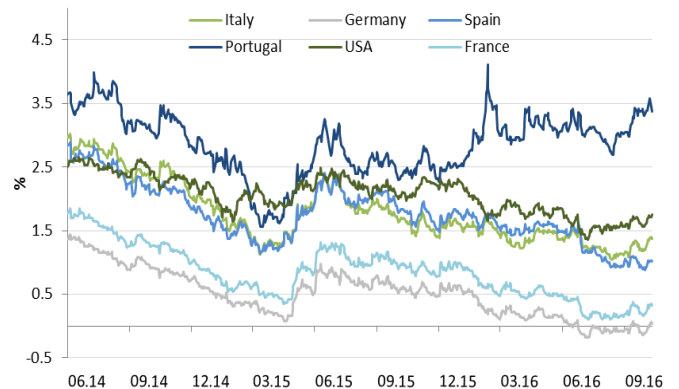
Le résultat du référendum britannique a encore été l'un des événements marquants pour les marchés de taux au 3^{ème} trimestre. Le choc brutal et inattendu s'est prolongé pendant les premiers jours du mois de juillet sur les marchés obligataires.

La surprise du Brexit a d'abord précipité la chute des rendements souverains dans la plupart des régions y compris dans certains pays pourtant sans liens directs avec le vote britannique.

La réaction des investisseurs à l'émergence de cette nouvelle incertitude a naturellement été un réflexe de réallocation de leurs risques sur les actifs moins volatils au détriment des actions notamment. Les marchés obligataires ont donc immédiatement profité de ce

processus pendant quelques jours. Au Royaume-Uni, les rendements des titres gouvernementaux avaient chuté de 1.6% à 0.5% ; dans la zone euro le Bund s'était enfoncé en terrain négatif (-0.2%), alors qu'aux Etats-Unis les rendements baissaient de 1.7% à 1.3%. Les primes de risque se sont parfois un peu reconstituées dans ce mouvement général de baisses. La généralisation de rendements très faibles et parfois négatifs avait tout d'abord réduit de manière dramatique encore un peu plus les rares opportunités d'investissement en obligations qui subsistaient.

Taux à 10 ans-Gvt (en %)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cette chute des rendements au début de l'été n'a finalement pas duré. Elle a même été suivie dans certains cas de rebonds très significatifs, comme aux Etats-Unis en particulier, annonçant le retournement de tendance sur les taux longs plus net que le rythme actuel de normalisation des taux directeurs.

Le rapide retour de la confiance en zone euro et même au Royaume-Uni est intervenu au moment où les statistiques économiques apportaient un peu plus de visibilité et suggéraient de meilleures perspectives économiques. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à dix ans ont d'ailleurs retrouvé leur niveau pré-Brexit, même si'il aura tout de même fallu trois mois de hausse régulière et

progressive des taux pour effacer la chute enregistrée entre le 23 juin et le 5 juillet. La tendance n'est pas encore aussi nette pour les taux longs allemands, mais ceux-ci ont tout de même rebondi de -0.2% à 0.01%. Au Royaume-Uni, les risques de récession sont un peu oubliés et les taux ont aussi pu rebondir de 0.5% à 0.95%. Le renversement de tendance est finalement assez net dans la plupart des marchés.

Le Brexit marquera donc sans doute le point d'inflexion à moyen terme des taux longs.

L'inflation pourrait devenir le nouveau facteur déterminant des marchés de taux

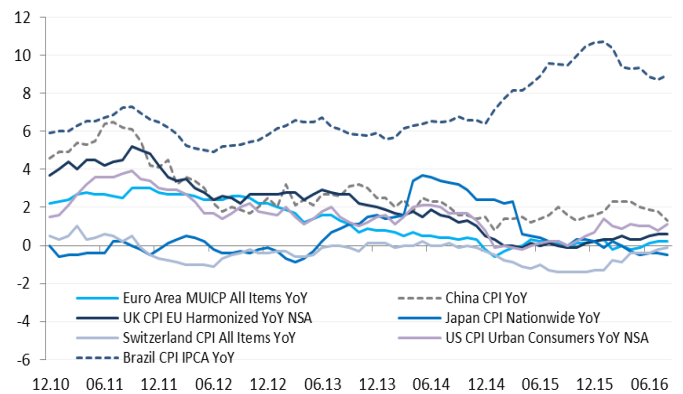
La politique de taux zéro et de taux négatifs est en train de toucher ses limites. La capacité d'action des banques centrales se réduit, même si la BCE et la BoJ restent engagées dans leurs politiques respectives d'injections de liquidités. Nous pensons que désormais les investisseurs vont progressivement changer leur focale d'analyse et se préoccuperont un peu plus de la remontée des taux d'inflation.

Depuis plusieurs années, les banques centrales ont injecté des trillions de liquidités dans le système financier en espérant dynamiser la croissance et relancer l'inflation. Il n'y a encore que quelques mois, en 2015, les inquiétudes se portaient sur les risques de déflation en Europe, au Japon, en Suisse et dans d'autres régions du monde. L'évolution des cours des matières premières et du pétrole en premier lieu avait poussé les indices de prix en territoire négatif. Mais depuis quelques mois, l'inflation remonte et repasse au-dessus de zéro.

Les indices globaux, comme ceux excluant l'alimentation et l'énergie, avancent désormais dans la même direction. Les marchés se sont habitués à des chiffres d'inflation très bas depuis quelques années, mais nous pensons que cela va clairement changer en 2017. La remontée de l'inflation est en partie due à des effets de base qui vont s'amplifier au 1^{er} trimestre et se stabiliser ensuite. Mais aux Etats-Unis en particulier, l'inflation attendue est déjà supérieure à l'objectif de la banque centrale. L'inflation, hors alimentation et énergie, est déjà proche de l'objectif de 2% de la Fed. En 2017, il est tout à fait probable que les facteurs endogènes (salaires) et exogènes (matières premières) se combinent pour pousser les indices de prix au-dessus des objectifs généralement annoncés par les banques centrales. Il est crucial de relever que de tels développements auront des effets importants sur les marchés de taux. Un renversement de tendance net sur l'inflation, surtout si il intervient dans un contexte d'amélioration graduelle des conditions économiques, aura un impact sur l'appréciation des opportunités et des risques des investisseurs. Des réajustements rapides

d'anticipations pourraient provoquer des chocs de taux significatifs sur les marchés obligataires au cours des prochains trimestres. Nous pensons que l'inflation pourrait devenir l'un des nouveaux facteurs clés déterminant l'évolution des marchés de taux.

Inflation-Indices des prix à la consommation (USA, UK, Europe, Suisse, Japon, Chine, Brésil)

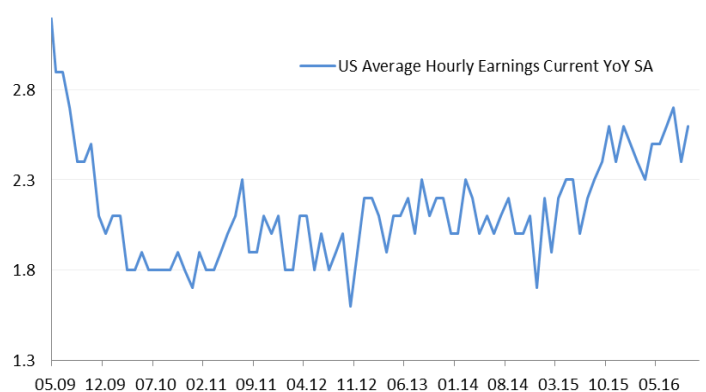


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

États-Unis : l'inflation sera poussée par la hausse des salaires

Aux Etats-Unis, la politique monétaire restera inchangée jusqu'en décembre. Les signes de renforcement conjoncturels sont pourtant présents mais sans doute insuffisants pour provoquer une décision plus rapide du FOMC. Mais le point essentiel qui influencera l'évolution des taux longs en dollar est à notre avis de plus en plus un facteur domestique. La hausse des cours du brut provoquera évidemment une hausse de l'inflation ces prochains mois, mais l'économie américaine devrait être la première à constater une progression, certes réduite, des salaires. La Fed attend cela avec impatience pour démontrer l'efficacité de sa politique et sera certainement un peu laxiste à combattre une éventuelle remontée des indices de prix.

Evolution du salaire horaire aux USA

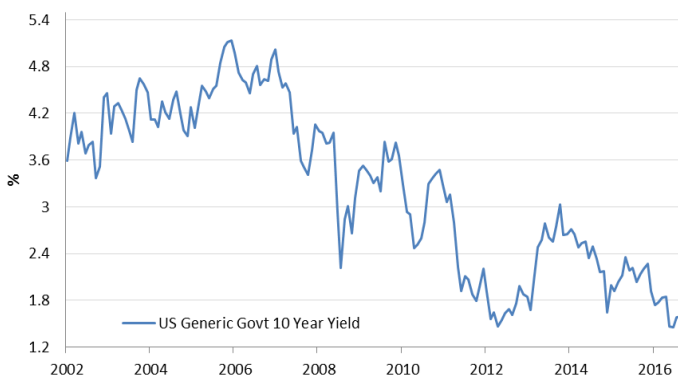


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Pour l'instant, les hausses de salaires ne sont pas spectaculaires, mais la progression est tout de même de +2.6% sur un an. Le marché de l'emploi s'affirme toujours même si les créations d'emploi semblent parfois un peu moins solides qu'escompté. Depuis quelques semaines, le taux de chômage ne baisse plus vraiment et se stabilise à 5%. Nous estimons que le 4^{ème} trimestre montrera encore des signes de vigueur de l'emploi qui se transmettront aux indices de prix. Les pressions inflationnistes devraient donc se mettre en place plus nettement avec une intensification probable des hausses de salaires.

Dans ce contexte, les taux longs américains nous semblent trop bas et susceptibles d'enregistrer prochainement une correction sensible. Les élections américaines pourraient constituer un élément déclencheur d'une remontée des taux, mais c'est certainement les indices de prix qui influenceront prochainement les taux. Les taux à dix ans du Trésor pourraient remonter de 1.6% à 2.0% au cours des six prochains mois.

Taux du gouvernement US à 10 ans (%)



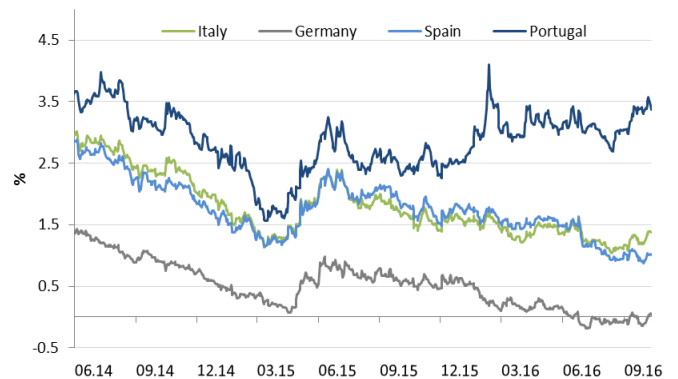
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Zone euro : Attention au renversement de tendance

En Europe, le marché de l'emploi n'a évidemment pas la même dynamique qu'aux Etats-Unis. Mais la remontée de l'inflation est aussi un facteur observable, qui est en partie lié à la hausse des matières premières. Depuis 2012, l'inflation était en baisse graduelle, faisant planer des risques de déflation qui se sont matérialisés sur les indices globaux en 2015. La remontée des deux indices de prix (globaux et hors alimentation/énergie) à partir de l'été 2015, suite à la correction de l'euro, devrait se poursuivre en 2017. Ce facteur devrait toutefois perdre en intensité. Par contre, les injections de liquidités de la BCE vont continuer et devraient soutenir les anticipations de croissance et d'inflation. La Banque centrale européenne s'attend à une remontée des prix de 1.2% en 2017. Nous prévoyons une hausse

un peu supérieure en raison notamment de nos perspectives favorables pour les cours du brut et des effets de base au 1^{er} trimestre. D'un point de vue relatif, les marchés de taux européens font face à une autre problématique que celle envisagée pour les marchés en dollars. Les taux sont proches de zéro ou négatifs dans l'absolu. Ils sont donc encore plus vulnérables à des prises de profits et à toute forme de réallocation des risques. Rappelons que les rendements du Bund allemand avaient bondi de 0.15% à 1% entre mai et juin 2015, lorsque l'inflation repassait au-dessus de zéro. Nous recommandons donc de porter une attention particulière aux risques de remontée des taux longs qui s'accroissent en cette fin d'année avec l'amélioration des perspectives économiques et la tendance haussière de l'inflation.

Taux à 10 ans - Gvt Europe (en %)

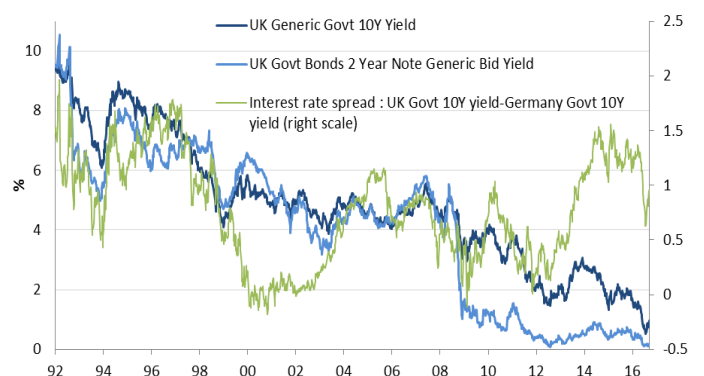


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Royaume-Uni : L'euphorie obligataire est terminée

Malgré la chute de la livre et une hausse de l'inflation en août (+0.3%), les indices de prix restent en faible progression pour l'instant, soit +0.6% sur un an et +1.3% pour l'indice hors alimentation et énergie. Toutefois, la hausse des prix importés de +7.6% sur un an, consécutive à la chute de la livre et la hausse du brut, devrait se transmettre aux indices globaux.

Taux gouvernementaux UK à 10 ans et 2 ans (en%)



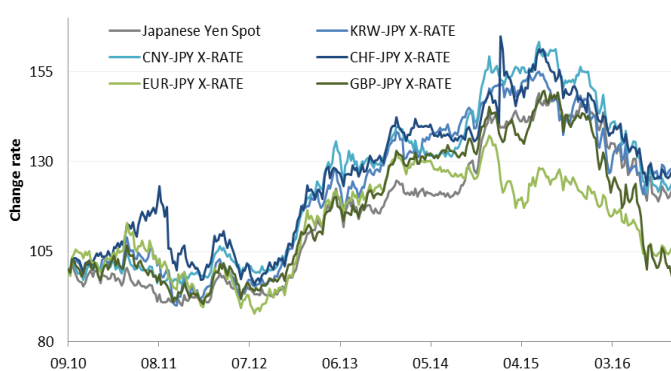
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, les taux à dix ans ont enregistré de nouveaux records historiques en descendant en dessous de leur plancher de janvier 2015 à seulement 0.5% avant d'enregistrer depuis la mi-août une remontée graduelle. Cette situation est tout à fait extraordinaire, car elle ne semble pas prendre en compte les risques significatifs de hausses de taux et des primes de risque, pourtant logiquement associés au Brexit et à la perte immédiate annoncée par les agences de notation de la note maximale AAA accordée à la dette britannique. Elle constitue toutefois un élément indispensable au soutien conjoncturel dont a besoin l'économie, mais l'euphorie présente ne devrait certainement pas durer. Nous recommandons d'éviter un positionnement prématuré sur le marché britannique.

Japon : Marché sans intérêt

La dernière réunion de la BoJ n'apporte pas de perspectives nouvelles au marché obligataire japonais. La surprise positive sur la croissance du PIB ne devrait pas radicalement changer la perception des investisseurs. Il est en effet encore trop tôt pour considérer que la reprise économique est désormais solide et peut s'affranchir d'une politique de taux bas. Le marché obligataire devrait donc rester anémique, les taux japonais devraient rester dans une bande de fluctuation très étroite. La volatilité implicite est d'ailleurs proche de ses points bas historiques.

Taux de change Yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

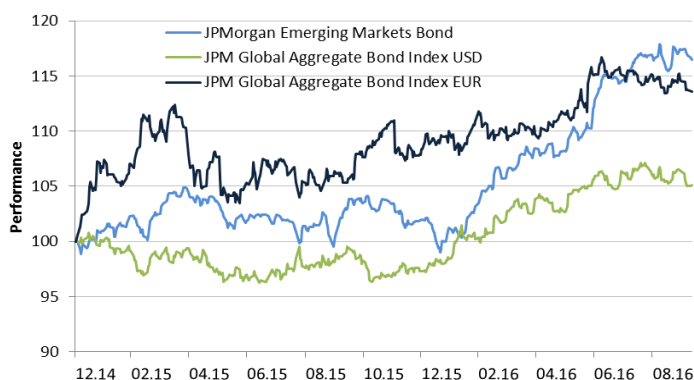
Cette situation devrait favoriser les « carry trade » en

dollar, euro et autres devises, mais pour l'instant on n'observe toujours pas d'effet induit positif sur le taux de change. Le différentiel de rendement est pourtant appelé à s'accroître en pénalisant le yen. Mais l'absence de hausse des taux directeurs aux Etats-Unis retient sans doute ce mouvement pour le moment.

Marchés émergents : 15% de hausse déjà

Les marchés obligataires émergents ont profité jusqu'à ce jour de la baisse des rendements des pays développés. Depuis le début de l'année nous relevions que ce segment du marché obligataire offrait encore une des rares opportunités de plus-value en capital et des rendements décents. C'est de moins en moins le cas après la hausse des cours de +15% enregistrée par l'ensemble des marchés émergents. La reprise du cycle des matières premières renforcera certainement les devises des pays producteurs, améliorant de facto aussi leurs comptes courants. Le renversement de tendance des cours du brut et des métaux industriels pourrait modifier la perception des investisseurs sur les perspectives des pays émergents les plus pénalisés et favoriser un ajustement des anticipations. Mais si les obligations émergentes peuvent toujours constituer une source de diversification intéressante dans le contexte actuel, elles sont aussi devenues plus risquées. Elles ne seront pas immunisées en cas de changement de perception sur les marchés développés. Des prises de profits nous semblent raisonnables à ces niveaux.

Performance 2016 des indices obligations émergentes corporate (rebasé à 100)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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