

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CTO

18 mars 2013

Marchés : Baisse possible de -15% des titres de la Confédération

Les obligations gouvernementales suisses chuteront de -15% en cas de remontées des taux longs similaires (150ptb) à celles observées lors des trois précédents rebonds.

Points clés

- 3 mois de prises de profits sur les obligations
- Hausse des taux de la Confédération de 40 ptb.
- Le marché suisse profite à court terme du retour des incertitudes européennes
- La normalisation des politiques monétaires sera difficile sans affecter les taux longs
- Les taux longs US poursuivront leur hausse
- Pas de raisons fondamentale pour une remontée des taux suisses mais le point d'inflexion a sans doute déjà été atteint
- Chute moyenne de -7% en Suisse au cours des trois précédentes périodes de rebond des taux
- La prochaine baisse pourrait être de -15%

Le marché obligataire suisse résiste et ne souffre pas encore dramatiquement de la remontée des taux longs

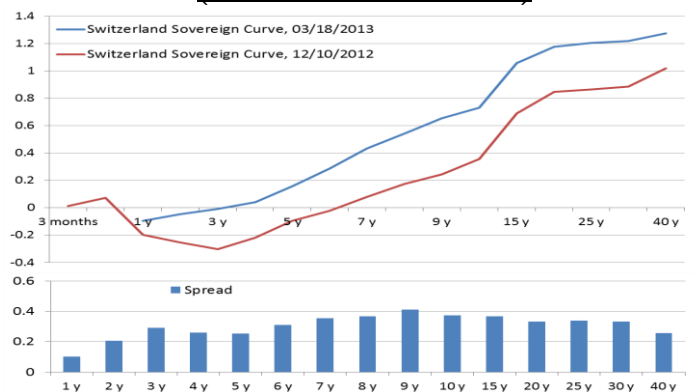
Le marché obligataire suisse (-0.3%) se porte finalement pas si mal en cette fin de 1^{er} trimestre 2013, qui a pourtant surtout vu les actifs risqués enregistrer des performances historiques impressionnantes, à l'image des actions suisses qui progressaient en janvier de +8.33% et réalisaient ainsi la meilleure performance obtenue pour un mois de janvier depuis 1997. Tandis que les investisseurs se laissent convaincre par l'amélioration des perspectives de croissance dans le monde, ils délaissent progressivement les marchés de taux et les placements « hors risque » ou ceux, comme l'or, offrant une protection contre le retour des incertitudes sur le plan politique et systémique en particulier.

Les obligations gouvernementales suisses, dont les taux à 10 ans avaient atteint des niveaux plancher dès août 2012 à seulement 0.4%, ont subi quelques prises de profit qui ont suffi à les propulser au-delà de 0.8% en quelques semaines.

Ce mouvement relativement faible de seulement 40 points de base représentait tout de même une hausse de 100% du niveau des taux d'intérêt.

Un mouvement similaire s'est produit sur toute la courbe de taux. Mais c'est sur la partie des taux au-delà de 7 ans que le mouvement s'est montré le plus net. Les échéances plus courtes n'ont subi qu'une hausse de 20 à 30 points de base dans le même temps. Relevons toutefois que la dette gouvernementale entre 15 et 30 ans de maturité a aussi été touchée de manière similaire, tandis que celle à très longue maturité (40 ans) a été un peu moins pénalisée (hausse de 20 points de base).

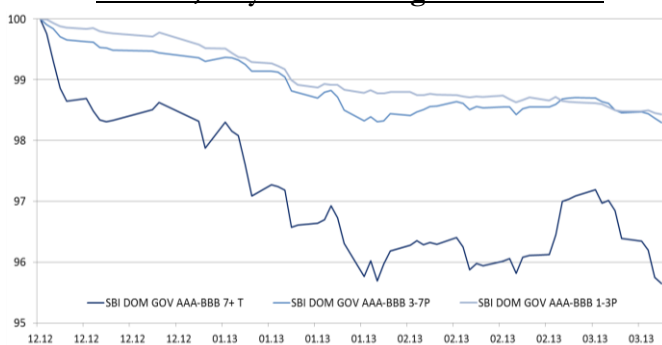
Taux d'intérêt obligations gouvernementales suisses (décembre 2012-mars 2013)



Entre le point le plus bas des taux en décembre 2012 et le 14 mars 2013, cette progression a provoqué une perte de valeur en capital de -4.38% sur les obligations gouvernementales à plus de 7 ans de maturité, mesuré par l'indice SBI Domestique Gouvernemental AAA-BBB +7ans.

Il est intéressant de souligner que les obligations gouvernementales domestiques de maturités plus courtes ont nettement moins souffert de la remontée des taux observées ces derniers mois. Les maturités courtes, comprises entre 1 et 3 ans ont effectivement le mieux résisté (-1.62%), alors que les obligations de maturités moyennes perdaient -1.72%.

Indices obligataires gouvernementaux suisses Courtes, moyennes et longues échéances



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Le retour des incertitudes en Europe soutient les marchés de taux en Suisse

Depuis les élections italiennes, le retour de quelques incertitudes en Europe ont à nouveau relancé l'intérêt des investisseurs sur la dette gouvernementale suisse et allemande notamment. Ces derniers jours, les besoins de financement de Chypre et le plan de sauvetage proposé par l'union européenne ont rajouté de nouvelles sources de préoccupation. La solution avancée par les ministres des finances européens visant à forcer les déposants dans les banques chypriotes à participer au coût de sauvetage du pays n'a clairement pas fait l'unanimité. Le parlement chypriote doit encore accepter les conditions proposées pour accorder une aide financière à Chypre. Une taxation de 9.9% des dépôts bancaires supérieurs à 100'000 euros et de 6.7% pour les dépôts inférieurs est considérée par certains comme un véritable « hold up » sur la fortune des investisseurs privés. Les marchés financiers ont très mal réagi à cette nouvelle, craignant naturellement une contagion de cette pratique pour le moins arbitraire, discriminante et parfois jugée confiscatoire.

Après plusieurs mois de convergence des taux d'intérêt entre les pays périphériques et les taux allemands, on assiste sans doute à une nouvelle période, peut-être temporaire, d'élargissement des écarts de rendements.

Jusqu'alors relativement optimistes, les marchés actions ont à nouveau subi une phase de prise de profits légitime, comme nous l'avions suggéré dans nos précédentes analyses hebdomadaires, après les progressions significatives observées depuis le début de l'année.

Le risque existe désormais que certains investisseurs choisissent à nouveau de transférer leurs dépôts bancaires dans des pays moins susceptibles de devoir recourir aux mêmes solutions que celles imaginées ces derniers jours pour sauver Chypre.

On pourrait craindre une nouvelle phase de fuite de capitaux d'Espagne, d'Italie, du Portugal par exemple, en direction de l'Allemagne. Mais ce retour des incertitudes en Europe pourrait aussi relancer un nouvel intérêt pour l'or et le dollar US.

A court terme, le franc suisse et la dette gouvernementale helvétique, malgré des taux extrêmement peu attractifs, retrouvent les faveurs des investisseurs, les taux longs sont redescendus de 30 ptb. en quelques jours seulement.

L'euro avait pu s'apprécier de 1.21 à 1.25 francs suisses en janvier, mais il souffre à nouveau de ces nouvelles turbulences et retrouve un niveau proche de celui du début de l'année. La tendance récente est similaire pour le dollar, qui poursuit son appréciation contre l'euro de 1.36 à 1.29 à la mi-mars.

Après une longue période de risque faible, les derniers événements pourraient bien laisser la place à une phase de doute pendant quelques semaines. Dans les prochains jours, plusieurs pays du sud de l'Europe devront venir se financer dans les marchés (Grèce, Espagne, Italie et Portugal), ce qui constituera un test réel de l'évolution du sentiment des investisseurs et de leur appétit pour le risque, quelques jours après que l'Espagne ait annoncé une progression de sa dette historique à près de 85% de son PIB soit environ 900 milliards d'euros.

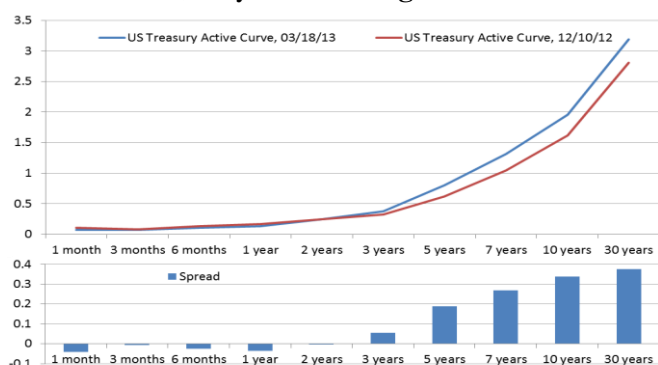
La réunion du FOMC du 20 mars apportera des précisions sur fonds de regain d'intérêt pour la dette du trésor américain

Depuis plusieurs mois maintenant, la dynamique annoncée en matière de croissance économique aux Etats-Unis se confirme et surprend à nouveau les observateurs. Le renforcement de la conjoncture américaine s'était accompagné ces dernières semaines d'une hausse des marchés actions et d'un début de correction sur les taux d'intérêt du trésor américain. On observe, dans le graphique ci-après, qu'entre le mois de décembre 2012 et la mi-mars 2013, une hausse de 30 points de base s'était aussi matérialisée sur l'ensemble de la courbe de taux d'intérêt du trésor américain.

Le point d'inflexion des taux au début du mois de décembre, correspondait effectivement à un changement de perception sensible des investisseurs sur les chances de succès des négociations à propos de la question de la falaise fiscale aux Etats-Unis. Les risques d'un effondrement de la conjoncture s'éloignant, ceux-ci se sont concentrés sur les nouvelles économiques toujours positives venant confirmer le retour en forme de l'économie américaine.

Dans ce contexte, les taux des obligations du Trésor à dix ans ont à nouveau atteint 2%.

Obligations gouvernementales US Courtes, moyennes et longues échéances



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais le retour des incertitudes en Europe pourrait aussi affecter temporairement les marchés financiers aux Etats-Unis et nous n'excluons pas qu'une phase de prises de profits sur les marchés actions ne profite à court terme aux obligations en dollars.

Reste qu'au point actuel de la relance conjoncturelle et du raffermissement du marché de l'emploi, la dernière accélération des créations d'emploi et une plus grande diffusion dans les divers secteurs de l'économie a largement surpris les observateurs, la vigueur de l'économie américaine justifie la tendance à la hausse des taux observées ces derniers mois. Celle-ci ne devrait donc pas être remise en question à plus long terme. Dans ce contexte, la Réserve fédérale devrait une nouvelle fois réaffirmer cette semaine sa volonté de maintenir une politique monétaire accommodante tant que son objectif de réduction du chômage en dessous de 6.5% n'est pas atteint.

Mais la stratégie de sortie de la banque centrale américaine apparaît de plus en plus difficile à organiser sans produire d'effets négatifs sur les taux d'intérêt tôt ou tard.

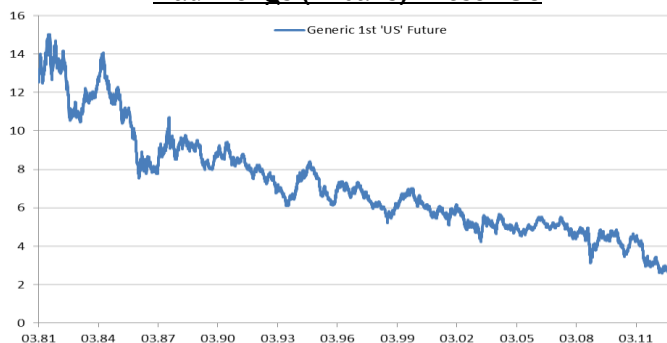
Interrompre trop rapidement son programme de rachat de dettes de 85 milliards par mois pourrait précipiter une remontée des taux d'intérêt et provoquer un risque de ralentissement de la croissance. A contrario, maintenir durablement et peut-être plus longtemps que nécessaire ses rachats provoquerait certainement un retour d'anticipations inflationnistes et une hausse des taux également.

Les taux aux Etats-Unis et en Suisse en particulier ont probablement atteint leur point d'inflexion cyclique au 4^{ème} trimestre 2012. L'accalmie à venir constitue une opportunité de gérer le risque et de réduire la durée.

Profiter d'une prochaine faiblesse des taux pour réduire la maturité des obligations

Les taux longs du trésor américain (plus de dix ans) sont entrés dans leur 32^{ème} année de déclin. Le « bull market » des taux a donc vu le rendement baisser de 15% en 1981 à seulement 2.5% en 2012. Compte tenu de l'extrême difficulté pour la Réserve Fédérale US de normaliser sa stratégie sans effet secondaire sur les taux, une remontée des taux longs à 4% n'est donc pas impossible à l'horizon 2014-2015.

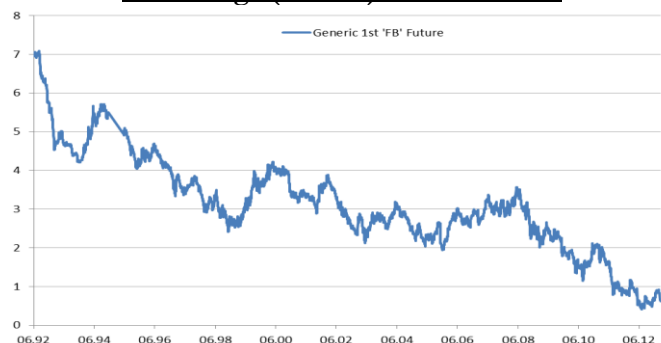
Taux longs (>10ans) Trésor US



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

En Suisse, la tendance séculaire à la baisse remonte à 1992, période à laquelle la population suisse avait voté NON à l'Espace économique européen (EEE). Au cours des 20 dernières années, les taux longs de la Confédération ont chuté de 7% en 1992 à 0.4% en 2012.

Taux longs (>10ans) Confédération



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

La force du franc suisse depuis l'émergence de la crise financière n'est pas étrangère au dernier mouvement de baisse des taux longs de 2% à 0.4%. L'appréciation de +40% du franc contre euro s'est en effet accompagnée d'une baisse des taux longs, mais il aura fallu l'intervention décisive de la BNS et des achats massifs d'euro pour véritablement renverser la tendance tout en maintenant des taux proches de zéro. La récente remontée de l'euro dans les premières semaines de janvier grâce à l'amélioration de la situation en Europe aura permis d'entrevoir ce qui pourrait advenir aux taux longs suisses en cas de normalisation de la situation conjoncturelle et politique en Europe et sur le taux de

change CHF/euro. Au cours des vingt dernières années, les trois périodes de rebond des taux de la Confédération ont été d'environ 150 points de base.

Entre 1999 et 2000, l'impact de cette hausse des taux sur l'indice obligataire gouvernemental était de -7%, soit à peine plus que la baisse de -6.5% enregistrée au cours de la dernière période de remontée des taux de trois ans observée entre 2005 et 2008 à l'émergence de la crise financière.

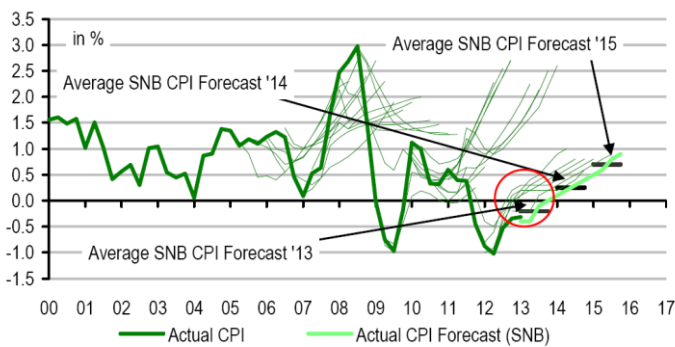
Une remontée des taux de 150 points de base est-elle probable ? Le risque encouru est-il donc de perdre -7% sur les positions obligataires longues ?

Les taux n'ont pas de raison de monter en Suisse pour des raisons conjoncturelles ou de politique monétaire

La BNS révisé ses anticipations inflationnistes qui restent en-dessous de 1% pour les trois prochaines années. La croissance économique devrait selon elle aussi être en-dessous du potentiel, tandis que son appréciation des conditions de l'emploi se détériore. La BNS n'a ainsi aucune raison de modifier sa politique monétaire dans un avenir proche.

Il n'y a donc pas de raison de craindre une remontée rapide des taux en Suisse motivée par un changement de politique monétaire.

Prévisions de hausse de l'inflation de la BNS



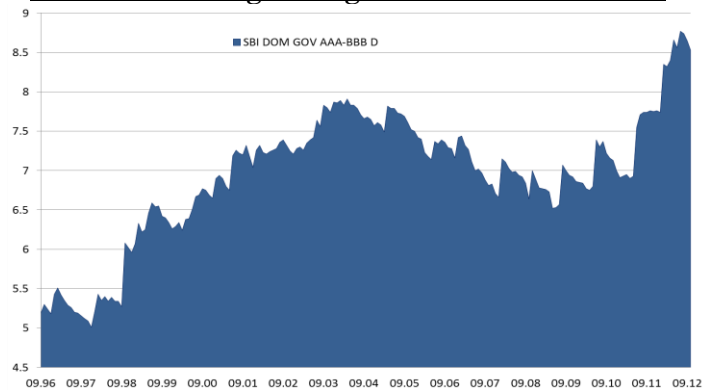
Source: SNB, BFS, UBS

La prochaine remontée des taux sera plus douloureuse et pourrait provoquer une chute de -15% des obligations gouvernementales

Toutefois, si la conjoncture suisse et la politique de la BNS ne semblent pas constituer les éléments déclencheurs d'une remontée prochaine des taux, nous avons déjà indiqué précédemment qu'une amélioration des perspectives économiques internationales contribuerait à renverser la tendance des taux longs, ce qui ne serait alors pas sans effets sur ceux de notre pays.

Il est intéressant d'observer qu'au cours des dernières années, la maturité des obligations gouvernementales émises s'est allongée au point de faire progresser la durée moyenne de l'indice gouvernemental suisse de 5 à 9 ans.

Duration des obligations gouvernementales suisses



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les portefeuilles concentrés sur de la dette gouvernementale suisse et ceux suivant une politique indexée sont donc beaucoup plus vulnérables en 2013 à une hausse des taux que dans les cycles précédents.

Une remontée des taux longs de 150 ptb. produirait cette fois une chute de près de -15% des cours.

La gestion des risques doit donc être ajustée à ce nouveau paramètre, qui pénalisera fortement ce segment en cas de remontée des taux à 2%, niveau qui prévalait avant la chute de l'euro en 2011 par exemple.

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