



Les marchés obligataires n'ont pas encore dit leur dernier mot

Le scénario d'une prochaine fin du QE aux USA est sérieusement remis en question par une conjoncture finalement plus faible. Est-il à nouveau temps de s'intéresser aux obligations ?

Points clés

- Les deux derniers meetings du FOMC renforçaient le scénario d'une fin rapide du QE
- Accélération brutale des hausses de taux et des primes de risques en réaction
- Effondrement de la plupart des marchés de taux, de l'immobilier, de l'or et aussi des actions
- L'optimisme de la Fed s'avère surfait face à la dernière révision de croissance du 1^{er} trimestre
- Changement probable à 180 degrés de la politique de la Fed, retour de la liquidité en été
- Les marchés de taux présentent à nouveau des opportunités à court terme, mais le cycle de baisse de taux est bien terminé depuis 2012

Les commentaires du président de la Fed le 19 juin ont achevé les marchés de taux...mais pas seulement

Le 19 juin, le président de la Réserve fédérale américaine, M. Ben Bernanke, tentait maladroitement de rassurer les marchés de la pertinence de son action par des explications jugées peu convaincantes par les marchés. Déjà inquiétés par les commentaires qui avaient suivi la réunion du précédent comité du FOMC en mai, les marchés financiers n'ont pas réagi positivement à son intervention et se sont définitivement laissés convaincre par l'imminence d'un changement de politique monétaire de la banque centrale américaine signant la fin du QE3.

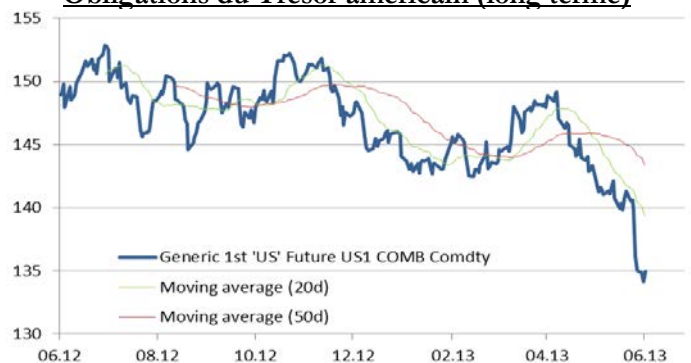
Il pensait sans doute rassurer les investisseurs déjà inquiets en annonçant que la politique de soutien non conventionnelle (QE3) à l'économie américaine ne serait sans doute pas stoppée avant la mi-2014. De la même manière, il a également précisé que si les taux directeurs seraient sans doute maintenus inchangés jusqu'en 2015,

il n'excluait toutefois pas une diminution progressive de ses opérations de rachat de titres mensuelles avant la fin de l'année, considérant que les risques d'affaiblissement de la conjoncture américaine étaient désormais plus faibles qu'auparavant. Les précisions subtiles apportées par la distinction faite entre les notions de « trigger » ou « threshold » concernant l'objectif de 6.5% de taux de chômage comme point d'inflexion de sa politique, n'auront pas non plus convaincu. Et ceci, alors même que ce dernier avait naturellement aussi pris soin de souligner que la Fed ne s'interdirait évidemment pas de changer d'avis si les conditions économiques se faisaient moins positives.

En d'autres termes, dans l'éventualité où l'appréciation faite de la vigueur de la conjoncture devait s'avérer trop optimiste, la Fed pourrait bien entendu intensifier son action par une relance de ses opérations d'achat de titres, peut-être même supérieures à celles déjà fixées dans le QE3 actuel.

Ainsi, nous considérons cette affirmation comme la possibilité pour la Fed d'acheter, par exemple en juillet ou en août, plus de 85 milliards d'actifs, si la conjoncture devait surprendre par une faiblesse inattendue et une rechute du chômage.

Obligations du Trésor américain (long terme)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Il n'en fallait cependant pas plus pour que les investisseurs considèrent que les achats de dettes gouvernementales et autres valeurs acquies depuis plusieurs mois par la Fed - à hauteur de 85 milliards de dollars - allaient très rapidement diminuer avant de s'interrompre peut-être même à plus brève échéance que prévu en raison du calendrier de nomination en vigueur. En effet, le président de la Réserve fédérale devrait terminer son mandat en janvier 2014 et pourrait donc être tenté de mettre en œuvre une stratégie de sortie ou de normalisation de son action au cours des deux derniers trimestres qui lui restent avant la fin de son mandat.

Les obligations du Trésor américain ont donc à nouveau plongé de -4% dans les trois jours suivant son intervention, portant de -8% à -12% la correction des cours observée depuis le dernier renversement de sentiment en décembre 2012.

Les taux longs du Trésor ont effectivement bondi de 2.6% à 3.6% en seulement six mois, mais il est très important de souligner que l'essentiel de ce mouvement s'est en fait réalisé en huit semaines (entre les mois de mai et juin 2013) lorsque le scénario de probable fin de QE3 a commencé à se mettre en place.

La récente tension sur les taux est donc selon nous attribuable en premier lieu à ce renversement des anticipations des investisseurs, et seulement marginalement au processus graduel de réallocation d'actifs en faveur des actions conséquent à la fin du cycle de baisse de taux de trois décennies aux Etats-Unis et de plus de vingt ans en Suisse.

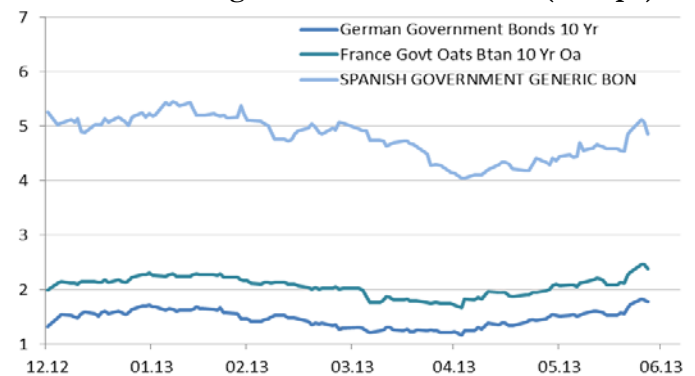
S'il est probable que des flux de ventes réguliers d'obligations aient accompagné le mouvement de hausse des actions, leur impact a donc été relativement contenu puisque les taux longs US terminaient le mois d'avril sur leur niveau moyen des douze derniers mois à 2.8%.

Contagion irrationnelle à tous les marchés de taux...

Au cours des dernières semaines, ce sont tout d'abord les actifs qui avaient été soutenus par la liquidité abondante fournie par les banques centrales qui ont commencé à souffrir de ce changement de scénario de politique monétaire américaine. Les marchés obligataires internationaux, la dette émergente, les fonds immobilier, les marchés émergents et bien entendu l'or et les autres métaux précieux ont subi des dégagements importants liés à

l'ajustement des primes de risques induit par cette nouvelle situation.

Taux d'intérêts gouvernementaux 10 ans (Europe)

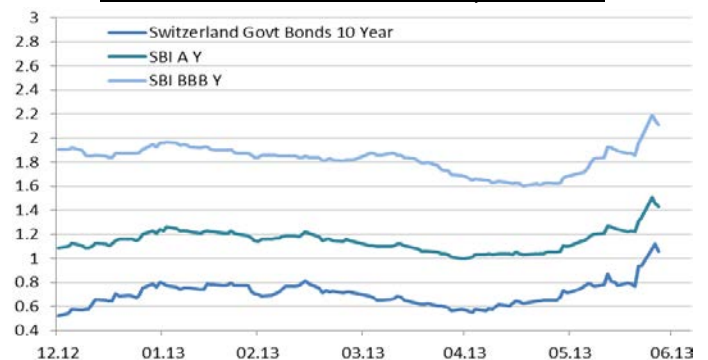


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Ainsi, les taux gouvernementaux à dix ans en Espagne, qui s'étaient détendus d'environ 100 points de base, ont retrouvé en huit semaines leur niveau du début d'année, mais restent encore en-dessous de 5%. En ce qui concerne les taux de la dette Allemande et Française, la tension est plus manifeste, ceux-ci ont en effet enregistré une progression de 1.3% à 1.8% (Allemagne) et de 2% à 2.4% (France) entre le mois de décembre et ce jour.

En Suisse, les taux ont suivi le même chemin. Nous annonçons dans une analyse hebdomadaire en mai que le retour des taux longs de la Confédération à 0.4% marquait certainement le dernier test des plus bas déjà observés en août 2012 après une baisse de vingt et un ans des taux dans notre pays. Nous rappelions alors, qu'à ce niveau, les obligations suisses n'offraient clairement aucune perspective. Dans les quelques semaines qui ont suivi, le marché suisse a subi un renversement de tendance brutal et les taux longs de la Confédération ont bondi de 60 points de base à 1.05%, alors que les taux des obligations A remontaient au-dessus de 1.4% et ceux des obligations BBB dépassaient à nouveau les 2.1%. Le rebond des taux observé dans notre pays est ainsi déjà significatif en quelques semaines, notamment sur les taux de la Confédération qui sont au plus haut depuis le mois d'août 2011.

Taux d'intérêts Confédération, A et BBB

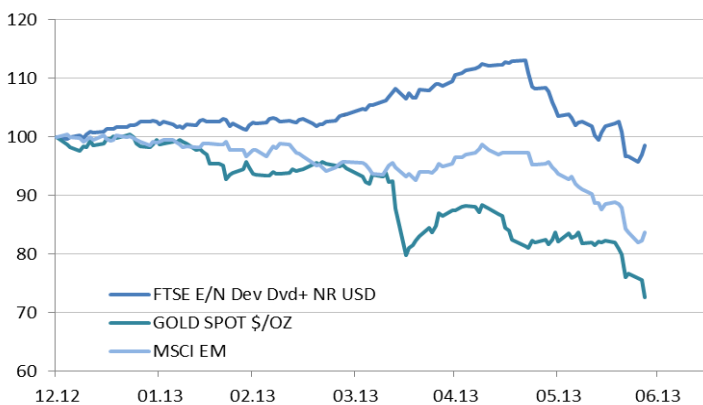


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

...puis finalement à toutes les classes d'actifs

A partir du mois de mai, l'immobilier a aussi subi les effets de la remontée des taux d'intérêt à long terme et chutait de -15%, effaçant en quelques semaines toute la progression enregistrée jusqu'alors, tandis que les marchés émergents et l'or étaient encore pénalisés par l'anticipation de la fin prochaine du QE aux Etats-Unis. Les premiers termineront sans doute en baisse de près de -15% le semestre, tandis que l'or enregistrera probablement une correction similaire à celle observée en 2008 d'environ -30%.

Immobilier international, marchés émergents et or

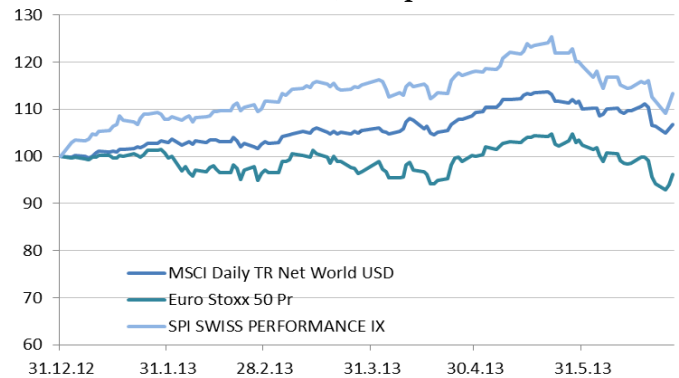


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les marchés actions, qui avaient poursuivi leur progression sans interruption jusqu'au 22 mai en enregistrant des performances parfois impressionnantes, ont brutalement réagi aux premiers signes donnés par le président de la banque centrale américaine d'un prochain ralentissement des opérations de QE. Le deuxième signal de panique a été reçu lors de la dernière conférence de presse du mercredi 19 juin confirmant cette position, provoquant de nouvelles incertitudes et prises de profits sur l'ensemble des marchés actions.

Le marché américain, premier concerné par une possible réduction des achats de la Fed, a finalement cédé plus de -5% en quatre cessions de bourse avant de trouver un certain soutien au-dessus de 1'550 points sur le S&P500. Une réaction globale de -7.5%, qui lui permettait tout de même de rester en hausse +11.4% au 24 juin depuis le début de l'année. En Europe, la détérioration générale du sentiment a provoqué des dégagements plus importants (-12.5%) et poussé les indices européens en performance négative (-1.7%) depuis le début de l'année. Les marchés émergents subissaient dans le même temps un « sell-off » brutal de -17.5% (MSCI Emerging markets), alors que le Japon plongeait de -22% et la Chine s'enfonçait de -27% depuis son sommet de février.

Actions internationales, européennes et suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La révision de la croissance américaine de +2.4% à seulement +1.8% au 1^{er} trimestre force la Fed à réviser sa copie

La révision très nette à la baisse de la croissance américaine pour le 1^{er} trimestre vient cette semaine à point nommé pour remettre fortement en question la stratégie de normalisation de la politique monétaire américaine par une diminution progressive du QE.

Cette révision vient effectivement remettre en question l'appréciation actuelle de la vigueur de l'économie américaine et en particulier l'anticipation d'accélération au 2^{ème} trimestre et en fin d'année. Ainsi, la troisième révision des comptes nationaux montre une consommation finalement moins forte qu'estimée, probablement sous l'impulsion d'effets plus importants des hausses d'impôts. Les prévisions de croissance de la Fed pour l'année 2013 n'ont donc que très peu de chances de se réaliser compte tenu de la faiblesse du 1^{er} trimestre et du peu de probabilité de voir une accélération à 3% se matérialiser en seconde partie d'année.

Désormais, il apparaît que les commentaires du président de la Fed indiquant que « les risques d'affaiblissement conjoncturel semblaient diminuer » soient un peu trop optimistes. La stratégie de diminution du QE sur fonds d'accélération de croissance nous semble donc reléguée pour un temps au placard.

Depuis quelques jours, les commentaires de divers présidents de Fed régionales se sont enchaînés pour corriger le tir. Ceux-ci soulignaient notamment que ce sera avant tout l'état de l'économie qui déterminera s'il est approprié ou non de mettre un terme à la politique actuelle de QE et de taux bas.

Les derniers commentaires du président de la Fed de New-York indiquant que le QE pourrait être prolongé si les prévisions de la Fed étaient trop

optimistes indique également une nouvelle tendance. Le message des autorités monétaires américaines a ainsi presque viré à 180 degrés en quelques jours pour s'adapter à une situation inattendue.

L'histoire nous dira peut-être si la stratégie du président de la Fed adoptée en mai était de tester la réaction des marchés financiers à une fin inéluctable des mesures quantitatives. Toutefois, en adoptant une position délibérément plus optimiste sur la santé de l'économie américaine tout en annonçant une diminution progressive de son action de soutien, il aura en tout cas pu en mesurer les effets dramatiques en quelques semaines sur les taux d'intérêt et les primes des risques. La stratégie de sortie des QE ne sera pas sans effets sur les marchés financiers et sur la croissance économique en raison des impacts rapidement négatifs provoqués sur le marché immobilier par une remontée des taux. Si la confiance des ménages est restée élevée ces dernières semaines, la tension sur les taux hypothécaire s'est amplifiée, provoquant en réaction une chute rapide des demandes de financement hypothécaire. La hausse de 3.5% à 4.5% des taux hypothécaires devrait ralentir l'activité de construction, ce qui pourrait encore peser sur les chiffres de croissance de l'économie dans les prochains mois. Le programme de la prochaine réunion du FOMC prévue en juillet avant la pause estivale et son retour en septembre s'annonce chargé. Les membres du comité devront gérer le changement probable de cap et les commentaires du président de la Fed devront habilement exposer et préciser la nouvelle stratégie en espérant conserver une crédibilité suffisante pour maintenir la confiance. Cela sera d'autant plus aisé que les taux d'intérêt auront repris le chemin de la baisse, une mission qui sera certainement cruciale pour M. Bernanke pendant les prochaines semaines.

Finalement plutôt plus de QE qu'attendu pendant l'été pour abaisser les taux d'intérêt

L'été ne sera finalement peut-être pas si chaud que cela (cf Analyse hebdomadaire 31.05.2013), le pire étant certainement déjà derrière nous pour toutes les classes d'actifs, à commencer par les marchés de taux.

Après la forte hausse des taux observée depuis quelques mois, les marchés obligataires devraient être mieux orientés au cours des prochaines semaines.

Le maintien et peut-être même la relance des achats d'obligations par la Fed au-delà des 85 milliards fixés pour s'assurer d'une diminution rapide des tensions devrait à nouveau changer la psychologie et le sentiment des investisseurs.

Ce changement de politique de la Fed pourrait même relancer les anticipations de soutien des autres banques centrales, notamment de celles des marchés émergents, de la Chine et du Japon.

Alors que les craintes de renversement de politique monétaire aux Etats-Unis apparaissent aujourd'hui très exagérées et même probablement infondées pour quelques mois de plus en tout cas, les marchés de taux qui ne présentaient bien souvent plus aucun attrait il n'y a que quelques mois, retrouvent une certaine attractivité dans le contexte actuel. Les craintes de ralentissement conjoncturel et le maintien du QE devraient soutenir les marchés de taux aux Etats-Unis. Mais ce changement de sentiment devrait encore plus nettement agir sur les autres marchés obligataires qui avaient injustement souffert dans le sillage de la hausse des taux US.

Conclusions

La Fed sait désormais à quoi s'attendre lorsqu'il s'agira de mettre réellement en œuvre sa stratégie de sortie du QE.

La croissance américaine montre des signes de faiblesse et force la Fed à réviser sa copie. La fin du QE américain n'est pas pour tout de suite. Un revirement de tendance est probable de la part de la Fed, qui pourrait intensifier son action afin de faire rebaisser les taux longs pendant l'été.

La plupart des marchés obligataires devraient en bénéficier à court terme seulement, car le cycle de baisse de taux s'est probablement achevé en 2012.

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 informel 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