



Counterpoint Weekly 7–13 mars 2022

Redémarrage à la hausse

Daniele Antonucci
Chief Economist
& Macro Strategist

Bernhard Eschweiler
Consultant

Tom Kremer
Senior Macro Strategist

Lionel Balle
Head of Fixed
Income Strategy

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Bien que les incertitudes géopolitiques soient susceptibles de les maintenir à un niveau bas pendant encore un certain temps, les rendements obligataires progressent à mesure que les banques centrales normalisent leur politique. Ils devraient selon nous augmenter encore davantage, mais, à moyen terme, nous anticipons des taux moins élevés que lors des cycles précédents.

Ce qu'il faut savoir

- Dans notre [Counterpoint 2022](#), nous estimons que les rendements obligataires, bien qu'en hausse, devraient se maintenir à des niveaux relativement bas. Avant le conflit entre la Russie et l'Ukraine, les marchés tablaient sur ce que nous estimions être un nombre trop élevé de hausses de taux. Ces attentes se rapprochent désormais de notre point de vue, en particulier en ce qui concerne la BCE, dont les taux ne devraient pas être relevés de manière significative au-delà de zéro en 2022-2023.
- La Fed devrait selon nous commencer, et la Banque d'Angleterre probablement continuer, à relever ses taux et/ou à réduire son bilan ce mois-ci. Mais, bien qu'elles soient concentrées en début de période, nous pensons que la somme des hausses de taux devrait être relativement faible au cours de ce cycle et atteindre 2 à 2,5 % aux États-Unis et 1,5 % au Royaume-Uni au cours des deux prochaines années. Cela devrait limiter la hausse de l'ensemble des rendements obligataires.
- Bien que le contexte géopolitique soit susceptible d'accroître encore davantage la volatilité, notre analyse de la situation macroéconomique et des taux d'intérêt nous laisse penser que les inquiétudes des marchés boursiers concernant le niveau élevé des rendements obligataires sont probablement excessives. Les spreads de crédit ont eux aussi réagi à l'évolution des politiques des banques centrales. Mais ils devraient se resserrer à moyen terme compte tenu de la solidité des fondamentaux des entreprises et des indicateurs techniques positifs, même si le chemin risque d'être cahoteux.

Depuis le début de l'année, la volatilité est en hausse sur les marchés, et notamment sur les marchés obligataires. Il est tentant d'attribuer ce phénomène à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'incertitude géopolitique est bien entendu un facteur aggravant. Mais le point essentiel pour les marchés est le fait que les banques centrales et les pouvoirs publics revoient désormais à la baisse leurs mesures de soutien d'urgence, ou sont sur le point de le faire car les économies se sont considérablement redressées. Et même si nous continuons de penser que la normalisation des politiques, le dépassement du pic de croissance et le rétablissement des chaînes d'approvisionnement devraient contribuer à freiner l'inflation à terme, les pressions inflationnistes restent élevées pour l'heure. Nous avons toujours pensé que les marchés anticipaient un nombre trop élevé et injustifié de hausses de taux compte tenu de nos prévisions. Nous constatons à présent que les attentes en matière de taux convergent vers notre scénario plus modéré.

Notre nouveau modèle de taux d'intérêt établit une projection des rendements obligataires en fonction de la croissance et de l'inflation, de la politique monétaire et budgétaire, ainsi que des bilans des ménages, des entreprises et des investisseurs étrangers. Il laisse entrevoir une hausse des rendements obligataires, sans qu'ils soient pour autant élevés, avec un bon du Trésor à 10 ans dépassant tout juste 2,5 % à la fin de notre horizon prévisionnel détaillé (2022-2023). Nous tenons également compte du comportement habituel des marchés, lesquels ont tendance à anticiper le cycle de hausse (en relevant dans un premier temps les rendements obligataires), puis son impact sur la croissance et l'inflation dans un second temps (en les abaissant par la suite). Cela crée une « bosse » dans la courbe des taux, entraînant un dépassement temporaire susceptible d'atteindre environ 3 % sur 12 mois. Mais, bien que le chiffre de 3 % puisse constituer une juste valeur raisonnable à long terme, tout ce qui est susceptible de provoquer un surcroît d'aversion pour le risque, y compris la situation en Ukraine, pourrait faire fléchir les rendements obligataires, de sorte que nous n'anticipons aucune hausse notable des rendements à court terme.

Nos prévisions sont plus modérées que les attentes du marché, lesquelles ont commencé à converger vers les nôtres

Figure 1 : Rendements des bons du Trésor américain à 10 ans (%)

Bien que les rendements obligataires augmentent et qu'il est probable que cette tendance se poursuive avec la normalisation des politiques des banques centrales, les principaux indicateurs fondamentaux laissent penser que leur niveau restera inférieur à celui des cycles passés



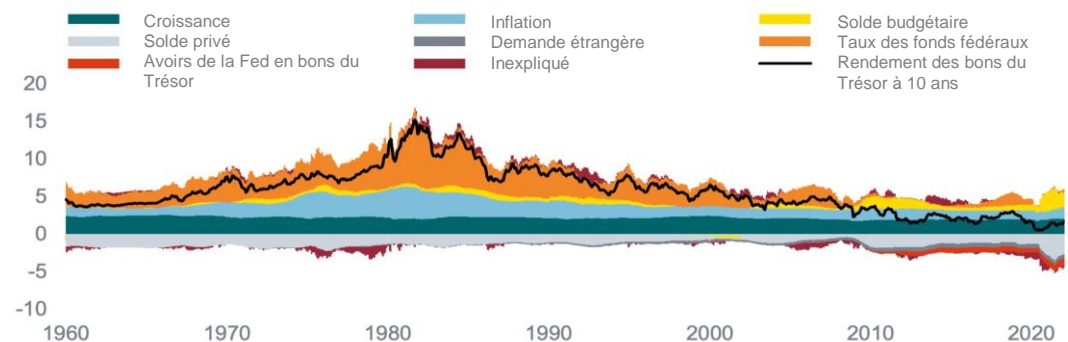
Source : Quintet, Réserve fédérale ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Quels sont les moteurs des rendements obligataires ?

La baisse à long terme des rendements obligataires, engagée depuis les années 1980, a pris fin. Cela signifie que les rendements vont être supérieurs à ceux observés au cours de la décennie qui a précédé la pandémie, lorsque l'assainissement des bilans et l'austérité budgétaire avaient déprimé la croissance et l'inflation, mais que leurs niveaux ne seront pas élevés en valeur absolue. Bien qu'elle ait dépassé son point culminant, la croissance de l'économie est supérieure à la tendance. Les perturbations de l'offre, conjuguées à la reprise de la demande, provoquent une hausse de l'inflation, laquelle devrait néanmoins redescendre de ses sommets à mesure que la situation se stabilisera. La normalisation de la politique monétaire devrait susciter une hausse des rendements obligataires (figure 2). Nos prévisions sont plus modérées que les attentes du marché, lesquelles ont commencé à converger vers les nôtres. Nous pensons que les banques centrales continueront à monétiser la dette pour financer les mesures de relance budgétaire et amortir les chocs énergétiques/d'offre (par ex. ceux liés à l'invasion de l'Ukraine par la Russie) si nécessaire.

Figure 2 : Moteurs de rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (%)

Plusieurs facteurs influent sur les rendements obligataires, entraînant un net relèvement par rapport à leurs faibles niveaux



Source : Quintet, Réserve fédérale ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

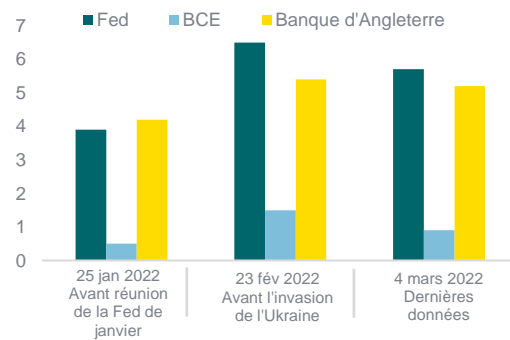
Dans notre modèle, la politique monétaire influe sur les rendements obligataires de trois façons distinctes. Premièrement, toutes choses étant égales par ailleurs, une hausse d'un point de pourcentage du taux des fonds fédéraux ferait grimper le rendement à 10 ans d'un peu plus de 50 pb. Dans la mesure où nous anticipons cinq hausses de taux de la part de la Fed en 2022 (conformément aux attentes du marché, qui se rapprochent désormais de notre point de vue), cela impliquerait une hausse des rendements d'environ 65 pb (figure 3). Le deuxième vecteur est celui

En réponse à la pandémie, la Fed a acheté de grandes quantités de bons du Trésor afin que les coûts de financement restent abordables

des indications prospectives de la Fed. En établissant sa fonction de réaction, la banque centrale peut orienter les attentes du marché. Les cycles passés ont montré qu'en moyenne, la majeure partie de la réaction du marché intervient au cours des six mois précédant la première hausse des taux (figure 4). Dans la mesure où la Fed devrait selon nous commencer à relever ses taux ce mois-ci (mars), cela n'impliquerait qu'une hausse modérée des rendements à l'avenir, avant que l'effet ne se stabilise et finisse par s'estomper en 2023, créant une courbe en forme de bosse.

Figure 3 : Attentes concernant les taux (nb de hausses)

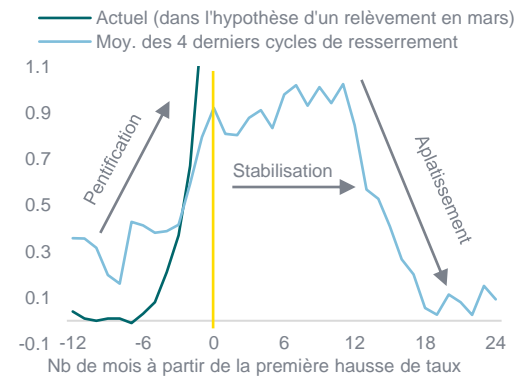
Les investisseurs anticipent un relèvement des taux d'intérêt et des rendements obligataires à terme, mais dans une moindre mesure depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, notamment en ce qui concerne la BCE



Source : Quintet, Bloomberg

Figure 4 : Cycle du taux directeur de la Fed

Les attentes en matière de taux (taux d'intérêt à 6 mois minoré du taux des fonds fédéraux) commencent par augmenter, puis, avec le ralentissement probable de la croissance et de l'inflation, finissent par redescendre, les marchés anticipant un nouvel assouplissement de la part des banques centrales



Source : Quintet, Réserve fédérale

La grande opération de réduction

Le troisième vecteur de transmission de la politique monétaire est le bilan de la Fed (figure 5). En réponse à la pandémie, la Fed a acheté de grandes quantités de bons du Trésor afin que les coûts de financement restent abordables et que l'État fédéral puisse dépenser des sommes sans précédent. Dans la mesure où l'économie américaine se porte mieux et n'a plus besoin de politiques ultra-accommodantes, et face à une inflation supérieure à l'objectif, la Fed a annoncé une réduction passive de son bilan (c'est-à-dire qu'elle ne réinvestit pas les obligations arrivant à échéance), lequel a augmenté pour atteindre près de 9 000 milliards USD. Pour illustrer ce point, en supposant un plafond de réinvestissement mensuel de 60 milliards USD (figure 6), cette mesure devrait exercer une pression haussière modérée sur les rendements obligataires. Bien entendu, tout événement susceptible de faire naître l'incertitude et, par conséquent, de susciter une surenchère en faveur des valeurs refuges, comme le conflit entre la Russie et l'Ukraine, pourrait soutenir le marché des bons du Trésor et maintenir les rendements à un niveau inférieur à celui que laissent entrevoir ces projections modélisées.

Figure 5 : Avoirs de la Fed en bons du Trésor (% du PIB américain)

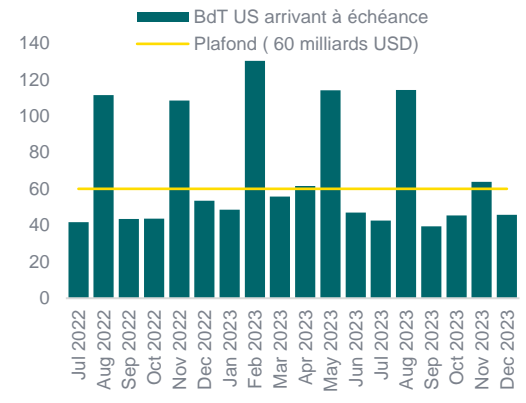
La pandémie a provoqué une expansion massive du bilan de la Fed, qui devrait désormais se contracter



Source : Quintet, Réserve fédérale

Figure 6 : Réduction du volume de bons du Trésor (en milliards USD, chiffre mensuel)

La Fed devrait plafonner la réduction mensuelle de son bilan, ce qui devrait exercer une pression à la hausse sur les rendements obligataires



Source : Quintet, Réserve fédérale

La Fed n'est pas la seule à afficher un bilan substantiel. L'épargne des ménages a considérablement augmenté durant la pandémie sous l'effet du coup de pouce budgétaire apporté aux revenus, des possibilités limitées de dépenses durant les périodes de confinement et de la nécessité de se constituer un matelas de sécurité (figure 7). Cette situation a entraîné une forte hausse de la demande en faveur des bons du Trésor, réduisant encore davantage les rendements obligataires. Dans la mesure où cette épargne est en train d'être dépensée et où aucune enveloppe de relance supplémentaire n'est prévue, une certaine pression à la hausse devrait désormais s'exercer sur les rendements. Nous pensons toutefois que les volants de réserves resteront relativement importants compte tenu de l'incertitude qui subsiste, ce qui devrait ancrer les rendements obligataires à de faibles niveaux. De même, la réduction de l'épargne des entreprises devrait entraîner une hausse des rendements, même si nous pensons qu'elle sera vraisemblablement limitée elle aussi. Dans l'ensemble, l'épargne privée devrait continuer à tirer les rendements obligataires vers le bas, mais dans une moindre mesure (figure 8).

Figure 7 : Épargne des particuliers aux États-Unis (% du PIB)

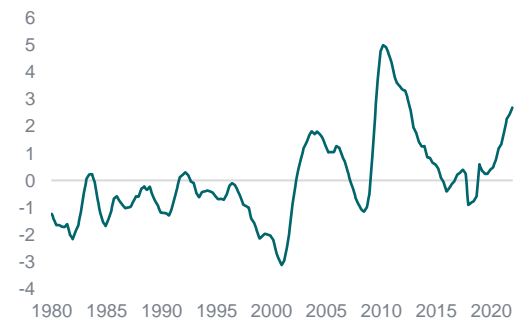
Les ménages devraient normaliser leur épargne, tout en conservant des réserves conséquentes



Source : Quintet, Réserve fédérale

Figure 8 : Capacités/besoins de financement nets des entreprises américaines (% du PIB)

Les entreprises sont devenues emprunteurs nets



Source : Quintet, Réserve fédérale

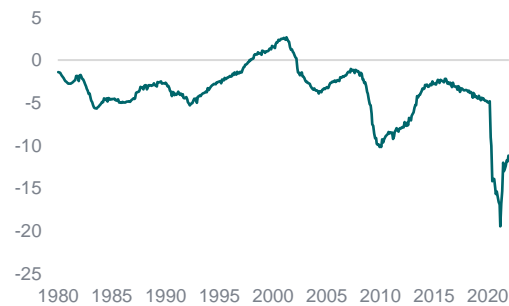
Le bon du Trésor américain représente l'actif sans risque par excellence, mais nous pensons que les achats étrangers vont commencer à ralentir quelque peu

Une question d'offre et de demande

Le déficit budgétaire de l'État fédéral s'est creusé en 2020-2021, les autorités américaines ayant adopté diverses mesures pour amortir les retombées économiques de la pandémie (figure 9). Pour les financer, l'offre de bons du Trésor s'est intensifiée, exerçant une pression haussière sur les rendements obligataires. Toutefois, cette dynamique budgétaire est en train de s'estomper rapidement, la baisse des émissions obligataires venant freiner la hausse des rendements. Bien qu'une partie de cette hausse de l'offre ait été absorbée par les investisseurs nationaux disposant d'une épargne conséquente, la demande étrangère a elle aussi augmenté compte tenu de l'avantage relatif qu'offrent les bons du Trésor en termes de rendement par rapport aux obligations d'État européennes et japonaises (figure 10). Là encore, les incertitudes géopolitiques liées à la Russie et à l'Ukraine pourraient avoir un certain impact. Après tout, le bon du Trésor américain représente l'actif sans risque par excellence. Mais, à terme, nous pensons que les achats étrangers ralentiront quelque peu.

Figure 9 : Solde budgétaire américain (% du PIB)

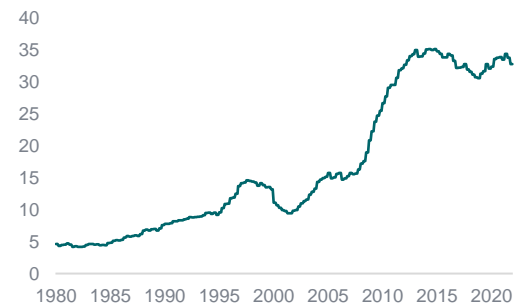
Un déficit budgétaire fédéral toujours très important, car les mesures d'urgence sont désormais derrière nous



Source : Quintet, Réserve fédérale

Figure 10 : Avoirs étrangers en bons du Trésor américain (% du PIB)

Les avoirs étrangers en bons du Trésor pourraient avoir franchi leur sommet



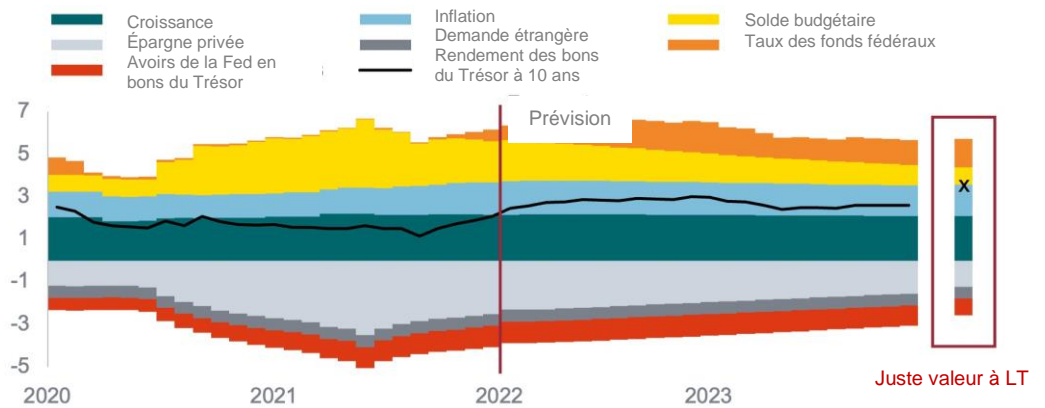
Source : Quintet, Réserve fédérale

Sur la base de nos hypothèses concernant l'offre de bons du Trésor et les différentes sources de demande, ainsi que de nos prévisions macroéconomiques, nous pouvons estimer la trajectoire du rendement des obligations à 10 ans et déterminer une juste valeur à long terme. Nous prévoyons huit hausses de taux de 25 pb jusqu'à fin 2023, ainsi qu'une réduction du bilan. La croissance devrait rester solide, tout en se normalisant par rapport à ses taux actuels très élevés. L'inflation devrait décroître par rapport à ses niveaux élevés, même s'il est probable qu'elle dépassera les faibles niveaux observés au cours de la décennie précédant la pandémie de Covid-19. La normalisation de l'épargne dans le secteur privé, qui pousse les rendements à la hausse, devrait compenser la diminution des besoins de financement des pouvoirs publics. Les attentes du marché concernant le taux directeur présentent une forme de « bosse » typique, poussant potentiellement le rendement à 10 ans à environ 3 % (ce qui constitue une juste valeur raisonnable à long terme, tout en restant à un niveau bas), avant de redescendre à 2,6 % en fin d'année prochaine. Compte tenu des incertitudes géopolitiques, nous pensons que ces attentes, bien que corrigées, restent trop élevées (figure 11).

Nous tablons sur un resserrement des spreads de crédit à moyen terme compte tenu de la solidité des fondamentaux des entreprises et des indicateurs techniques positifs

Figure 11 : Prédiction concernant l'évolution des bons du Trésor à 10 ans et principaux moteurs (%)

Selon nous, il est peu probable que les rendements obligataires augmentent fortement au cours des deux prochaines années



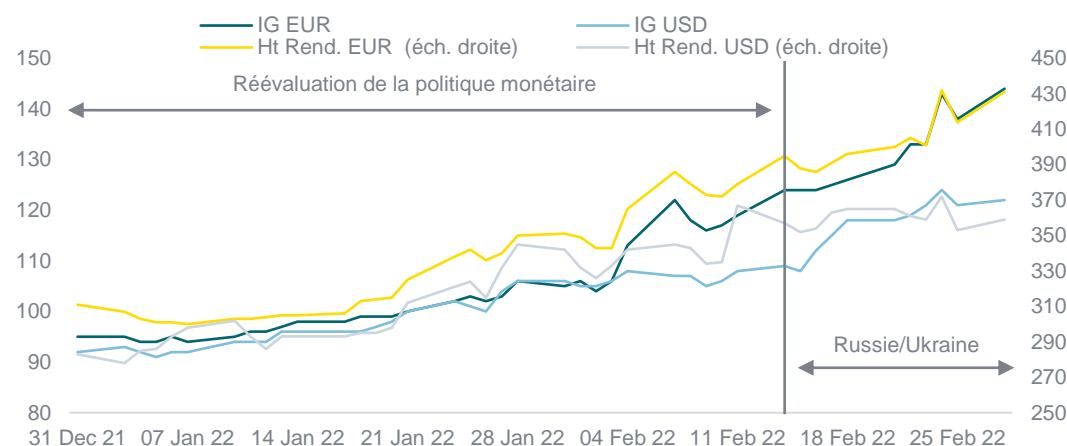
Source : Quintet, Réserve fédérale ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Marchés du crédit : pourquoi nous pensons que de nombreux facteurs sont déjà pris en compte

Depuis le début de l'année, l'évolution des spreads peut être divisée en deux périodes distinctes (figure 12). Jusqu'à la première moitié du mois de février, le ton plus ferme adopté par plusieurs banques centrales, dont la Fed et la BCE, a suscité une réévaluation des anticipations de hausse des taux sur les marchés, entraînant au passage un creusement des spreads de crédit. Cette phase a été suivie d'une période dominée par les préoccupations liées aux répercussions de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les obligations de qualité Investment Grade et les obligations à haut rendement ont par la suite vu leurs spreads dépasser leurs moyennes quinquennales respectives. Compte tenu de la solidité des fondamentaux des entreprises, des indicateurs techniques positifs et du caractère probablement limité de l'impact à venir, les spreads de crédit devraient selon nous se resserrer à moyen terme.

Figure 12 : Spreads des obl. Investment Grade et des obl. à haut rendement (pb)

Depuis le début de l'année, les spreads de crédit se sont creusés sur fond de discours ferme des banques centrales et de préoccupations géopolitiques



Source : Quintet, Bloomberg ; Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

La Fed et la BCE ont toutes deux souligné l'incertitude qui règne quant aux retombées potentielles de l'invasion russe en Ukraine. Si la persistance d'une inflation élevée (qui pourrait encore s'accroître sous l'effet de la flambée des prix du pétrole et du gaz) justifiera l'intervention des autorités dans les mois à venir, les banques centrales pourraient néanmoins se montrer plus prudentes que ce que l'on prévoyait il y a encore quelques semaines. Un ralentissement du rythme de resserrement, voire un report, pourrait être envisagé, notamment par la BCE. Selon nous, la Fed devrait confirmer sa décision de relever les taux de 25 pb dans le courant du mois.

L'exposition du crédit en USD et en EUR à la Russie et à l'Ukraine est relativement limitée, tant en termes de poids des émetteurs dans les indices respectifs que lorsque l'on tient compte du volume d'opérations/d'actifs dans la région (figures 13 et 14 en page 8). Le vecteur de contagion le plus probable sera le secteur de l'énergie. À l'échelle régionale, l'Europe est plus exposée à cet égard compte tenu de sa dépendance à l'égard du pétrole et du gaz russes, qui représentent environ 30 à 40 % de ses importations totales de pétrole et de gaz. Cela étant, tout ralentissement significatif de la croissance résultant d'un choc énergétique persistant pourrait également susciter une réponse budgétaire forte visant à en amortir les effets sur les ménages et les entreprises (et/ou entraîner un resserrement monétaire moins prononcé).

Sur le plan des fondamentaux, les bilans des entreprises sont solides, celles-ci ayant profité des années durant lesquelles les conditions de financement étaient attrayantes pour réduire leur endettement. Elles sont ainsi mieux armées pour faire face aux éventuelles conséquences des tensions géopolitiques. L'évolution de la demande par rapport à l'offre constitue un autre aspect favorable au resserrement des spreads de crédit. Le volume d'émission a déjà diminué et, compte tenu du niveau élevé des réserves de liquidités, les besoins de refinancement pourraient se révéler moins importants que prévu dans les mois à venir.

De manière générale, bien que la récente réévaluation des attentes se justifie au vu de l'évolution générale du sentiment de confiance des marchés, nous pensons que les spreads de crédit peuvent encore se resserrer à compter d'aujourd'hui, même si le chemin risque d'être cahoteux.

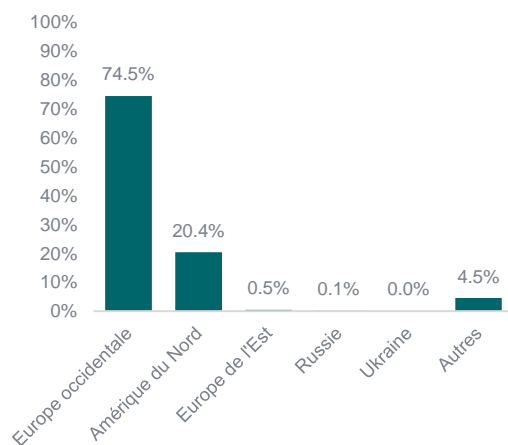
Suivez l'évolution de l'économie, des politiques monétaires et budgétaires et de la situation géopolitique

Notre scénario de référence comporte trois grands risques macroéconomiques. Tout d'abord, côté négatif, la croissance pourrait ralentir de manière plus marquée, soit en raison de la hausse des prix du pétrole, du gaz ou des matières premières, soit en raison d'une « erreur de politique » (resserrement trop prononcé et trop rapide des banques centrales). Deuxièmement, côté positif, un soutien monétaire/budgétaire accru pourrait renforcer la solvabilité des emprunteurs. Troisièmement, la situation en Russie/Ukraine et la réponse de l'Occident pourraient évoluer différemment et prendre une tournure plus ou moins inquiétante, ce qui aurait un impact positif ou négatif sur les conditions financières et donc sur la réaction de la Fed.

Les taux des fonds fédéraux ont un effet directionnel limité sur les spreads de crédit, lesquels dépendent de la santé globale de l'économie, des fondamentaux du crédit aux entreprises et de la stabilité ou des tensions financières. Mais alors que l'impact des achats d'actifs sur les bons du Trésor a diminué, une grande partie des excédents de liquidités a été injectée dans le crédit. Les spreads des obligations américaines à haut rendement sont nettement moins élevés cette fois-ci qu'au début de tous les cycles de resserrement précédemment engagés par la Fed. Par conséquent, si la Fed devait réduire son bilan plus rapidement que prévu, les spreads risqueraient de se creuser.

Figure 13 : Répartition géographique des titres IG en EUR

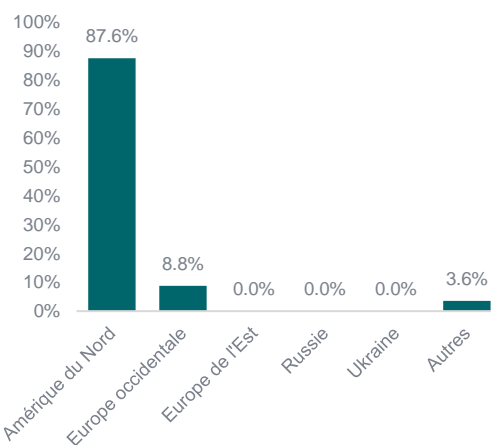
L'exposition directe à la Russie et à l'Ukraine est limitée, mais la dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie présente certains risques pour la dette libellée en EUR



Source : Quintet, Bloomberg

Figure 14 : Répartition géographique des titres IG en USD

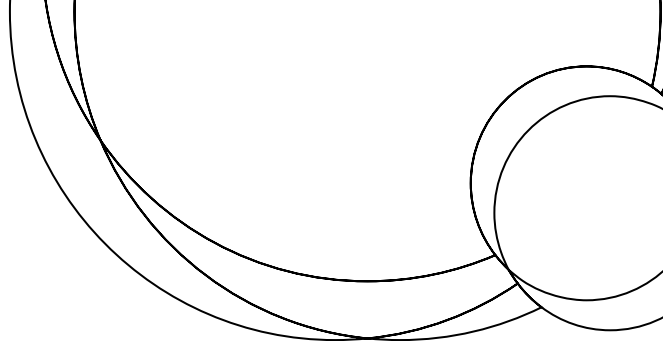
De même, les données montrent que l'exposition directe de la dette libellée en USD à la Russie et à l'Ukraine est négligeable



Source : Quintet, Bloomberg

Perspectives

Vous trouverez de plus amples informations concernant nos points de vue pour l'année à venir dans [Counterpoint 2022](#). Nos spécialistes de l'investissement y exposent leurs points de vue sur les marchés financiers et les placements, ainsi que sur les thèmes qui, selon nous, seront les moteurs de l'économie de demain, qu'il s'agisse des enjeux de durabilité, de la lutte pour atténuer le changement climatique ou encore de la poursuite de la numérisation de nombreux aspects de la vie quotidienne.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Quintet Danmark (Danemark) et Quintet Luxembourg (Luxembourg). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 7 mars 2022 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Tous droits réservés.