

Les banques centrales ont repoussé à des temps meilleurs la normalisation de leur politique monétaire. Où chercher de nouvelles opportunités pour les investissements à revenu fixe?

Stratégie obligataire: moins de bêta et plus d'alpha



Agim Xhaja
CIO, Fixed Income
BCV

**La patience de la Fed
devrait donner de la pente
à la courbe des rendements
quel que soit le scénario
prévu pour la suite de l'année.**

Le sponsoring du cycle économique se poursuit complexifiant d'autant la quête de rendement dans les stratégies obligataires. L'heure est davantage à la recherche d'alpha que de bêta.

Les craintes pour la stabilité de la croissance mondiale ont porté un coup de frein au mouvement de normalisation des politiques monétaires. Et donc de hausse des taux. «Dans un environnement sans visibilité, mieux vaut avancer à petits pas; certes, on ne court pas, mais au moins on avance», a asséné en substance Mario Draghi en marge de sa dernière intervention début mars. Le président de la Banque centrale européenne a plutôt exécuté un rétropédalage en prolongeant sa politique accommodante. Les taux sont ainsi appelés à rester bas, voire négatifs, cette année encore. En zone euro, mais aussi en Suisse.

Outre-Atlantique aussi, le ton est à la prudence, même si l'économie améri-

caine est plus avancée dans son cycle. Pas alarmiste, mais attentiste. La Réserve fédérale s'est mise en mode «patience» en janvier. Ce changement de point de vue après neuf hausses depuis 2015 a été salué tant par la politique que les marchés. Ces derniers ont aussitôt regagné le terrain perdu en décembre.

Fed plus souple

La Fed l'a annoncé. Elle ne courra pas non plus, même pas après les statistiques économiques, comme c'était le cas l'an dernier encore. Elle soigne son message: les conditions économiques domestiques sont bonnes – l'inflation est proche de 2% et le taux de chômage historiquement bas – et tout sera fait pour garder cet environnement favorable malgré les nuages venant principalement de l'étranger – de la Chine et d'Europe.

Qu'est-ce que cela signifie sur le front de l'inflation? En Europe, les attentes restent basses. Elles ont même été revues à la baisse par la BCE (1,1% pour 2019 et 1,6% pour 2021) qui, là aussi, demande de la patience pour que la hausse nominale des salaires se reflète jusque dans les prix.

Aux États-Unis, alors que le chômage est à un niveau historiquement bas, les pressions inflationnistes restent atténuées par la faible qualité du marché du travail – notamment pour les nouveaux entrants – et autres causes structurelles, dont la démographie. Mais un retournement du sentiment économique en deuxième partie d'année pourrait redonner la main à la Fed. Tout comme une salve de chiffres particulièrement mauvais au deuxième trimestre pourrait la contraindre à se montrer encore moins restrictive.

Attention au deuxième trimestre

C'est la question actuelle. L'économie va ralentir, mais jusqu'à quel point peut-elle ralentir, en d'autres termes, se rapprocher de

sa croissance potentielle? Aux États-Unis, une attention particulière sera portée aux données relatives au marché de l'emploi, et plus particulièrement à l'évolution des salaires, ainsi qu'à la consommation des ménages. En cette période de faible visibilité, les seuls indicateurs avancés ne suffisent plus à rassurer. Tant les statistiques du deuxième trimestre que le résultat des négociations autour de la guerre commerciale avec la Chine seront autant d'informations clés. En cas de chiffres décevants, les marchés ne manqueront pas de tester la patience de Jerome Powell, le président de la Fed, avec comme conséquence potentielle un risque de chute des rendements obligataires.

À plus court terme, qu'attendre des rendements des bons du Trésor à 10 ans? Vont-ils évoluer plus près de 2,25% ou de 3%? En raison du risque de ralentissement qui pèse sur l'économie et des faibles attentes en matière d'inflation, le bas de la fourchette est plus probable, soit sous les Fed funds.

Des dynamiques inverses

La patience de la Fed devrait donner de la pente à la courbe des rendements quel que soit le scénario prévu pour la suite de l'année. Un faible deuxième trimestre la pousserait à maintenir la pression sur les taux courts dans le but de soutenir l'économie ne suscitant pas un mouvement d'une même ampleur sur les taux longs. Pentification il y aura aussi en cas de reprise plus solide, le marché anticipant un retour de l'inflation.

En Europe, où la BCE n'a pas encore relevé ses taux directeurs, la dynamique est inverse. Actuellement, le spread entre le titre à deux ans allemand et celui à trente ans évolue autour de 120 points de base (pb), en Suisse l'écart tourne autour de 100 pb, aux États-Unis en revanche, il se situe aux alentours de 50 pb. Le report

de la normalisation de la politique économique de la BCE plaide pour un aplatissement de la courbe. Et même si des données macro-économiques meilleures qu'attendu poussaient l'institut monétaire à intervenir, la pression plus forte sur la partie courte de la courbe induirait un même mouvement.

Pour les investisseurs, l'environnement actuel rend le positionnement sur la courbe plus favorable que celui lié à la duration.

Crédit: prudence

Les changements de politique monétaire n'ont guère ébranlé le marché du crédit. Dès octobre, les mouvements de vente ont touché sans distinction actifs risqués ou peu risqués. En début d'année, le maintien d'une politique accommodante a soutenu les spreads de crédit. Un mouvement expliqué davantage par l'apport de liquidités que par des changements dans les fondamentaux. Ainsi, les taux ont peu bougé en ce début d'année alors que les indices actions rebondissaient. Une situation désormais comprise dans les prix. La prudence reste ainsi de mise.

Dans les portefeuilles, stratégiquement,

les expositions aux échéances relativement courtes, comme les emprunts à trois ans, peuvent constituer un socle de résistance à maintenir. Un positionnement plus prudent s'applique tactiquement aux échéances moyennes de cinq ans et plus.

Les avantages des approches actives

Par secteur, les services aux collectivités suisses et les bancaires – même européennes – offrent un rapport rendement – risque intéressant alors que les titres souverains suisses sont appelés à rester bas encore longtemps. Actuellement, près de 50% de l'indice obligataire suisse SBI est en territoire négatif. Rappelons que ces deux dernières années, l'univers obligataire suisse a affiché un rendement de 0,07% et 0,013% contre une moyenne de 2,63% depuis sa création en 2007.

Dans cette morosité de cycle qui traîne en longueur – et alors que le potentiel de croissance reste – les mots d'ordre dans les portefeuilles obligataires demeurent flexibilité, liquidité et hyperdiversification. En ce sens, les approches actives permettent d'aller glaner les opportunités en attendant toute normalisation sur le front des taux d'intérêt sur le marché suisse.