

Les banques centrales doivent annoncer le solstice des marchés

La BCE peut-elle appuyer sur la gâchette en premier ?

Presque un trimestre écoulé en 2024 et les questions sur la date de la première baisse des taux de la Réserve fédérale (Fed) et la Banque Centrale Européenne (BCE) demeurent.

Le marché table sur 3 à 4 baisses des taux directeurs en 2024 pour la Fed et la BCE, ce qui nous paraît plus réaliste que les 6 à 7 baisses attendues en fin d'année 2023.

Un des facteurs justifiant ce réajustement est probablement la lenteur de la désinflation. Le pic de l'inflation est certes derrière nous, mais le retour à la cible des banquiers centraux semble moins rapide qu'attendu. Les obligations indexées à l'inflation confirment ainsi leur pertinence. **Depuis le début de l'année, elles résistent mieux que les obligations classiques dans un environnement de taux haussiers.**

Aux États-Unis aussi, le débat sur la trajectoire du taux directeur persiste face à la vigueur de l'économie américaine. En zone euro, un tel débat paraît moins pertinent avec une dynamique de croissance bien moins forte. Pourtant, le maché accorde la même probabilité pour les deux banques centrales... **La corrélation est évidemment forte entre les cycles économiques aux États-Unis et en zone euro, mais les deux politiques monétaires peuvent-elles se désynchroniser ?**

Dans l'histoire récente, il y a eu des épisodes où les cycles étaient asynchrones. En 2011 : la BCE avait commencé son cycle de baisse des taux pendant la crise de la dette souveraine en zone euro alors que la Fed n'avait pas agi. **Comme présenté en Figure 1, nous devrions savoir d'ici juin si cette fois est différente.**

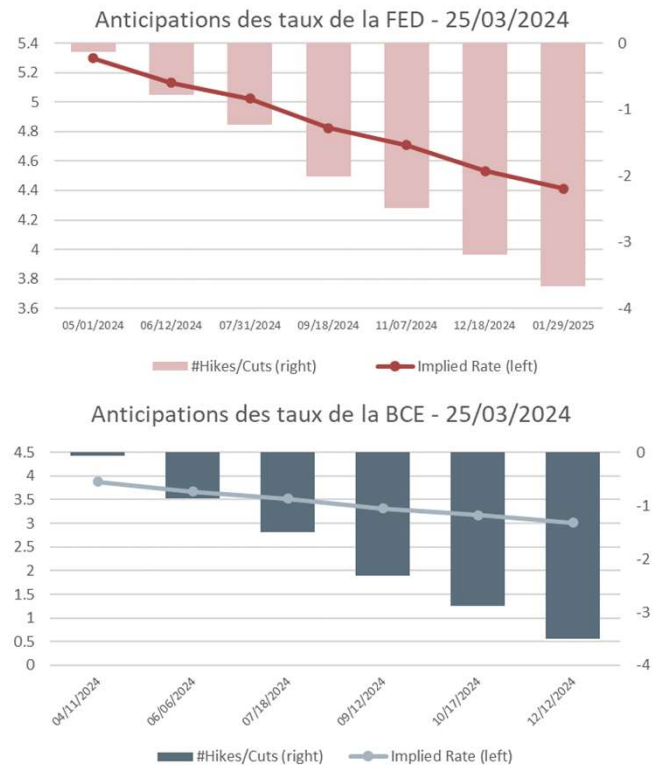
Marchés monétaires : facteur de soutien ?

Le montant des actifs investis sur le marché monétaire est à un plus haut historique.

Aux États-Unis, les actifs dépassent 6000 milliards USD contre une moyenne de 3000 milliards entre 2010 et 2020. Les taux courts étant très hauts et plus élevés que les taux longs, ils attirent naturellement des flux importants. **Historiquement, des retraits massifs du marché monétaire correspondent à des transferts vers les marchés obligataires du crédit Investment Grade et High Yield.**

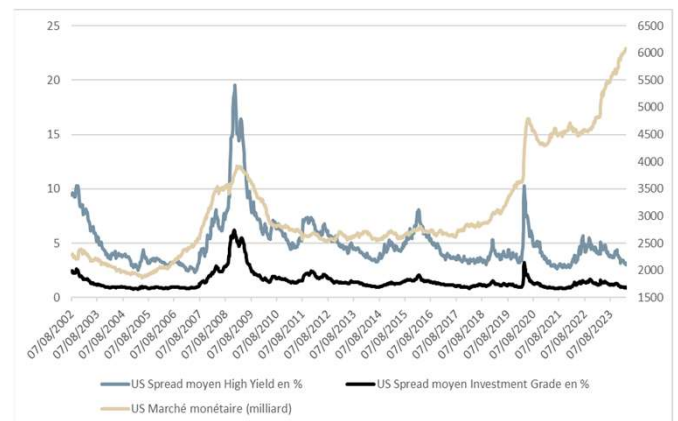
Depuis 2002, de tels mouvements ont conduit à des resserrements des primes de risque de l'ordre de 0.20 % pour l'Investment Grade et 1 % pour le High Yield (source : CreditSights). **Les flux potentiels pourraient, si l'histoire se répète, soutenir les marchés du crédit.**

Figure 1 – Anticipations de taux directeurs



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 25/03/2024

Figure 2 – Obligations & marché monétaire



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 18/01/2024

Notre expert :



Radoslav Radev
Head of Fixed Income



Nidal Nagib
Gérant obligataire

Marché primaire : prime négative...!

Le marché primaire en euro affirme sa bonne tenue depuis le début de l'année avec des émissions affichant des primes négatives par rapport au marché secondaire. Une prime négative reflète une prime de risque moins élevée sur une nouvelle émission par rapport aux obligations comparables du même émetteur déjà émises.

Certains émetteurs Investment Grade, comme la société de services aux collectivités néerlandaise TenneT ou l'opérateur télécoms allemand Deutsche Telekom, ont émis de nouvelles obligations avec des primes de -0.12 % et -0.28 % respectivement. Ces émissions ont bénéficié d'une forte demande : sursouscrites de 3x et 7x fois respectivement. **Une faible ne signifie pas forcément une faible performance** : ces titres ont performé de 0.5% à 1% après leur émission sur le marché secondaire.

Ceci reflète probablement une demande générale plus forte pour le marché obligataire et comme énoncé plus haut un montant de liquidité colossal en attente dans le marché monétaire.

US CRE: même pas peur pour les banques européennes ?

L'immobilier commercial aux États-Unis (CRE) est scruté par le marché comme un des maillons à risque. Deutsche Pfandbriefbank et Aareal Bank en ont déjà fait les frais. En Europe, les établissements les plus exposés sont Deutsche Bank et Banco Santander avec 20 à 25% de leur fonds propres (source : CreditSights).

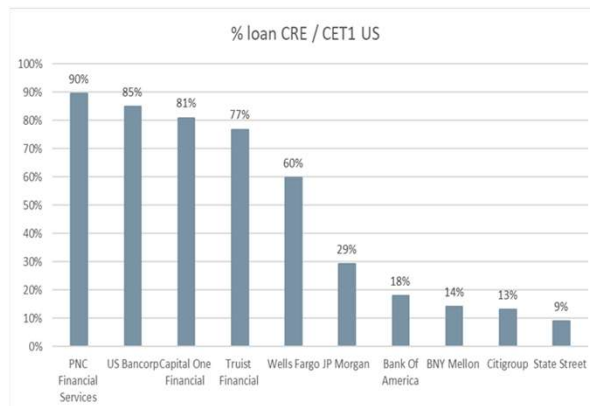
Cependant, en comparaison avec les banques américaines l'exposition en Europe est faible voire marginale. Aux États-Unis l'exposition des principales banques est entre 13% et 29% de leurs fonds propres. Les banques de détail US classiques ont même une exposition qui varie entre 60% et 90% de leurs fonds propres ! (Figure 3). **Les banques européennes paraissent ainsi moins à risque et offrent une rémunération intéressante à condition d'éviter les banques spécialisées dans le crédit immobilier commercial...**

Depuis le début de l'année : l'appétit au risque paye

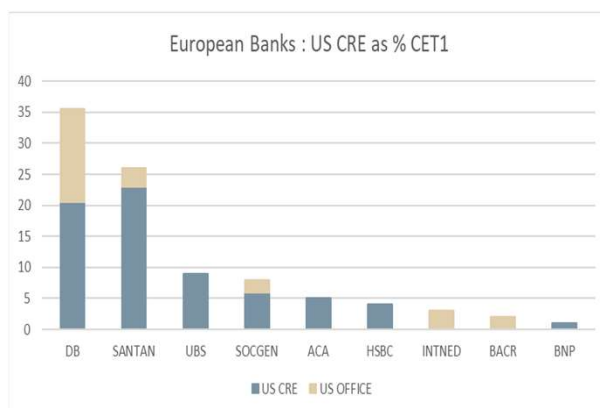
Depuis le début de l'année la volatilité des taux a impacté sans surprise les marchés obligataires : les marchés souverains et Investment Grade sont dans le rouge ou affichent une performance proche de zéro dans les meilleurs cas.

Les seuls segments ayant tiré leur épingle du jeu sont les segments plus risqués comme le crédit High-Yield. En Europe nous notons une surperformance (+1.90 %) de ce segment comparé à son homologue américain (+0.90%). **Mais ce n'est pour l'instant qu'un rattrapage de l'année 2023 : les deux marchés affichant la même performance sur 12 mois glissants.**

Figure 3 – Exposition des banques en % CRE / Fonds propres CET1



Sources : UBS : Commercial real estate exposure at US banks au 31/12/2023



Sources : UBS : Commercial real estate exposure at US banks au 31/12/2023

Figure 4 – Performances

Performance des indices obligataires

| Classe d'actif | Yield | MTD | YTD |
|----------------|-------|-------|--------|
| Govies | | | |
| Euro Govies | 3.23% | 0.64% | -1.16% |
| US | 4.45% | 0.26% | -1.34% |
| Credit | | | |
| Pan Euro IG | 3.91% | 0.82% | 0.10% |
| Pan Euro HY | 6.64% | 0.37% | 1.77% |
| US IG | 5.33% | 0.81% | -0.87% |
| US HY | 7.70% | 1.03% | 1.32% |

Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 25/03/2024

AVERTISSEMENTS

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Ce document a été élaboré par UBS LA MAISON de Gestion, société de gestion au capital de 1 167 600 euros, ayant son siège au 91 Boulevard Haussmann 75008 Paris (381 950 641 RCS Paris), agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en qualité de société de gestion de portefeuille en date du 20 juillet 2004 sous le numéro GP 04000042. Ce document ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque placement ou produit spécifique que ce soit dans une quelconque juridiction. UBS LA MAISON de Gestion n'assume aucune responsabilité concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations établies, bien que ces informations proviennent de sources externes réputées fiables. Sous réserve du respect des obligations légales ou réglementaires à sa charge, UBS LA MAISON de Gestion ne pourra être tenue responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de toute transaction relative au produit ou de tout investissement dans ce produit.

UBS LA MAISON de Gestion attire votre attention sur le fait que la performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière, de l'expérience et de la compréhension des produits financiers ou des besoins propres à un destinataire précis.