

## Inflation : les giboulées d'avril

### Les taux ne peuvent plus monter...

Les taux continuent de montrer une importante volatilité après les publications macro-économiques aux États-Unis confirmant la solidité de l'économie américaine. **Cela a, logiquement, décalé les attentes du marché pour des baisses en 2024 et la dette long terme recommence à touter les plus hauts.** Le marché table à 1 baisse pour les Etats-Unis et 3 pour Europe.

La dette en Europe, et notamment en Allemagne, a presque agi en miroir avec un taux 10 ans qui a frôlé 2.6% avant de se replier. Pourtant, historiquement les taux ont tendances à baisser après la fin d'un cycle de hausse des taux en marquant le pic autour de la dernière hausse. Aux États-Unis le pic a été marqué en octobre 2023 à 5% pour la dette 10 ans et 2.96% en Allemagne. **Si le pic représente une valeur limite avant le début d'un cycle de baisse, cela donne une performance minimale de +2.5% sur la dette 10 ans (US) à horizon 12 mois.**

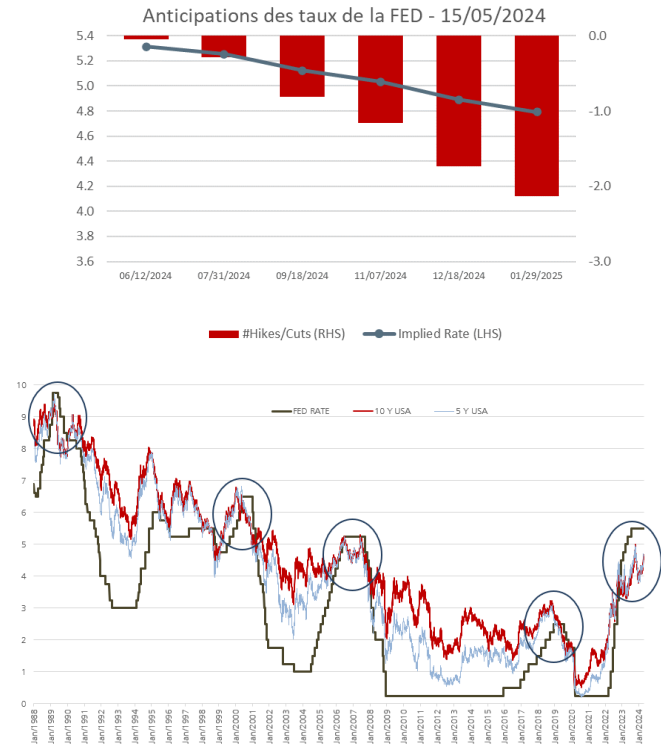
Si nous prenons comme repère le cycle américain, la dette longue 5 ou 10 ans marque un pic avant de commencer à baisser. Les taux peuvent rester sur un plateau avant de commencer à anticiper les baisses futures.

Nul ne sait si on revient au pic précédent des taux avant de redescendre, mais l'histoire indique que c'est peut-être un bon moment pour rallonger la durée – se positionner sur des maturités moyennes et longues pour chercher une source de plus-value en capital en sus du portage. **L'Europe en revanche paraît assez attractive avec une BCE qui semble plus décidée d'entamer sa course vers les baisses dès juin prochain.**

### Volatilité : le match Actions vs. Taux

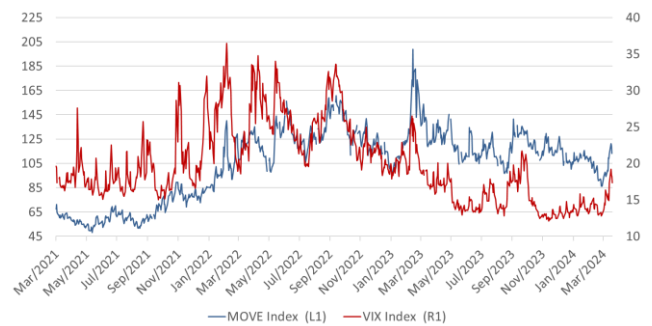
Historiquement, la volatilité des marchés actions est plus importante que celle des marchés de taux. Cependant, depuis plusieurs mois on dénote une tendance contre-intuitive : **les taux affichent une volatilité quasiment 2x fois plus élevées que celles des actions aux Etats-Unis.** Cela reflète une « nervosité » associée avec les attentes des baisses des taux de la part des banquiers centraux. Dans un tel environnement, certaines stratégies sophistiquées peuvent profiter de cette situation particulière. **Un investisseur obligataire, par exemple, peut construire des couvertures avec les marchés actions ou bien simplement « monétiser » la volatilité sur les taux.**

Figure 1 – Anticipations de taux directeurs



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 15/05/2024

Figure 2 – Indice MOVE et VIX



Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 15/03/2024

### Notre expert :



**Radoslav Radev**  
Head of Fixed Income



**Nidal Nagib**  
Gérant obligataire

### Les subordonnées : banques ou assureurs ?

Les dettes juniors subordonnées bancaires (Additional Tier 1 – AT1) affichent une bonne performance de +5.7 %\* depuis le début de l'année, plus du double de celle des obligations à haut-rendement européennes.

Cette bonne performance peut s'expliquer par plusieurs effets. D'abord, la hausse des taux d'intérêt améliore la rentabilité des banques. Ensuite, le montant (13.9 Mds €) des AT1 callées (remboursées au gré de l'émetteur) depuis le début de l'année a dépassé le montant des AT1 émises (11.6 Mds €) entraînant un effet de rareté favorable à la valorisation de la classe d'actifs. **De façon prospective, les banques ayant atteint des ratios de capital optimaux relativement aux exigences réglementaires, les futures émissions d'AT1 pourraient se faire plus rares et le montant en circulation stagner.**

Dans ce contexte, la valorisation des obligations junior subordonnées des assureurs (Restricted Tier 1 – RT1) paraît attractive : le ratio prime de risque ajustée de la durée évolue proche des plus hauts observés sur les 5 dernières années (Figure 3). À durée équivalente et avec un risque de crédit similaire (ou meilleur), **les RT1 d'assureurs offrent, selon nous, une bonne alternative au AT1 bancaires aujourd'hui.**

\*au 15/05/2024, Bloomberg European Banks CoCo Tier 1 Total Return Index

### Se protéger contre les surprises inflationnistes

Au mois d'avril, les publications d'inflation CPI aux États-Unis ont surpris à la hausse à 3.5 % en glissement annuel contre 3.2 % le mois précédent et 3.4 % attendu. Ces publications, plus élevées qu'attendues, ont jeté un doute sur la capacité de la politique monétaire à endiguer l'inflation tout en ralentissant l'activité américaine.

Les obligations indexées à l'inflation permettent de protéger le capital et les revenus contre l'inflation. Elles incluent dans leur rendement une anticipation implicite d'inflation sur leur durée de vie, le « breakeven » d'inflation. En fin d'année dernière, les bonnes publications d'inflation et les anticipations de récession ont fait baisser les attentes d'inflation et par la même occasion l'intérêt pour les obligations indexées. **Les mauvaises publications sur le trimestre entraîne une normalisation des breakevens (Figure 4) et profitent à la classe d'actifs.**

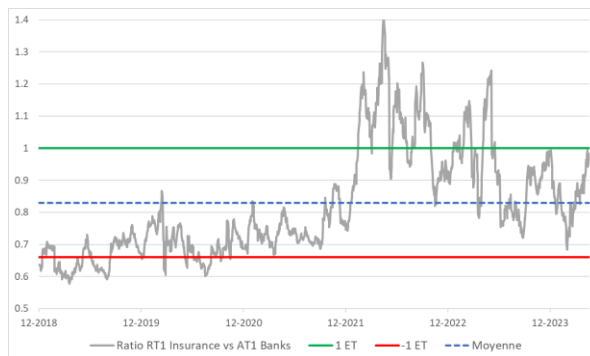
Ainsi, depuis le début de l'année une obligation 10 ans américaine indexée s'apprécie de 1.2 % alors que l'obligation nominale perd 3 %.

### Depuis le début de l'année : le risque surperforme

Depuis le début de l'année la hausse des taux a fait vaciller les marchés obligataires souverains et Investment Grade, affichant une performance négative ou proche de zéro dans les meilleurs cas.

Les segments plus risqués comme le crédit High-Yield ou les dettes financières subordonnées surperforment. En Europe nous notons une surperformance (+0.20%) du segment Investment Grade comparé à son homologue américain (-1.02%). **En effet, l'indice européen présente une durée plus faible à 4,8 ans contre 7 ans pour l'indice américain, le rendant moins sensible aux variations de taux d'intérêt.**

Figure 3 – Ratio « prime de crédit / durée » RT1 et AT1



Sources : UBS LMDG, Bloomberg, au 15/05/2024

Figure 4 – Breakevens d'inflation 10 ans



Sources : UBS LMDG, Bloomberg, au 15/05/2024

Figure 5 – Performances

#### Performance des indices obligataires

Classe d'actif	Yield	MTD	YTD
<b>Govies</b>			
Euro Govies	3.37%	0.77%	-1.64%
US	4.65%	1.57%	-1.74%
<b>Credit</b>			
Pan Euro IG	4.02%	0.68%	0.20%
Pan Euro HY	6.61%	0.84%	2.59%
US IG	5.49%	1.97%	-1.02%
US HY	7.85%	1.37%	1.90%
<b>Financière</b>			
Subordonnée	4.39%	0.85%	1.58%
Senior	4.21%	0.78%	0.96%
<b>Autre</b>			
Emergent	6.84%	2.23%	1.89%
ESG	3.91%	2.15%	-2.42%

Sources : Bloomberg - UBS LA MAISON de Gestion au 21/05/2024

#### 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 étables, 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.