

Obligations : Dynagest SA

Les actifs risqués sont à la fête, la sécurité ne fait plus recette

L'activisme monétaire et le « découplage » américain alimentent un rebond spectaculaire, mais fragile

De la dépression à l'euphorie... du cercle vicieux au cercle vertueux... du risque systémique à la résolution supposément harmonieuse de la crise de la dette européenne. La semaine écoulée est marquée par une progression spectaculaire des actifs risqués, et notamment des obligations intégrant du risque de crédit. Les emprunts à « haut rendement », dont le rating ne dépasse pas BB, affichent les meilleures performances. Tombé aux environs de 550 points, l'indice iTraxx reflétant le coût de l'assurance contre le défaut des émetteurs européens de cette catégorie affiche une décrue de plus de 80 points sur cinq jours et de près de 200 points depuis le début de l'année. De telles variations impliquent des gains en capitaux supérieurs à ceux réalisés en moyenne sur le marché des actions.

Sur le marché des capitaux, le recul des primes de risque est proportionnel aux tensions précédemment observées. Malmenées en 2011, les émissions financières retrouvent la confiance des investisseurs; le rebond des emprunts subordonnés surpasse celui des dettes « seniors ». Abstraction faite des emprunts grecs qui font l'objet d'âpres négociations et des emprunts portugais faisant figure de candidats à la restructuration, tous les emprunts souverains en euro convergent vers la référence germanique. L'Irlande semble être en voie de rémission, tandis que l'Espagne et l'Italie ont retrouvé accès à des conditions de financement assez avantageuses pour permettre d'envisager l'avenir plus sereinement.

Le cercle vicieux s'est ici mué en cercle vertueux : la compression des primes de risque réclamées aux pays les plus vulnérables de la zone euro renforce leur situation budgétaire. Les progrès les plus spectaculaires concernent les emprunts à court terme, soit ceux qui s'inscrivent dans le même horizon de temps que les opérations de refinancement à trois ans proposées par la BCE. De là à diagnostiquer une relation de cause à effet, il n'y a qu'un pas que la plupart des commentateurs ont franchi... rétrospectivement. De fait, le lien entre les 490 milliards d'euro prêtés le 22 décembre et le déclin prononcé des primes de risques observé par la suite semble bien étayé.

Si l'ampleur du « Sarkozy/carry trade » est difficile à évaluer, la création monétaire résultant de l'opération de refinancement à trois ans est de nature à doper les actifs financiers, au même titre que les deux « QE » réalisés par la Réserve Fédérale. Le soutien apporté aux banques commerciales, qui peuvent accéder à des prêts à plus long terme en offrant en collatéral les actifs les plus variés, s'est logiquement répercuté sur la valorisation des obligations financières. Le déclin des primes de risque et le rétablissement de la confiance ont même permis à une banque italienne (Intesa Sanpaolo en l'occurrence) de lancer un emprunt « non sécurisé » – une première depuis le mois de juillet 2011.

Il serait pourtant abusif de considérer que les opérations de refinancement de la BCE constituent un remède définitif à la crise européenne. Il n'est donc pas impératif d'accumuler les actifs risqués dans la perspective du LTRO prévu le 29 février 2012. L'impact des LTROs sur les marchés financiers n'est pas purement mécanique, il est aussi affaire de confiance. Et les raisons de craindre un nouveau renversement du sentiment des investisseurs ne manquent pas...

Les indicateurs économiques publiés au cours de la semaine écoulée ont toutefois conforté les investisseurs dans leur regain d'optimisme. Les nouvelles en provenance des Etats-Unis sont généralement souriantes. Les enquêtes de l'ISM font état d'un raffermissement de l'activité en janvier (54.1 après 53.1 dans le secteur manufacturier; 56.8 après 53 du côté des services). Les automobiles se vendent bien et les entreprises ont recommencé à embaucher. Dépassant les pronostics les plus optimistes, l'économie américaine a créé 243'000 postes en janvier (après 203'000 en décembre) et le taux de chômage a encore baissé pour s'établir à 8.3 % (8.5 % le mois précédent). Seul bémol, la confiance des consommateurs s'est légèrement dégradée (61.1 en janvier après 64.8 en février).

Sans être aussi enthousiasmants, les indicateurs européens sont bien orientés. Le PMI manufacturier a poursuivi son redressement en janvier (48.8 après 46.9 en février), mais il traduit encore une légère contraction de l'activité. Le PMI consacré aux services est en revanche passé au dessus de 50 (50.4 après 48.8). Si le marché du travail de la zone euro demeure gravement déprimé (10.4 % de chômage en décembre), l'Allemagne se distingue une nouvelle fois avec une réduction du nombre de sans-emploi (-34'000 en janvier) et du taux de chômage (6.7 %). La locomotive germanique semble reprendre un peu de vitesse après avoir donné d'inquiétants signes de ralentissement durant le second semestre 2011.

Moins recherchés, les emprunts obligataires de première qualité n'affichent qu'un léger recul. Les rendements des 'Bund' et 'T-Notes' à dix ans demeurent inférieurs à 2 %. Les perspectives monétaires dévoilées par la Réserve Fédérale (maintien de taux d'intérêt minimes jusqu'à fin 2014), la générosité sans limite de la BCE et les efforts d'assainissement budgétaire qui s'échelonnent au cours des prochaines années devraient exercer une pression persistante sur les rendements de part et d'autre de l'Atlantique.

En Suisse, les emprunts de la Confédération présentent des rendements stationnaires. A contre-courant de la tendance générale, le PMI helvétique a fléchi (47.3 en janvier après 49.1 en décembre). La dégradation avérée de la conjoncture devrait conforter la BNS dans sa volonté de contenir l'appréciation du franc même si l'excédent commercial de 7 milliards engrangé au quatrième trimestre ne traduit pas précisément un grave manque de compétitivité internationale.

François Christen, Dynagest SA à Genève

Les emprunts les plus sûrs sont soumis à de légères tensions alors que les investisseurs reprennent confiance

Taux 06.02.12	Etats-Unis	Canada	vs US en p.d.b.	Japon	vs US en p.d.b.	Zone euro (Allemagne)	vs US en p.d.b.	Royaume-Uni	vs All. en p.d.b.	Suisse	vs All en p.d.b.
Dépôt 3 mois	0.34	1.01	67	0.14	-20	1.01	67	1.06	5	0.10	-91
Variation hebdo en p.d.b.	-1	0		0		-5		0		0	
Trésor 2 ans	0.23	1.03	80	0.11	-12	0.18	-5	0.41	23	0.00	-18
Variation hebdo en p.d.b.	2	7		0		1		5		0	
Trésor 5 ans	0.78	1.35	57	0.32	-46	0.83	5	1.13	30	0.18	-65
Variation hebdo en p.d.b.	5	9		0		6		15		-3	
Trésor 10 ans	1.95	2.01	6	0.96	-99	1.90	-5	2.18	28	0.72	-118
Variation hebdo en p.d.b.	10	7		1		11		17		0	
Swap vs Trésor 10 ans	13	35		1		43		32		38	
Variation hebdo en p.d.b.	-2	3		-1		-6		3		2	
Inflation actuelle	3	2.3		-0.5		2.7		2.6		-0.7	
Consensus 2011	3.2	2.9		-0.2		2.7		5.3		0.3	
Consensus 2012	2.1	2.0		-0.2		1.8		3.2		-0.1	