



## La Lettre Obligataire

Le point mensuel

JUIN 2009

# Table des matières

Vue d'ensemble	3
Prévisions	6
Obligations indexées sur l'inflation	7
Marché du crédit	9
Dettes émergentes	13
Etats-Unis	15
Zone euro	17
Royaume-Uni	19
Suisse	21
Japon	23

Le 1<sup>er</sup> juin 2009



# Vue d'ensemble

## Le ralentissement perd de son rythme

La toile de fond des marchés financiers s'est passablement modifiée au fil des semaines. Les probabilités de scénario catastrophe, avec implosion du système financier, débouchant sur une dépression accompagnée de déflation, à l'instar de ce qui s'est passé dans les années trente, se sont considérablement réduites.

Les mesures drastiques prises par les banques centrales et les gouvernements semblent commencer à avoir des effets positifs. Certes, la croissance économique s'est encore fortement contractée au premier trimestre, en raison de la chute des exportations et de l'investissement, et les taux de chômage ont continué de grimper. Le détail du PIB américain fait cependant état d'une progression de la demande privée de 2,1%. Par ailleurs, les enquêtes conjoncturelles, tant du côté des entreprises que des ménages, ont commencé à redresser la tête, demeurant néanmoins à des niveaux incompatibles avec un retour à la croissance à brève échéance. D'ailleurs, l'indicateur composite avancé pour la zone de l'OCDE a encore baissé de 0,1% en mars, témoignant de la poursuite du ralentissement économique, mais à un rythme plus modéré.

## Les emprunts d'État délaissés

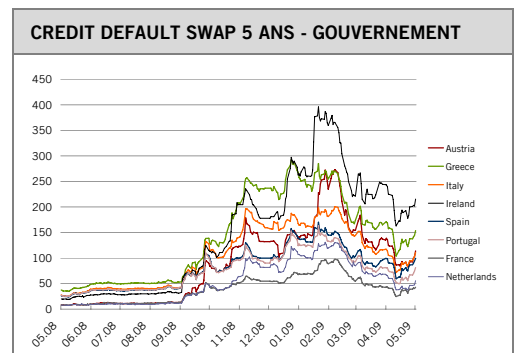
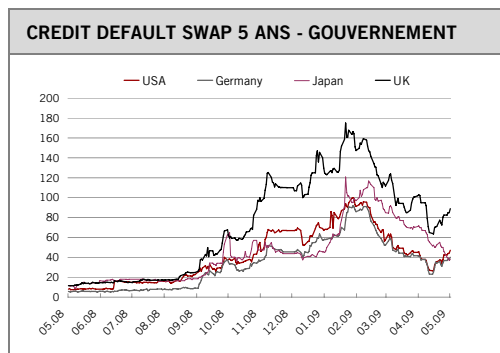
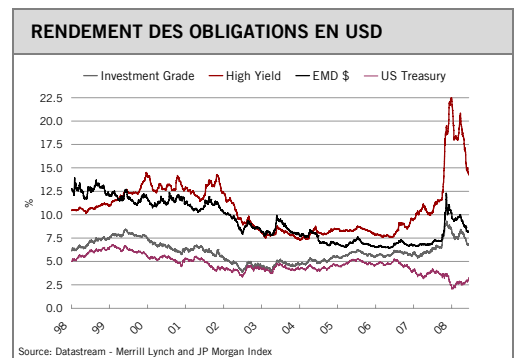
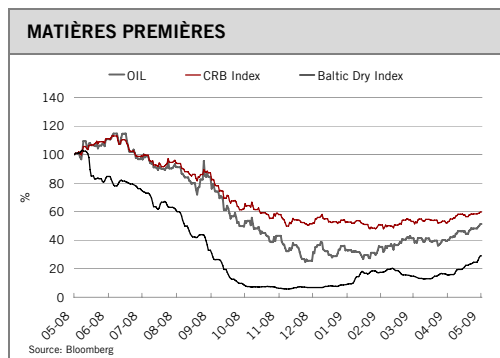
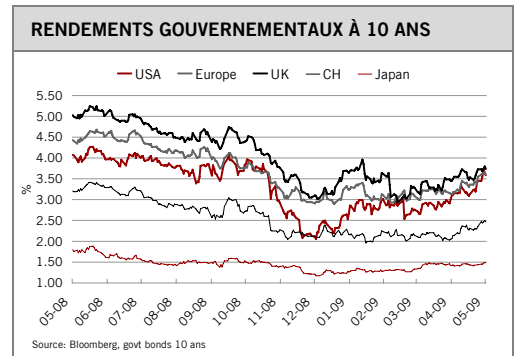
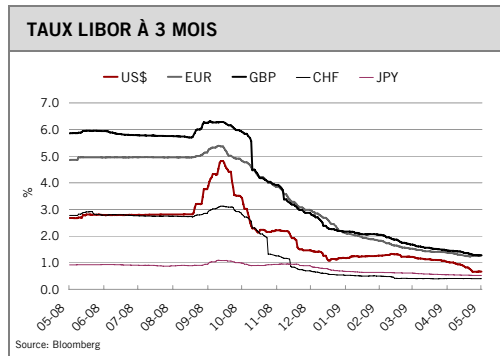
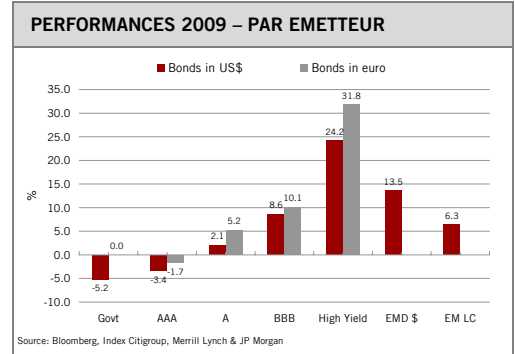
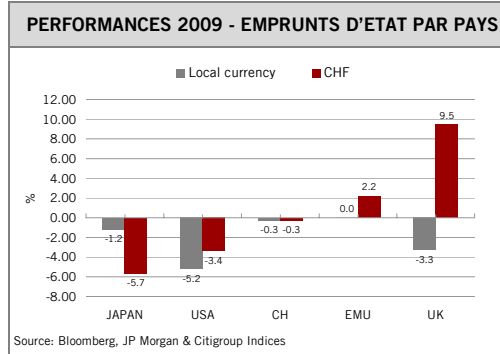
Dans ce contexte, la perception des investisseurs s'est quelque peu modifiée. Ils ont délaissé les marchés obligataires gouvernementaux, dont les rémunérations étaient tombées à des niveaux guère attractifs, inquiets du gonflement des déficits publics et de l'offre de papiers qui en découle ainsi que des éventuelles retombées inflationnistes des

politiques monétaires et budgétaires très accommodantes. Les espoirs suscités par le redressement des enquêtes conjoncturelles ont réveillé l'appétit pour le risque et les investisseurs ont alors privilégié les actifs risqués au détriment des obligations gouvernementales, qui ont enregistré une vive correction, entraînant un fort redressement du profil des structures de taux. Le rendement à dix ans des bons du Trésor américain est ainsi passé de 2,05 fin 2008, à 3,74% en mai 2009, soit une hausse de 169 points de base. En Europe et au Japon, les corrections ont été de plus faible ampleur, avec des hausses des rendements à 10 ans de respectivement 71 et 32 points de base.

## Dégradation de la qualité des dettes publiques

La détérioration généralisée des finances publiques a passablement inquiété, faisant ressurgir les craintes de défaut d'un Etat. Ces peurs ont d'ailleurs provoqué un fort élargissement des primes de risque entre les différents pays européens et une hausse des CDS souverains, ces mouvements se sont passablement corrigés avec l'amélioration du sentiment. Suite au dérapage des finances publiques et aux difficultés engendrées par la crise économique, certains pays ont déjà subi un abaissement de leur note de crédit. Récemment, l'agence Standard & Poor's a remis en cause la notation «AAA» du Royaume-Uni, en modifiant sa perspective de stable à négative. Les États-Unis, qui ont également recouru à l'endettement effréné pour le sauvetage du secteur bancaire, pourraient subir le même sort.

# Vue d'ensemble



# Vue d'ensemble

## Les mécanismes du crédit se dégrippent

La crise du crédit, qui avait manqué d'emporter le système financier à l'automne passé, s'est considérablement estompée. Sur les marchés monétaires, les *Ted spreads* sont revenus à des niveaux proches de la normale, les canaux de prêt ont commencé à se débloquer et les entreprises contraintes de se refinancer sur le marché obligataire ont réussi l'exercice. Les marchés obligataires d'entreprise, tant *investment grade* que *high yield*, assortis de primes de risque attractives, ont ainsi réalisé une excellente performance depuis la fin mars, profitant du regain d'appétit pour le risque. L'engouement des investisseurs pour cette classe d'actifs a permis le placement sans encombre d'un très important volume d'émission. Malgré cette embellie, le niveau des primes de risque, tous secteurs confondus, reste élevé et n'est toujours pas retombé en dessous de celui de septembre 2008, soit avant la banqueroute du courtier Lehman Brothers. La performance a ralenti en fin de mois, après une saison des résultats qui, malgré quelques surprises, a affiché des profits en forte baisse. Le marché du crédit devrait rester dans l'ensemble soutenu par une demande d'investisseurs attirés par les rémunérations. On peut s'attendre à ce que le rythme de resserrement des primes de risque ralentisse dans les prochaines semaines, alors que le marché attendra plus de signes tangibles d'une réelle amélioration des conditions économiques.

## Économies émergentes moins affectées

La dette émergente a aussi profité de l'embellie du climat général et des signes de découplage des économies émergentes, montrant une

amélioration de la demande interne et des exportations. Le soutien du FMI aux pays émergents et l'opinion largement répandue qu'une défaillance de ces derniers n'est guère admissible, ainsi que certains facteurs techniques comme les afflux de fonds, soutiendront cette classe d'actifs. L'évolution des marchés émergents restera néanmoins liée au contexte mondial. Nous estimons que le marché demeure exposé à un nouvel affaiblissement des variables économiques et restons donc prudents. S'agissant du moyen terme, le consensus table sur une poursuite de la convergence des pays émergents.

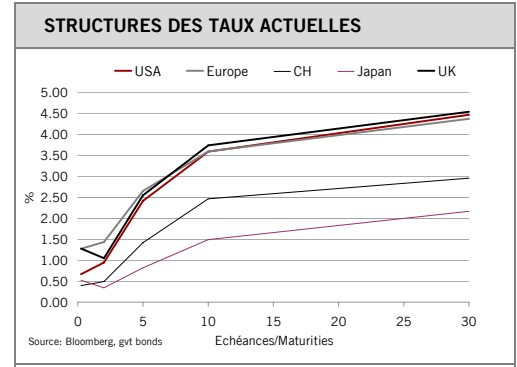
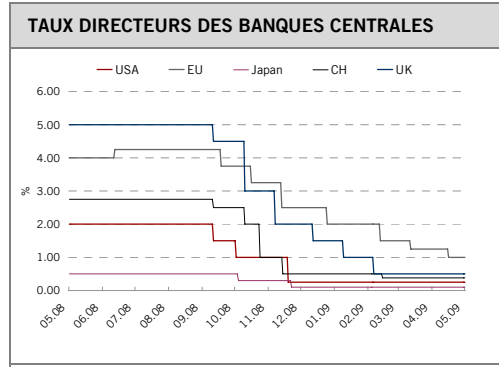
## Reprise économique en vue?

En raison de signaux plus positifs, la Réserve fédérale entrevoit une reprise économique vers la fin de l'année. Alors que l'on enregistre une période de désinflation, provoquée par la chute des prix des matières premières, les préoccupations concernant un retour de l'inflation, conséquence d'un rebond de l'activité économique, ont gagné en importance, d'autant que les indices de l'inflation sous-jacente sont en progression tant aux États-Unis qu'en Europe. Dans un contexte qui demeure incertain, les investisseurs resteront sur leurs gardes, d'autant que les mesures de la Fed et du gouvernement semblent porter leurs fruits. Persuadés d'une reprise économique à relativement brève échéance, ils pourraient continuer de boudier les bons du Trésor au profit d'autres formes de placement jugées plus rémunératrices. Le profil de la structure de taux risque de devenir davantage ascendant si les signaux de reprise s'amplifient.

# Prévisions

CONSENSUS*	PIB		INFLATION		TAUX DANS 12 MOIS	
	2009	2010	2009	2010	3 mois	10 ans
USA	-2.9	1.8	-0.8	1.6	0.50	3.70
EUROPE	-3.7	0.3	0.4	1.2	1.30	3.40
JAPON	-6.1	1.3	-1.2	-0.6	0.60	1.40
GB	-3.8	0.3	1.6	1.7	1.50	3.70
SUISSE	-2.4	0.2	-0.5	0.6	0.50	2.40

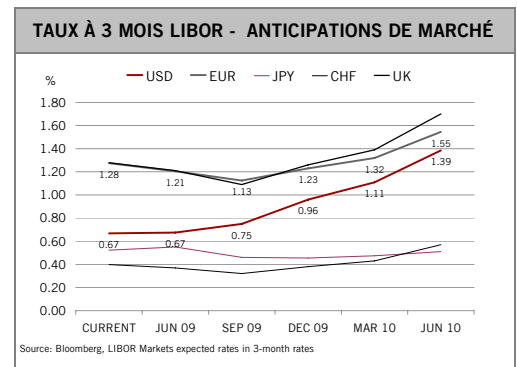
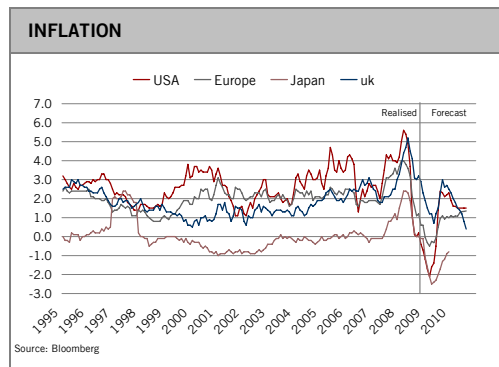
Source : Consensus Forecasts Inc.



### PRÉVISIONS DE TAUX D'INTÉRÊT À 3 MOIS\*

		3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
USA	Taux actuel	0.67	0.95	2.41	3.59	4.47
	Prévision : basse	0.50	0.50	1.90	2.90	3.90
	haute	1.00	1.25	2.50	3.75	4.75
EUROPE	Taux actuel	1.28	1.43	2.65	3.59	4.37
	Prévision : basse	1.10	1.10	2.20	3.10	3.90
	haute	1.50	1.60	3.00	4.00	4.60
GB	Taux actuel	1.28	1.05	2.55	3.74	4.54
	Prévision : basse	1.10	1.00	2.20	3.25	4.00
	haute	1.50	1.80	2.90	4.00	4.90
SUISSE	Taux actuel	0.40	0.49	1.42	2.46	2.95
	Prévision : basse	0.30	0.30	1.10	2.00	2.40
	haute	0.80	0.80	1.75	2.70	3.20
JAPON	Taux actuel	0.52	0.35	0.82	1.49	2.26
	Prévision : basse	0.30	0.20	0.50	1.10	1.75
	haute	0.80	0.70	1.10	1.75	2.40

\*Prévisions haute et basse : niveaux entre lesquels les rendements devraient évoluer durant les 3 prochains mois



# Obligations indexées sur l'inflation

## **Inflation sous-jacente résistante?**

Bien que la tendance désinflationniste en cours se soit confirmée lors de la parution des indices de prix à la consommation pour le mois d'avril, la surprise est venue de l'extrême résistance des composantes sous-jacentes, en particulier aux Etats-Unis et en zone euro. Ainsi, alors que le rythme annuel de progression de l'indice des prix s'établissait à -0,7% (contre -0,4%) aux Etats-Unis et se maintenait à +0,6% en zone euro, les composantes sous-jacentes remontaient respectivement de 1,8% à 1,9% et de 1,4% à 1,8%. L'examen des éléments ayant contribué à ces hausses ne corrobore absolument pas la thèse d'un renversement de tendance (hausse de 9,3% du prix du tabac aux Etats-Unis et fêtes de Pâques avancées dans le calendrier pour la zone euro). A contrario, l'ensemble des pressions désinflationnistes cycliques (faible taux d'utilisation des capacités, *output gap* négatif, détérioration du marché de l'emploi...) devraient perdurer et contribuer à réduire l'inflation sous-jacente bien au-delà de l'été 2009, qui marquera le rebond substantiel des indices d'inflation par effet de base.

## **Rallye des points morts d'inflation**

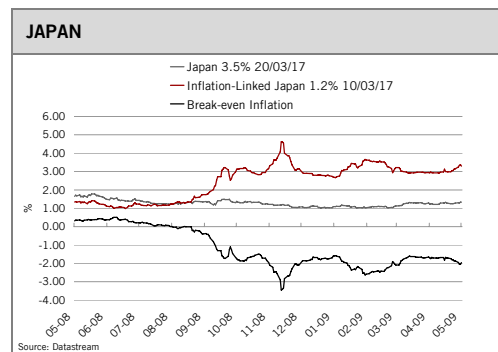
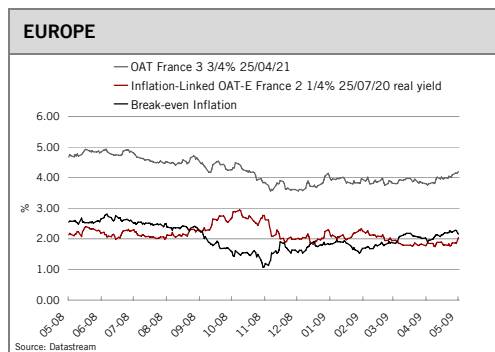
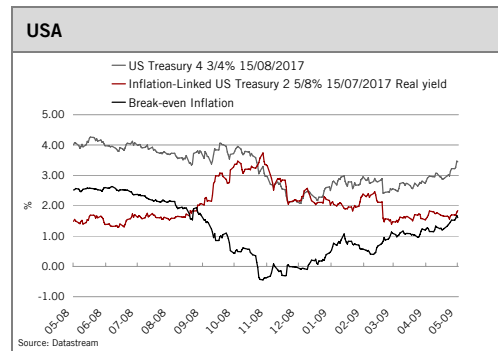
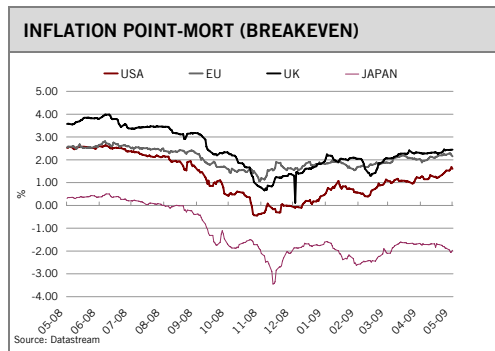
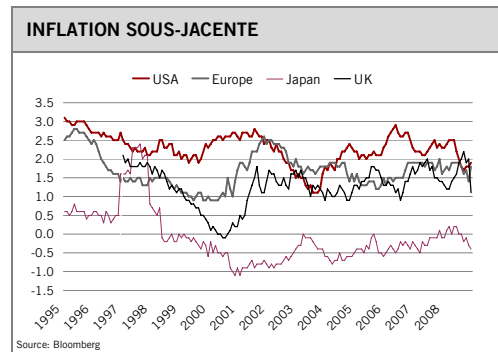
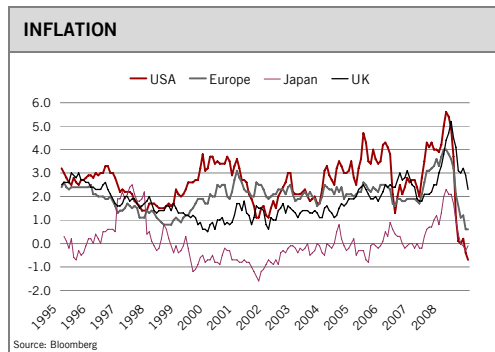
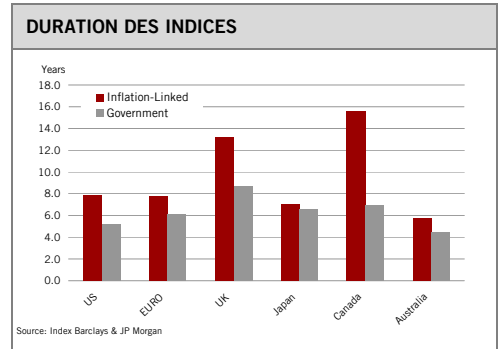
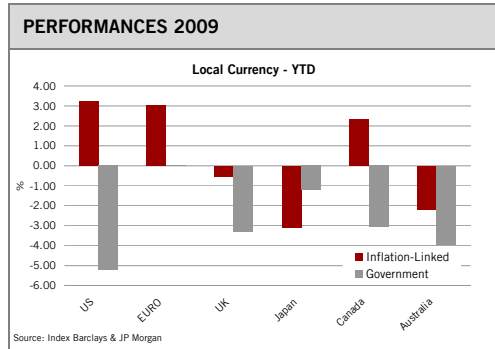
Après un début d'année mitigé, les obligations indexées ont enregistré une hausse significative. Ainsi, les points morts d'inflation à 10 ans ont-ils progressé sur le mois de 0,55% aux Etats-Unis, de 0,20% au Royaume-Uni et de 0,85% en zone euro, pour s'établir respectivement à 1,80%, 2,70% et 1,85%. Parallèlement, les taux réels de même maturité demeuraient relativement inchangés. De ce fait, l'intégralité de la correction haussière nominale s'explique par la reconstruction d'une prime d'inflation.

Cette tendance de repositionnement des emprunts d'Etat nominaux vers les emprunts d'Etat réels devrait se poursuivre, mais une correction temporaire durant l'été n'est pas à exclure, en particulier pour la zone euro, où un calendrier d'émission plus chargé devrait contrebalancer la demande que connaît la classe d'actifs.

## **Vers une redéfinition des objectifs d'inflation?**

Alors que les marchés se normalisent graduellement, comme en témoigne la forte réduction des indicateurs d'aversion au risque, se profile à moyen terme la question centrale du désendettement de l'ensemble des agents économiques. La reconstitution d'une épargne suffisante en regard du niveau de dette du consommateur américain serait une véritable gageure dans un monde à faible inflation. La tentation d'une relance inflationniste se confirme de plus en plus. Ainsi Kenneth Rogoff, professeur à Harvard et ancien chef économiste du FMI, plaiderait-il pour une inflation à 6% pendant au moins deux ans afin de désamorcer «la bombe de l'endettement». A ses détracteurs, qui mettent en avant le danger d'une perte de contrôle de l'inflation si une telle stratégie était mise en œuvre, M. Rogoff répondait: «la crainte de l'inflation dans un contexte de possible dépression globale serait comparable à craindre la rougeole lorsque l'on supporte le risque de contracter la peste». Si l'issue de ces arbitrages demeure incertaine, il n'en reste pas moins que la probabilité de ce scénario, telle que mesurée par la valorisation des obligations indexées, s'est fortement accrue le mois dernier avec la reconstruction à marche forcée d'une prime d'inflation plus conséquente.

# Obligations indexées sur l'inflation





# Marché du crédit

## Solide performance

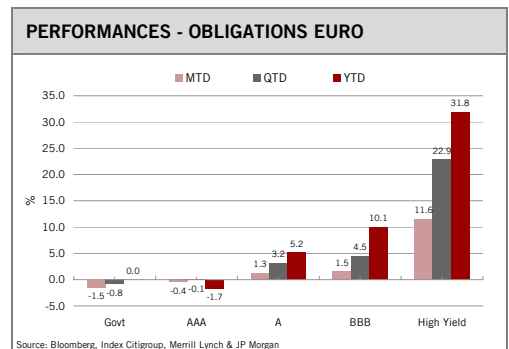
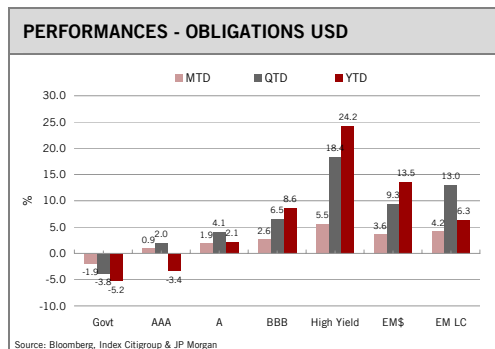
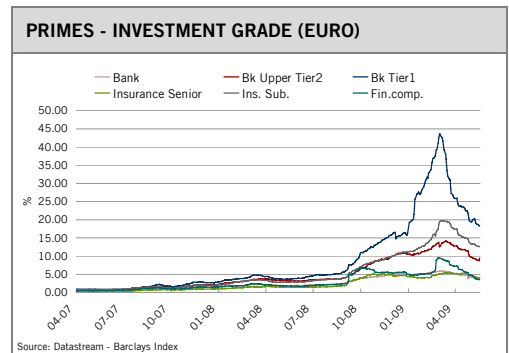
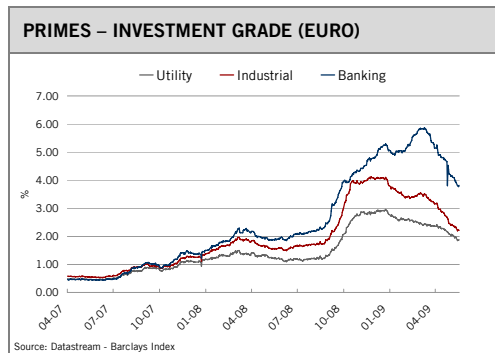
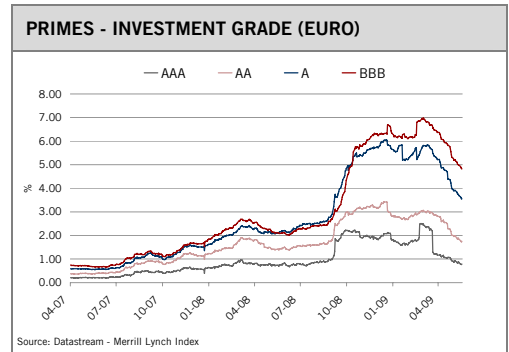
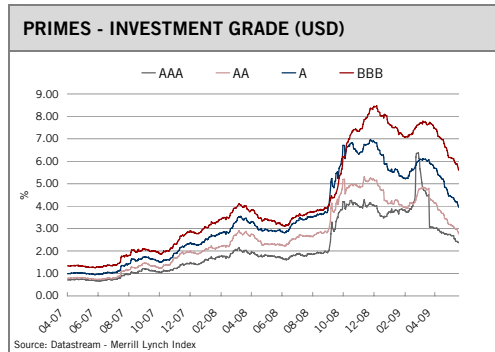
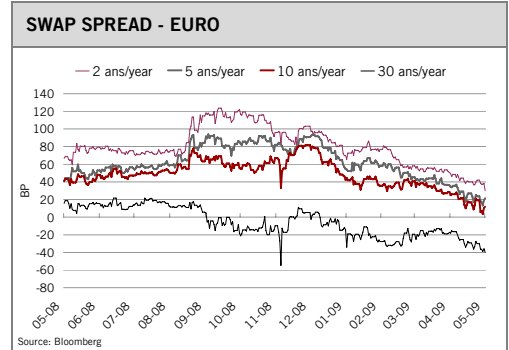
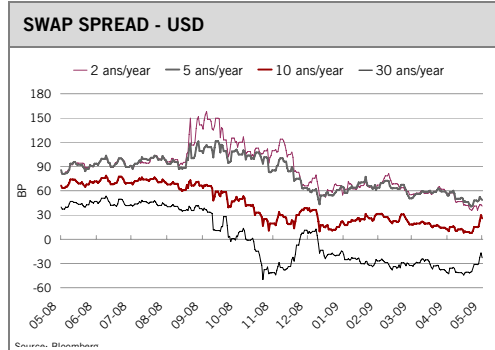
Les primes de risque des obligations d'entreprise ont poursuivi leur mouvement de resserrement, débuté à la fin du mois de mars. La performance relative aux obligations gouvernementales se situait à la fin du mois de mai en territoire largement positif. Depuis le début de l'année, la meilleure performance a été réalisée par le secteur non financier et en particulier des segments défensifs comme les télécommunications, les services publics, les pharmaceutiques, la consommation non cyclique, le tabac et la distribution. Sur le mois de mai, la meilleure performance a été affichée par le secteur des mines et métaux. La performance du secteur financier est maintenant légèrement positive avec la reprise observée ces dernières semaines. La performance relative des dettes subordonnées est à deux chiffres pour le mois de mai. On notera que les papiers bancaires y ont largement contribué, alors que ceux des assureurs n'ont pas encore retrouvé leur valorisation de début d'année. Le niveau des primes de risque, tous secteurs confondus, reste large et n'est toujours pas retombé en dessous de celui de septembre 2008, avant la banqueroute du courtier Lehman Brothers. La performance a ralenti en fin de mois, après une saison des résultats qui, malgré quelques surprises, a affiché des profits en forte baisse. L'état de l'économie a également pesé, les signes de stabilisation sont faibles et le chômage continue d'augmenter. L'intérêt pour la classe d'actifs des obligations d'entreprise provient toujours du fort niveau de protection offert par le niveau des primes de risque, mais également de la comparaison avec la courbe des taux des

obligations gouvernementales, ces dernières offrant toujours des rendements historiquement bas. Les indices synthétiques iTraxx, basés sur les CDS, se sont resserrés mais affichent une plus grande corrélation avec les marchés actions. La faible liquidité, l'importante fourchette offre/demande des cours du marché des obligations ainsi qu'un niveau plus faible des CDS favorisent les indices iTraxx dans les portefeuilles actifs pour ajuster leurs expositions au crédit.

## Analyse sectorielle

Dans le secteur financier, le résultat des tests de solidités ou *stress tests* menés par la Réserve fédérale n'a finalement pas apporté de surprises. Dix banques sur dix-neuf apparaissent sous-capitalisées, les principales étant Bank of America, Morgan Stanley et Wells Fargo. Du côté européen, les résultats publiés sont en ligne avec les attentes et soulignent que la qualité des actifs continue à se détériorer. Les agences ont continué à baisser les notations, à l'exception de Fortis, dont la note a bénéficié de son intégration au sein du groupe BNP Paribas. Les Caja espagnoles restent fragiles et durement touchées par la crise immobilière. Une restructuration par des regroupements est appuyée par le régulateur espagnol. Le gouvernement allemand a présenté un projet de *bad bank* qui reprendrait les actifs toxiques de ses banques régionales. Dans le secteur non financier, les résultats n'ont, dans l'ensemble, pas créé de mauvaises surprises. Le besoin de nouveaux capitaux est limité par la baisse des investissements et le risque de refinancement s'est estompé avec la forte demande pour les nouvelles émissions.

# Marché du crédit



# Marché du crédit

## Marché primaire

Durant les cinq premiers mois de l'année, le volume d'émission a quasiment dépassé le volume total de l'année 2003. Les maturités de cinq ans et les notations A ont été majoritaires. Le marché continue cependant d'être porteur pour les plus faibles notations, comme par exemple l'émission de Lafarge ou celle de RCI Banque. Dans les non financières, la prime à l'émission est toujours là, avec une très nette performance en secondaire, à l'exception de la dernière émission de Volvo. Les émissions bancaires seniors sans garantie gouvernementale ont continué d'affluer et Rabobank a ranimé le marché subordonné en émettant une dette LT2.

## High yield

Le *high yield* a de nouveau affiché une performance à deux chiffres. Dans un environnement toujours peu liquide, le segment de qualité la plus basse a surperformé. Les raisons techniques jouent un rôle dominant avec un afflux de cash, des réinvestissements de coupons et un marché primaire toujours fermé. Certaines compagnies dans les secteurs des télécommunications (TDC) et de la chimie (Rockwood) profitent également du faible niveau de valorisation pour lancer des offres de rachat de leur propre dette, soutenant à la hausse les prix. Le marché primaire américain se porte bien, enregistrant un fort volume d'émission. L'émission jumbo par Teck Resources a été la 6<sup>e</sup> plus importante dans l'histoire du marché *high yield*. La saison des résultats a confirmé la détérioration, sans être désastreuse. La mise en *chapter 11* de Chrysler et l'offre de General Motors aux porteurs

obligataires n'ont pas pesé sur le marché, les valorisations incorporant déjà ces événements.

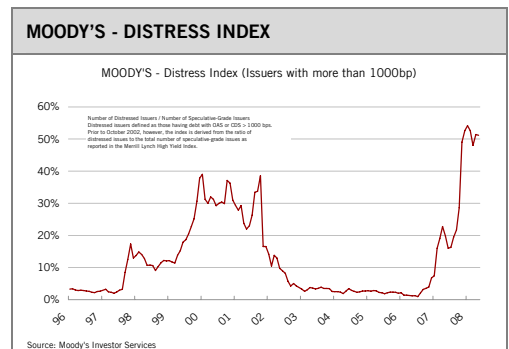
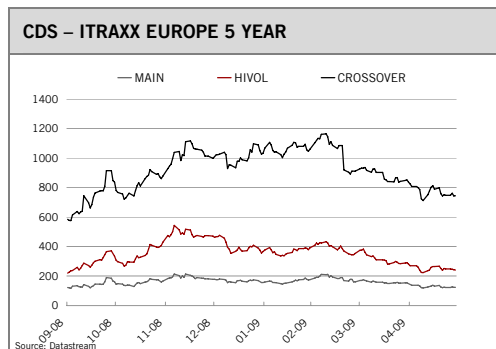
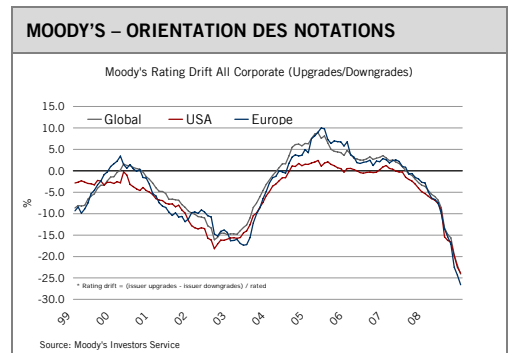
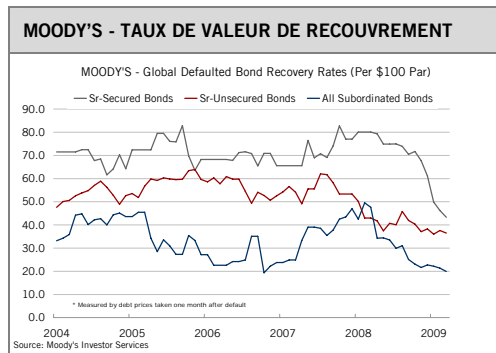
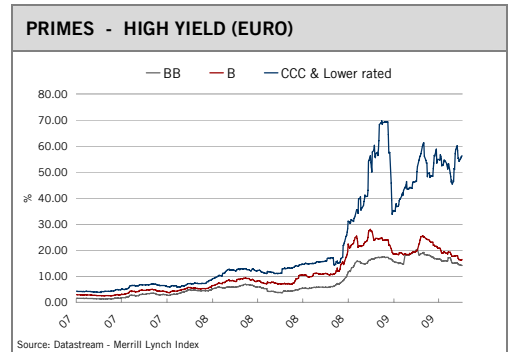
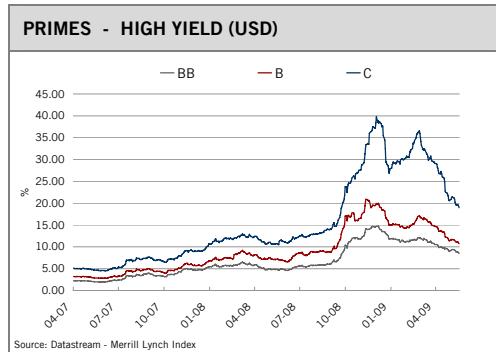
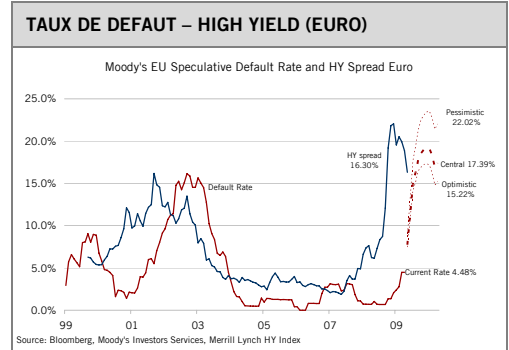
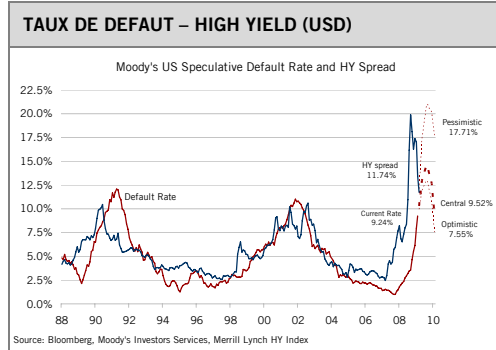
## ABS européens

Le mois de mai a été marqué par l'annonce de la Banque centrale européenne d'allouer 60 milliards d'euros pour l'achat d'obligations foncières, revitalisant ainsi ce marché au détriment de celui des ABS européens. Ce dernier fonctionne toujours au ralenti de par sa liquidité réduite et avec un *modus operandi* identique depuis 21 mois, à savoir des émissions retenues pour être placées en *repos* auprès de la BCE. Au chapitre des modifications de notation, la tendance négative s'est poursuivie. Parmi les principaux mouvements, les CMBS, les CLO de PME espagnoles, les RMBS britanniques et espagnols continuent d'être dans le collimateur des agences à cause de leurs performances et de la baisse des marchés immobiliers résidentiel et commercial. A l'opposé, le marché des ABS américains continue de bénéficier des conditions cadre de la TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), qui a permis l'émission de plus de 80 milliards de dollars, alors que seulement 5 milliards auraient été placés en Europe en 2009.

## Primes de risque toujours attractives

Le marché du crédit devrait rester dans l'ensemble soutenu par une demande d'investisseurs attirés par le niveau attractif des primes de risque. On peut s'attendre à ce que le rythme de resserrement des primes de risque ralentisse dans les prochaines semaines, alors que le marché attendra plus de signes tangibles d'une réelle amélioration des conditions économiques.

# Marché du crédit



# Dettes émergentes

## Evolution récente

La dette émergente (USD et monnaies locales) a affiché des rendements positifs en mai, bénéficiant d'une propension accrue au risque et de l'embellie boursière. La dette locale a légèrement surperformé celle en dollars grâce à l'appréciation des monnaies émergentes. On constate certains signes d'amélioration du sentiment, les chiffres de la demande interne et des exportations dans quelques pays émergents ayant surpris positivement. Couplée aux mesures du FMI et à un afflux accru de fonds vers cette classe d'actifs, cette évolution soutient les cours de la dette émergente. Avec à nouveau d'importantes disparités entre les performances par pays, tant en USD qu'en monnaies locales.

## Dettes en monnaies locales

Ce segment a affiché un rendement positif en mai, grâce à une forte propension au risque et à la vigueur persistante des monnaies. Ainsi, le real brésilien, le forint hongrois et la roupie indienne se sont sensiblement appréciés face au dollar. Le parti au pouvoir en Inde a remporté une nette victoire aux élections, ce qui a suscité une hausse des actions liée à l'espoir d'une accélération des réformes économiques. La performance des marchés obligataires locaux a été contrastée. Ainsi, les taux locaux ont continué à baisser au Brésil. En revanche, en Afrique du Sud, ils ont été soumis à une certaine pression à la suite d'une très forte performance et en raison d'inquiétudes relatives à l'offre et à une certaine dégradation des fondamentaux.

## Dettes extérieures

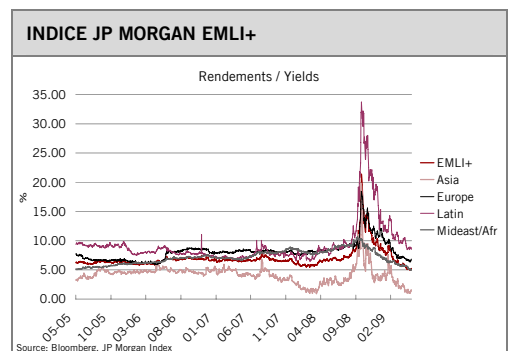
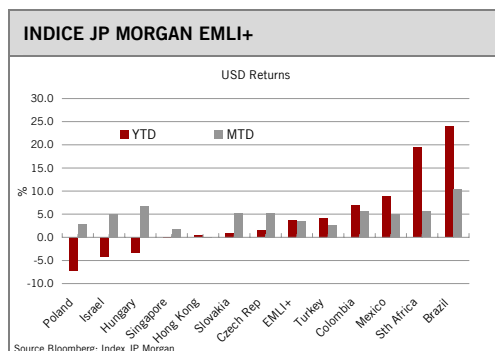
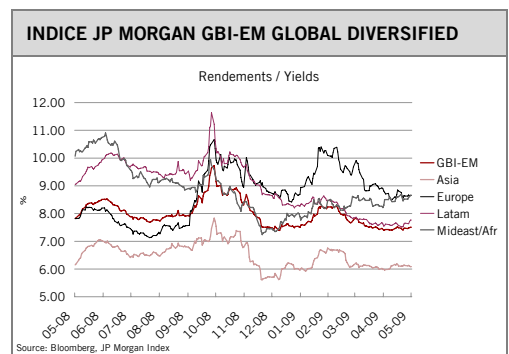
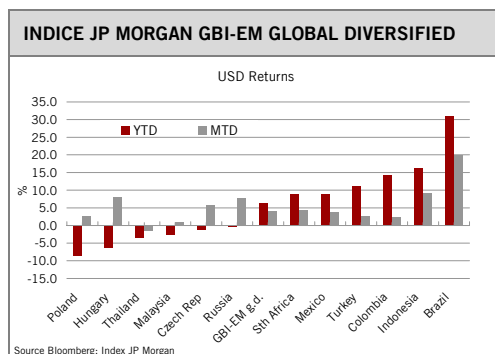
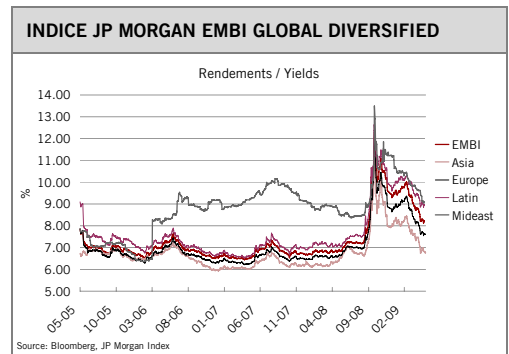
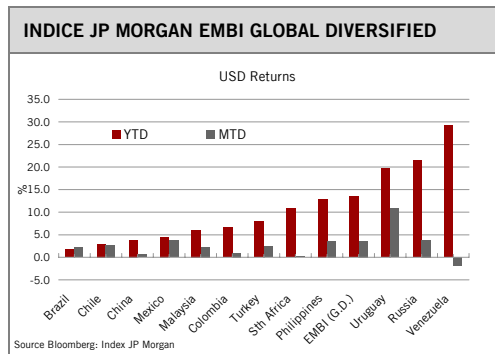
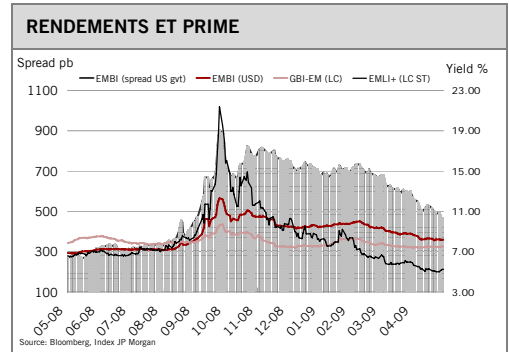
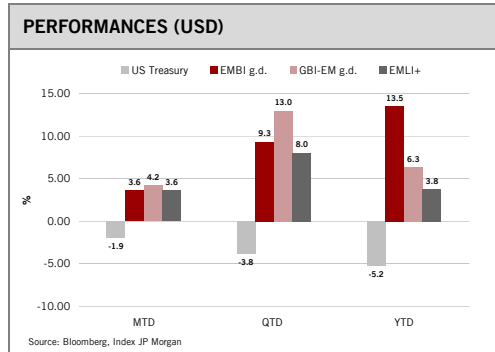
Depuis l'embellie de mars, la dette en dollars a évolué positivement. Les forts écarts au niveau

des obligations émergentes en USD ont créé une perception de plus-value pour cette classe d'actifs, notamment parce que la dette en dollars a attiré davantage de capitaux que la dette en monnaies émergentes, du fait des incertitudes quant à la performance de ces dernières. Ces afflux de capitaux soutiennent les prix des actifs, car les investisseurs sont en quête de rendement et de durée, dans un contexte de faible performance. Ce mois, les signatures les plus performantes ont été les pays à bêta élevé, l'Argentine, l'Iraq, la Jamaïque et l'Ukraine ayant affiché des rendements à deux chiffres grâce à l'amélioration du sentiment général.

## Perspectives

Le contexte joue en faveur de la dette émergente, soutenue notamment par les facteurs suivants: quelques signes de reprise, surtout dans les pays émergents, montrant une certaine amélioration du climat, de la demande interne et des exportations; le soutien du FMI aux pays émergents et l'opinion largement répandue qu'une défaillance de ces derniers n'est pas admissible; enfin, certains facteurs techniques comme les afflux de fonds soutenant les prix de cette classe d'actifs. La performance des marchés émergents continuera toutefois d'être liée au contexte de risque mondial. Nous estimons que le marché demeure exposé à un nouvel affaiblissement des variables macroéconomiques et restons donc prudents. S'agissant du moyen terme, le consensus table sur une poursuite de la convergence des marchés émergents.

# Dette émergente



# Etats-Unis

## **Amélioration du sentiment général**

En dépit de la publication d'un PIB en fort recul au premier trimestre (-6,1%), les investisseurs se sont mis à anticiper une stabilisation, puis un rebond de l'activité économique, sous l'effet de la reconstitution des inventaires. Au premier trimestre, la consommation a rebondi, contribuant pour 2,1% à la croissance. En revanche, les exportations et les investissements se sont encore fortement contractés. La chute des stocks a également contribué négativement à la croissance.

Après le redressement des indices des directeurs d'achat le mois passé, les récentes statistiques économiques ont, dans l'ensemble, contribué à améliorer le sentiment, d'autant que la situation sur les marchés financiers s'est nettement détendue. Sur le marché immobilier, les promesses de ventes de logement sont ressorties en hausse de 3,2%, les dépenses de construction ont progressé de 0,3% et l'indice NAHB mesurant la confiance des constructeurs a augmenté pour le second mois consécutif, donnant à penser que le creux du marché était peut-être en passe d'être atteint. Le redressement des indices des directeurs d'achat s'est poursuivi. Celui du secteur manufacturier a progressé de 36,3 à 40,1 et celui du secteur non manufacturier de 40,8 à 43,7. Ces indices restent toutefois bien en dessous du seuil de 50 censé préfigurer d'une croissance positive. Pour le second mois consécutif, l'indice de confiance des consommateurs s'est fortement redressé, passant ainsi de 25,3 à 54,9 en dépit de la poursuite de la dégradation du marché de l'emploi, et notamment de la progression du taux de chômage à 8,9%. La consommation,

élément déterminant pour l'économie, devrait continuer d'être soutenue par le stimulus fiscal.

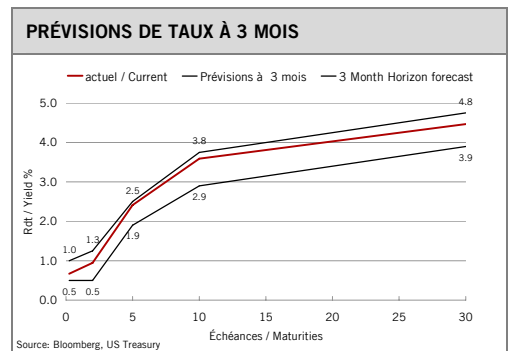
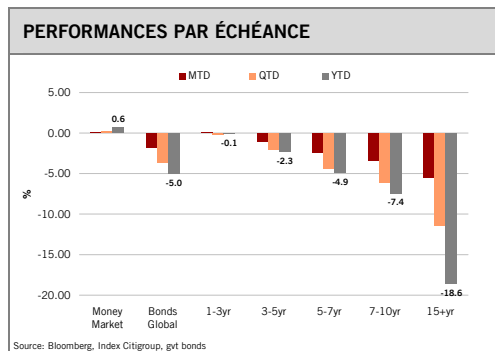
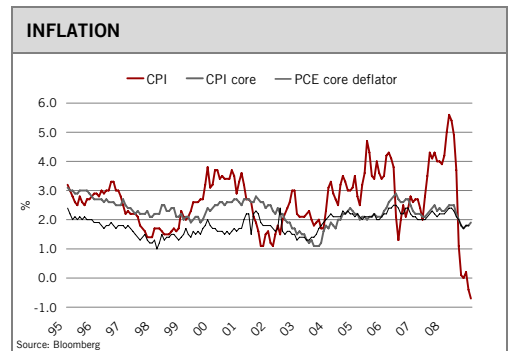
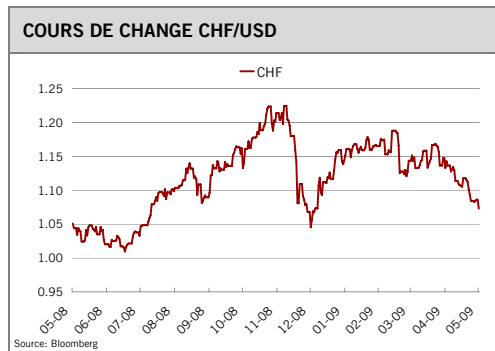
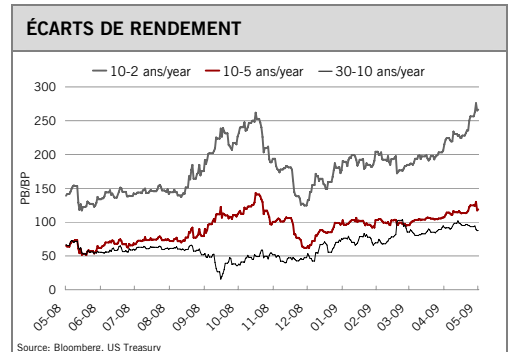
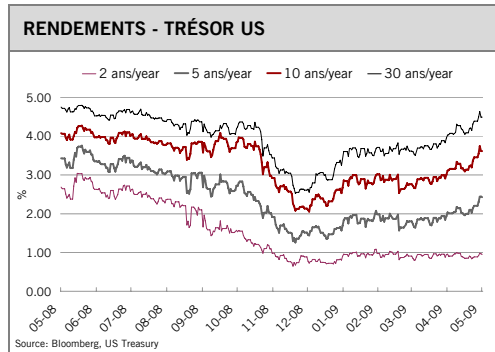
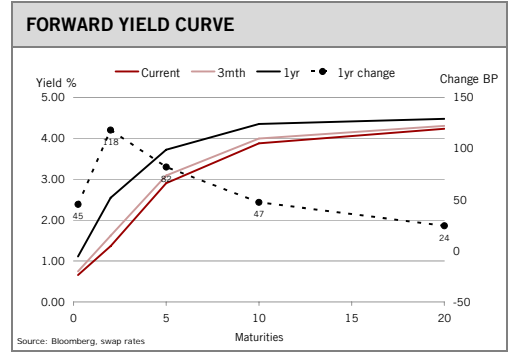
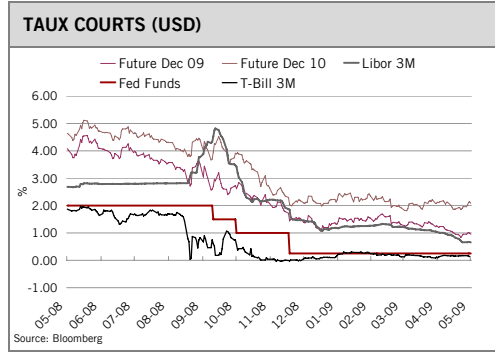
## **Les craintes déflationnistes s'estompent**

Enfin, les craintes de déflation se sont un peu estompées. L'inflation, bien qu'en baisse de 0,7% en glissement annuel, a progressé de 0,3% au cours du mois d'avril. En outre, le taux de l'inflation sous-jacente a augmenté de 1,8% à 1,9% en rythme annuel. Dans ce contexte, les membres de la Fed s'accordent à dire que la récession devrait perdurer quelques mois, puis que l'économie pourrait se redresser très progressivement, enregistrant une croissance positive l'an prochain. Le dernier communiqué du FOMC relève des signes d'amélioration tant de la situation économique que des conditions financières.

## **Vive correction des bons du Trésor**

Le marché obligataire a continué de souffrir de la dégradation des finances publiques et du fait que les mesures gouvernementales risquaient de provoquer de l'inflation à moyen terme. Les signes de stabilisation de la situation économique ont provoqué une nouvelle vague de hausse des rendements des bons du Trésor, le profil de la structure des taux se redressant brusquement. Dans un contexte qui demeure incertain, les investisseurs resteront sur leurs gardes, d'autant que les mesures de la Fed et du gouvernement semblent porter leurs fruits. Persuadés d'une reprise économique à relativement brève échéance, ils pourraient continuer de bouder les bons du Trésor au profit d'autres formes de placement jugées plus rémunératrices. Le profil de la structure de taux pourrait devenir davantage ascendant.

# Etats-Unis





# Zone euro

## La BCE prend de nouvelles mesures

Début mai, la BCE a réduit une nouvelle fois ces taux, celui des *repos* passant ainsi de 1,25% à 1,0%. Face au grippage des circuits du crédit, la BCE s'est décidée à recourir à un nouvel arsenal, celui des injections directes de liquidités. Dans ce but, elle a indiqué qu'elle rachèterait 60 milliards d'euros d'obligations sécurisées. La BCE veut inciter les banques à accorder davantage de crédits. L'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages a vu son taux chuter à 3,2% en mars. Contrairement à ses consœurs anglo-saxonnes, la BCE ne s'est pas décidée à racheter des obligations d'Etat en vue de réguler le niveau de leurs rendements. A l'issue de cette réunion, Jean-Claude Trichet a jugé le niveau des taux directeurs comme étant approprié, sans toutefois indiquer qu'il s'agissait d'un niveau plancher. Avec les signes de stabilisation de l'économie et la remontée du taux de l'inflation sous-jacente, la BCE pourrait hésiter à aller plus loin dans l'immédiat.

## Creux économique en vue

Au premier trimestre, la récession s'est aggravée, le PIB de la zone euro se contractant de 2,5%. Les détails du PIB n'ont pas encore été publiés, mais il est probable que tant la demande interne qu'externe aient été extrêmement faibles. Les enquêtes conjoncturelles laissent entrevoir une certaine stabilisation, mais une reprise n'est pas encore acquise. Dans ses prévisions de printemps, la Commission européenne indique que la crise n'est pas terminée, mais que le creux est peut-être en passe d'être atteint. Elle table sur une contraction du PIB (-4,4%) encore plus marquée que dans ses prévisions de janvier (-2,2%). Cette

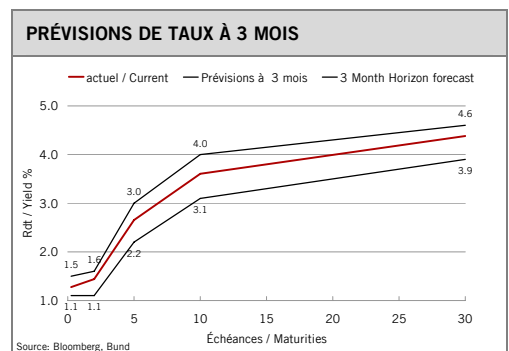
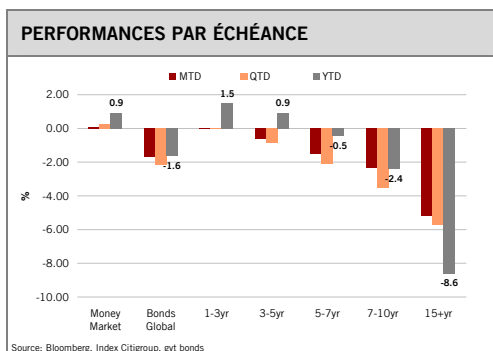
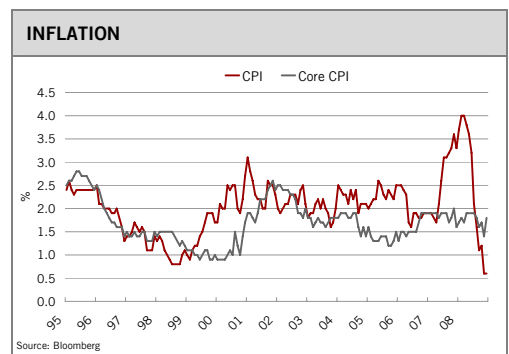
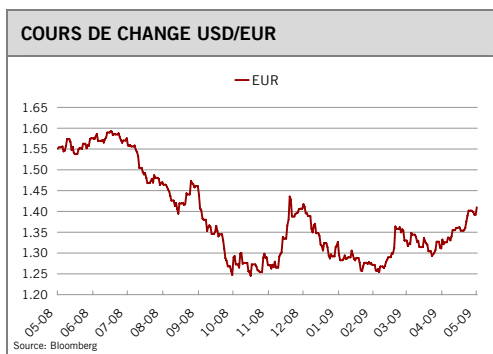
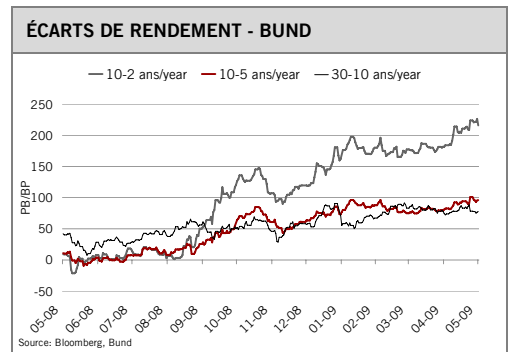
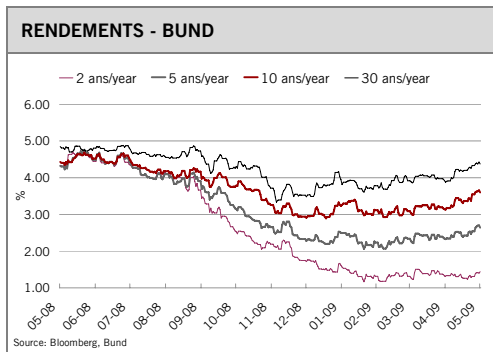
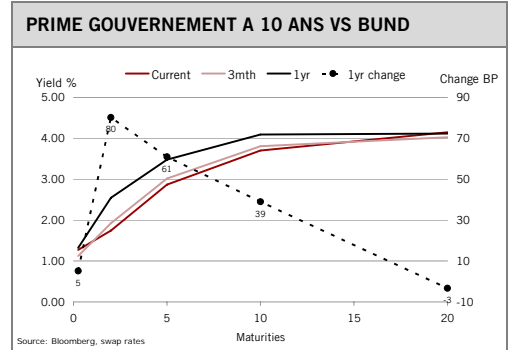
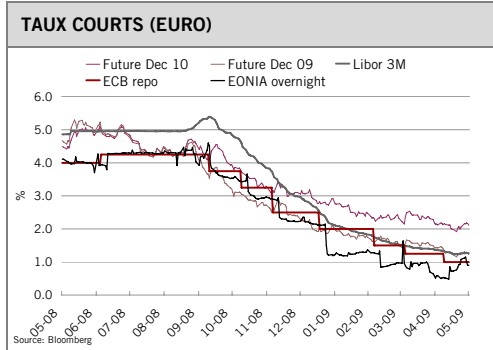
révision est justifiée par une chute plus forte que prévu des investissements et des exportations. Une évolution qui pèsera sur le marché de l'emploi – le taux de chômage devrait atteindre 10,9% en 2010 – et la consommation. Les interventions des Etats éviteront un recul plus marqué de l'activité économique, mais devraient propulser la dette à 78% du PIB cette année et à 84% l'an prochain. Quant à l'inflation, qui a encore progressé à un rythme annuel de 0,6% en avril, elle pourrait devenir négative au cours du troisième trimestre, avant de se reprendre légèrement en 2010.

## Tensions sur le marché obligataire

Le marché a souffert de la perception que l'économie avait peut-être connu ses pires moments, de la pléthore d'offre d'emprunts d'Etat et du regain d'appétit pour les actifs risqués. En raison de la faible rémunération des emprunts gouvernementaux, du dérapage des finances publiques et des interrogations sur l'inflation future, les investisseurs se sont détournés de cette classe d'actifs. Le profil de la structure des taux s'est davantage redressé, la hausse des rendements ayant été plus marquée sur la partie longue. Les craintes systémiques s'estompant, les primes de risque entre les différents pays de la zone euro se sont réduites.

Dans un contexte où les investisseurs parient sur une reprise de l'activité économique, la correction du marché obligataire risque de se poursuivre. Le profil des structures de taux restera ascendant en raison des craintes suscitées par la détérioration des finances publiques et des éventuelles retombées inflationnistes à moyen terme.

# Zone euro



# Royaume-Uni

## **La BoE renforce sa politique et reste prudente**

Début mai, la Banque d'Angleterre a laissé son taux directeurs inchangé à 0,5%, mais a renforcé son programme d'assouplissement quantitatif, augmentant à 125 milliards de livres le montant pouvant être consacré à l'achat de dettes. Dans son communiqué de presse, l'institut d'émission a indiqué que l'économie mondiale était tombée dans une profonde récession mais que le redressement de certaines enquêtes conjoncturelles signalait un déclin du rythme du ralentissement économique. Concernant l'inflation, elle relève qu'elle demeure supérieure à la cible des 2%, justifiant ainsi son statu quo au niveau des taux directeurs. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mervin King, a reconnu que les effets de l'assouplissement quantitatif ne s'étaient pas encore fait pleinement sentir. Les 125 milliards de livres ne devraient pas être totalement utilisés avant juillet et, ensuite, ne seront retirés que très progressivement.

Le rapport trimestriel sur l'inflation signale que l'économie devrait rebondir à court terme, mais que la reprise sera très graduelle. Les politiques fiscale et monétaire très accommodantes, la dépréciation de la livre et le retournement du cycle de stockage devraient permettre une certaine amélioration. Mais, la récession ayant été précédée d'une crise financière, la BoE craint qu'un réel redressement ne prenne du temps.

## **Inflation sur une tendance baissière**

Le recul de l'inflation s'est poursuivi, son taux en rythme annuel passant de 2,9% à 2,3% en avril. Celui de l'inflation sous-jacente a

également baissé, passant de 1,7% à 1,5%. Cette tendance baissière du taux de renchérissement devrait se poursuivre ces prochains mois. La majoration du taux de TVA de 2,5% en janvier 2010 devrait mettre un terme à ce mouvement.

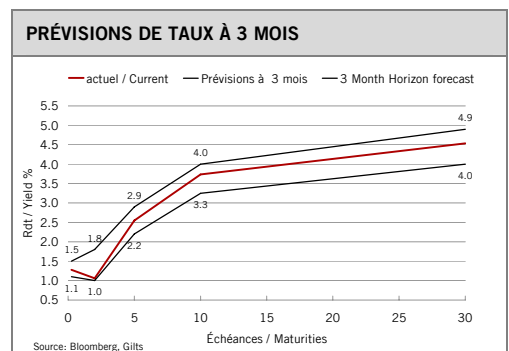
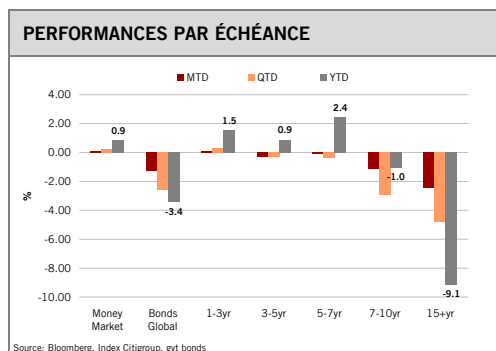
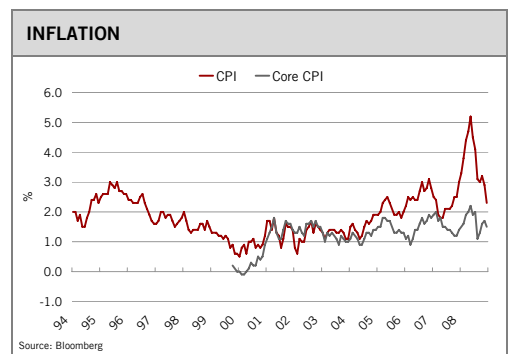
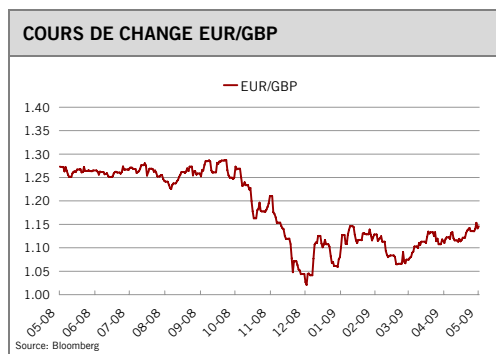
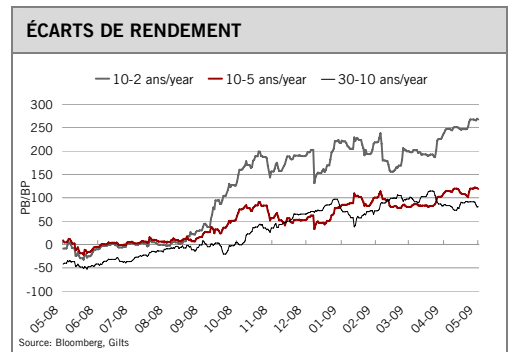
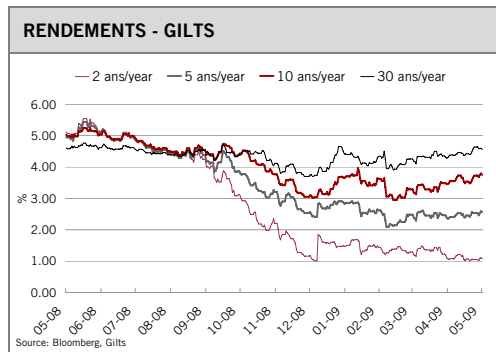
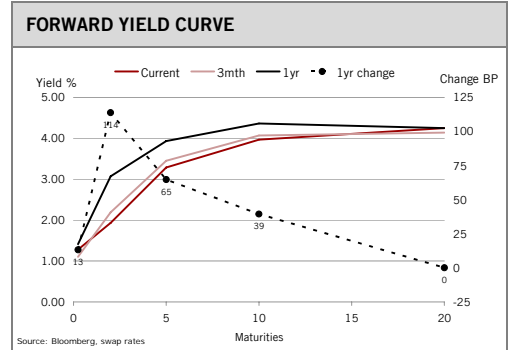
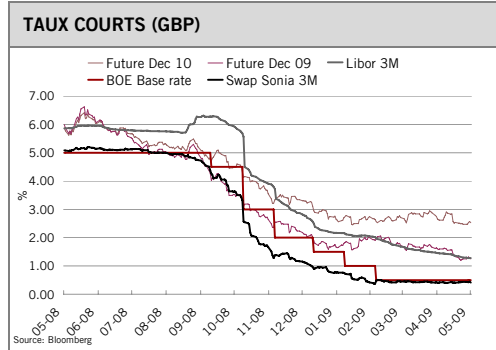
## **Standard & Poor's tire la sonnette d'alarme**

L'agence de notation, qui estime que la dette publique britannique pourrait enfler à 100% du PIB en 2013 en dépit de resserrements fiscaux, a modifié sa perspective sur la note de crédit du pays (AAA) de stable à négative. Lors de sa précédente évaluation de janvier, S&P avait estimé ce chiffre à 83% pour 2013, contre 49% en 2008. Le soutien du gouvernement au secteur bancaire pourrait coûter entre 100 et 145 milliards de livres, soit entre 7 et 10% du PIB en 2009. La perspective d'élections l'an prochain risque de freiner la mise en place de mesures d'austérité.

## **Remontée des rendements**

Malgré un scénario économique relativement favorable aux obligations et en dépit des rachats de titres souverains par la Banque d'Angleterre, les rendements des *Gilts* sont remontés au cours des deux derniers mois. Le marché a été pénalisé par la dégradation des finances publiques, par un taux d'inflation, bien qu'en recul, nettement supérieur à ceux enregistrés aux Etats-Unis ou dans la zone euro et par l'éventualité d'un abaissement de la note de crédit du pays par les agences. Ces prochains mois, en dépit d'une situation économique qui restera difficile et de la poursuite du recul de l'inflation, le marché obligataire risque de rester sous tension, le profil de la structure des taux restant passablement ascendant.

# Royaume-Uni



# Suisse

## **La BNS jugulera toute appréciation du franc**

La BNS, qui a adopté des mesures exceptionnelles et encore réduit ses taux en mars poursuivra sa politique monétaire expansive en vue de soutenir la conjoncture. Elle a indiqué qu'elle resterait fermement déterminée à juguler toute appréciation du franc en vue de limiter les risques de déflation et de maintenir la compétitivité des produits suisses à l'exportation. Dans ce but, la BNS va poursuivre ses achats de dettes privées et de devises et maintiendra le taux Libor à 3 mois à un très bas niveau.

## **Pas d'inflation en vue**

En progression de 0,9% par rapport au mois précédent, le taux d'inflation affiche néanmoins un recul en rythme annuel en avril. Il s'est inscrit à -0,3%, contre -0,4% le mois précédent. Le taux de l'inflation sous-jacente est lui demeuré stable à 1,1%. Selon l'Office fédéral de la statistique, la hausse des prix au cours du mois d'avril reflète le retour à la normale après les soldes dans le secteur de l'habillement. La Banque nationale suisse table sur un recul moyen de 0,5% de l'inflation cette année et sur un taux proche de zéro tant en 2010 qu'en 2011.

## **Conjoncture très déprimée**

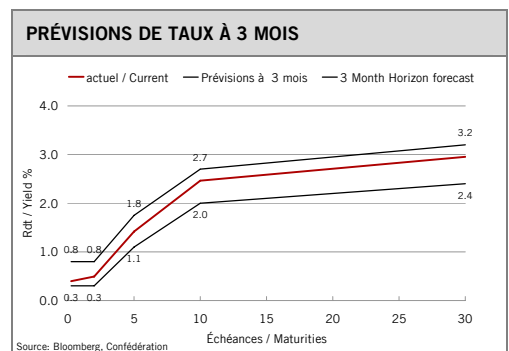
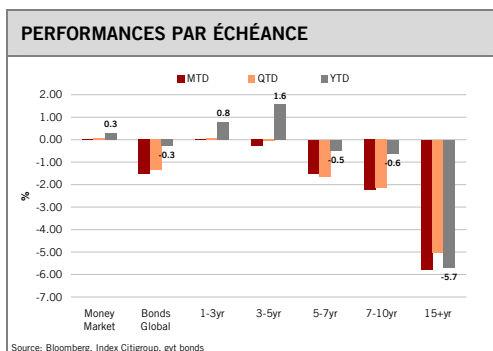
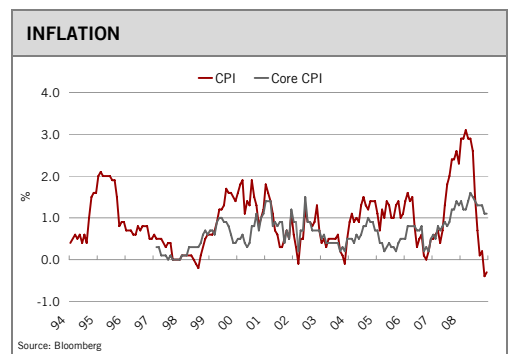
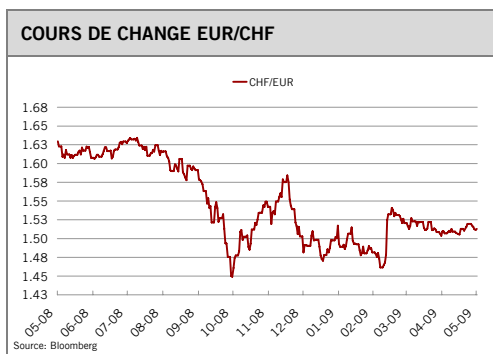
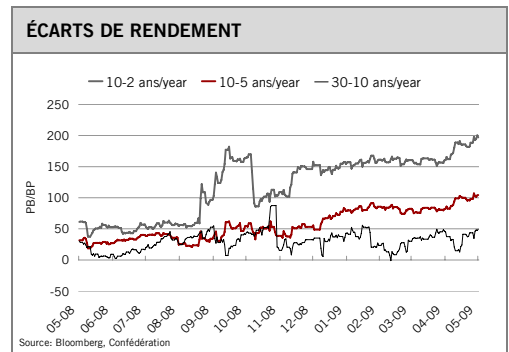
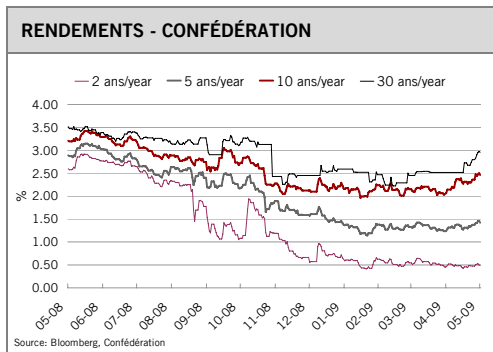
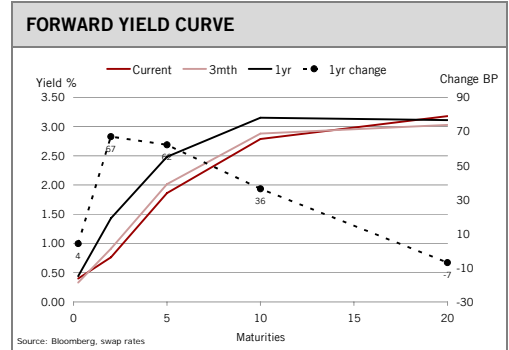
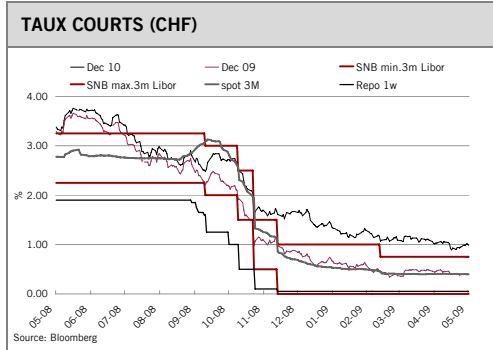
L'économie suisse a été très affectée par la récession mondiale, le PIB est ainsi en baisse depuis le milieu de l'année 2008, reflétant le fort recul des exportations et des investissements en biens d'équipement. La contribution positive des stocks a atténué ces effets, les entreprises tardant à ajuster leur production, qui par conséquent devrait être faible dans la première partie de 2009. La BNS table désormais sur une

contraction du PIB de 3,0% cette année. La détérioration du marché de l'emploi et du climat de consommation devrait peser sur la croissance tout au long de l'année. Le taux de chômage a grimpé à 3,5% et pourrait, selon le KOF, atteindre 5% en 2010. L'indice du climat de consommation du SECO a plongé de -23 en janvier à -38 en avril. Enfin, le baromètre conjoncturel du KOF, toujours en baisse, ne laisse pas entrevoir d'amélioration ces prochains mois. En revanche, le rebond de l'indice des directeurs d'achat, qui est passé de 32,6 à 34,7, et les signes ténus de stabilisation aux États-Unis et en Europe, font miroiter une amélioration l'an prochain.

## **Mauvais mois pour le marché obligataire**

En mai, le marché obligataire a enregistré une forte correction, le profil de la structure des taux se redressant sensiblement en raison de la hausse plus marquée des taux longs. En dépit d'une politique monétaire expansive et d'une conjoncture très morose, la correction du marché obligataire risque de se poursuivre. Le rendement de la Confédération à 10 ans devrait osciller entre 2,0% et 2,6% au cours des trois prochains mois, et le profil de la structure des taux demeurer ascendant. La dissipation du risque systémique, les espoirs de reprise économique et le regain d'intérêt pour les actifs risqués détournent les investisseurs des emprunts de la Confédération relativement peu rémunérés. Nous conservons, pour l'instant, une stratégie neutre. Si les rendements devaient se tendre vers le haut de la fourchette susmentionnée, nous reconsidérerions cette position à la lumière des nouvelles statistiques.

# Suisse



# Japon

## **Effondrement de l'activité économique**

Pour le second trimestre consécutif, l'économie japonaise s'est fortement contractée. Après avoir reculé de 3,8% au quatrième trimestre 2008, le PIB s'est encore contracté de 4,0% au premier trimestre de cette année. Ainsi, sur une base annuelle, la croissance est en baisse de 15,2%, du jamais vu depuis la Seconde guerre mondiale. Le Japon subit de plein fouet le ralentissement du commerce mondial, ses exportations ont chuté de 26% durant les trois premiers mois de l'année et la consommation des ménages est restée déprimée, reculant de 1,1%. Les grandes entreprises qui subissent des pertes ont adopté des plans drastiques de réduction des coûts: globalement, leurs dépenses d'investissement ont baissé de 10,4% et ne devraient pas rebondir de sitôt. Tant les conjoncturistes que les experts du gouvernement n'attendent pas de réelle reprise, même si l'économie a probablement touché le fond, comme semble l'indiquer le rebond de certaines statistiques (confiance des consommateurs, production industrielle et Eco Watchers Survey). Leurs prévisions pour le deuxième trimestre tablent sur une nouvelle contraction du PIB de l'ordre de 3%, les effets des plans de relance ne devant pas se faire sentir avant le troisième trimestre.

## **La Banque du Japon moins pessimiste**

Comme prévu, la BoJ a laissé ses taux inchangés à l'issue de sa réunion mensuelle. Bien que son diagnostic concernant l'économie se soit avéré moins pessimiste que lors des précédentes réunions, soulignant que le rythme de baisse aussi bien des exportations que de la production commençait à se tasser, elle n'a pas

modifié ses prévisions de croissance ni indiqué si ce changement de perception influencerait le volume de ses achats d'obligations d'Etat. Cependant, la BoJ a indiqué qu'elle étendrait la gamme de collatéraux qu'elle utiliserait dans ses opérations afin d'inclure les papiers de dettes souveraines américaine, britannique, allemande et française, reconnaissant qu'elle se préoccupait toujours de la capacité des banques de l'Archipel à lever des capitaux.

## **Pressions déflationnistes**

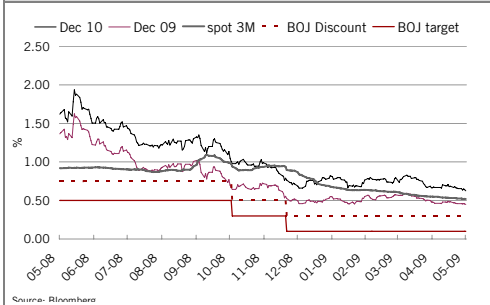
Le déflateur du PIB a progressé de 1,1% en hausse pour le second trimestre consécutif. Toutefois, cette hausse risque de s'avérer de courte durée, les pressions déflationnistes étant de retour comme en témoigne l'évolution des indices de prix. En avril, le taux d'inflation s'est inscrit à -0,1% en glissement annuel. Hors produits alimentaires frais et pétroliers, le taux d'inflation est également négatif à -0,4%. Dans ce contexte, la banque du Japon devrait maintenir sa politique accommodante, continuant d'avoir recours à des mesures non conventionnelles d'assouplissement monétaire.

## **Risque de hausse des rendements limité**

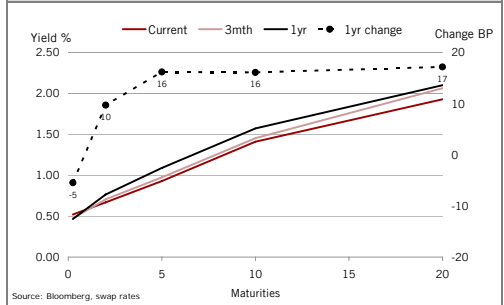
Les rendements des JGB sont remontés sous l'effet conjugué de l'augmentation de l'offre de papiers, et des espoirs de reprise économique. Le risque d'une tension marquée et durable des rendements paraît faible. Avec une politique d'achat active de JGB par la banque centrale et des taux directeurs maintenus proches de zéro ainsi qu'une économie qui, dans le meilleur des cas, ne se redressera que très lentement, les rendements obligataires resteront à de bas niveaux.

# Japon

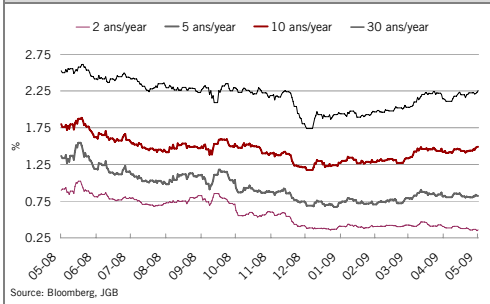
## TAUX COURTS (YEN)



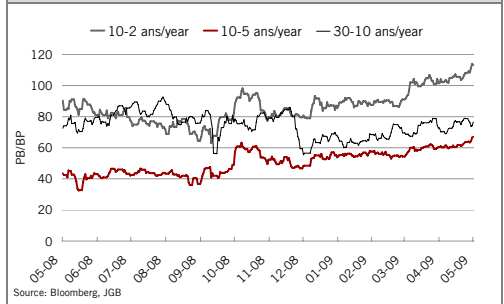
## FORWARD YIELD CURVE



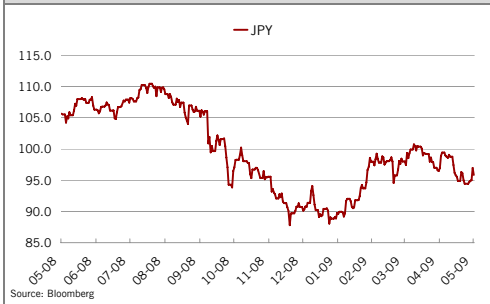
## RENDEMENTS - JGB



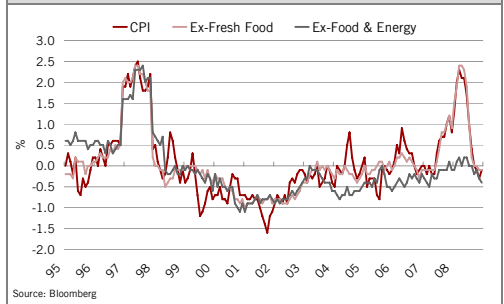
## ÉCARTS DE RENDEMENT



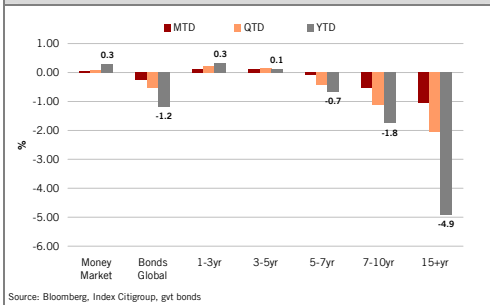
## COURS DE CHANGE JPY/USD



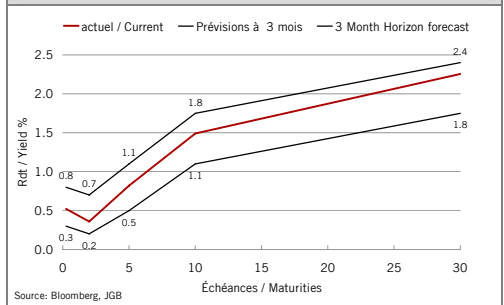
## INFLATION



## PERFORMANCES PAR ÉCHÉANCE



## PRÉVISIONS DE TAUX À 3 MOIS





# Disclaimer

Les informations et données présentées ici sont fournies à titre indicatif uniquement et ne constituent ni une offre, ni une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à tout autre instrument financier.

Ce document ne prend pas en compte les objectifs de placement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers des personnes susceptibles de le recevoir et d'investir dans un instrument financier. Pictet & Cie ne garantit en aucun cas le fait que les titres mentionnés dans ce rapport soient adaptés aux besoins spécifiques d'un investisseur.

Le présent rapport ne saurait remplacer un jugement indépendant. La valeur et le rendement des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document peuvent faire l'objet de fluctuations. La valeur boursière peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des titres ou des placements y afférents mentionnés dans le présent rapport.

De nombreux facteurs peuvent affecter la valeur d'un instrument financier. En conséquence, les investisseurs assument tous les risques et sont susceptibles de ne pas récupérer le montant initialement investi. Il est donc recommandé à tout investisseur intéressé par l'achat d'un instrument financier de mener ses propres recherches et analyses sur les risques inhérents à des transactions portant sur de tels instruments.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. Pictet & Cie n'assume aucune responsabilité, implicite ou explicite, ni ne fournit de garantie quant aux performances futures.

Ce document ne constitue ni la politique de placement de Pictet & Cie, ni une recommandation de placement, mais représente simplement les différents avis, hypothèses et analyses de ses auteurs. En outre, les informations, opinions et estimations figurant dans le présent document sont considérées comme fiables à la date de leur publication mais peuvent faire l'objet de changements sans préavis. Pictet & Cie peut avoir publié d'autres rapports ne concordant pas avec les informations fournies dans le présent document, ou parvenant à des conclusions différentes.

Les informations et opinions présentées par les analystes de Pictet & Cie proviennent de sources considérées comme fiables. Toutefois, bien qu'ayant pris toutes les précautions nécessaires lors de la collecte des informations et de la formulation des opinions contenues dans le présent document, Pictet & Cie n'assume aucune responsabilité quant à leur exactitude et à leur exhaustivité.

En conséquence, la banque Pictet & Cie ne pourra en aucun cas être tenue pour responsable de toute perte survenant suite à l'utilisation du présent document, qui a été conçu à titre indicatif uniquement.

Le présent rapport est publié par Pictet & Cie. Il ne peut être reproduit ou distribué, en tout ou partie, sans l'accord préalable de Pictet & Cie.

Le présent document est distribué par Pictet & Cie, banque sise à Genève, Suisse. Pictet & Cie et ses filiales (ou leurs employés respectifs) peuvent ou non détenir une position dans les titres mentionnés dans le présent document ou en relation avec ceux-ci.

Le présent rapport a été approuvé pour publication au Royaume-Uni par Pictet Asset Management Limited, société agréée par et placée sous la surveillance de la Financial Services Authority. Pour sa part, la banque Pictet & Cie n'est pas soumise aux règles posées par le Financial Services Act de 2000 et les protections offertes aux investisseurs agissant dans le cadre du système de réglementation britannique ne s'appliquent pas ici.

Aux Etats-Unis, Pictet & Cie est autorisée à distribuer ce document, en application de l'exemption prévue par l'article 15a-6 du Securities Exchange Act de 1934. Le présent document est réservé exclusivement aux investisseurs institutionnels américains, tels que définis par ledit article. Tout investisseur institutionnel américain de taille importante souhaitant exécuter une transaction ne peut le faire que par le biais d'un courtier enregistré aux Etats-Unis, tel que Pictet Overseas Inc.

Ce document n'est pas non plus destiné aux personnes ou entités qui seraient citoyennes ou résidentes d'un lieu, Etat, pays ou juridiction dans lesquels la distribution, la publication, la mise à disposition ou l'utilisation de ce document seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur.