

## Marché obligataire :

## Naviguer entre risques et opportunités

Suite page Une

En zone euro, les données estimées pour mars montrent une inflation à 7,5%, dont 3% «core». La reprise économique post-Covid combinée à la forte croissance des prix des matières premières et de l'énergie causée par la guerre en Ukraine est un cocktail inflationniste explosif.

Bien que les niveaux globaux soient proches entre les deux zones, la dynamique de l'inflation sous-jacente est différente. La majeure partie de l'inflation européenne est causée par l'envolée des prix de l'énergie, alors qu'aux États-Unis ce sont les prix des biens et services qui bondissent, poussés par une progression des salaires. Cela explique le resserrement monétaire plus rapide de la part de la Fed. Cette dernière adopte un ton de plus en plus *hawkish* depuis la fin d'année 2021 et a commencé à remonter les taux d'intérêt de 0,25% lors de son meeting de mars. Elle anticipe 6 hausses de taux supplémentaires pour le reste de l'année, soit l'équivalent d'une hausse lors de chacune des réunions restantes.

De plus, on s'aperçoit qu'il y a des divergences au sein même des membres de la Fed, certains désireux de remonter les taux beaucoup plus rapidement encore (comme James Bullard qui milite pour des taux directeurs au-dessus de 3% dès cette année). Le marché, quant à lui, prévoit actuellement entre 8 et 9 hausses supplémentaires sur le reste de l'année, estimant que la Fed est toujours derrière la courbe.

En zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) se montre elle aussi de moins en moins accommo-

dante mais reste tout de même plus patiente. Elle a stoppé son programme d'achat lié à la pandémie (PEPP) comme prévu en mars et envisage d'arrêter son programme d'achat (APP) au troisième trimestre 2022. Les taux directeurs pourraient commencer à remonter rapidement après la fin de l'APP, Christine Lagarde ayant insisté longuement sur le fait que la BCE sera plus que jamais *data dependent*.

L'impact de ce repositionnement des banques centrales après des années d'accommodation (entre taux d'intérêt bas/négatifs, programme d'achats multiples et autres) est violent pour le marché obligataire. À cela s'ajoute la guerre en Ukraine qui augmente les incertitudes et fait grimper les primes de risque sur les obligations d'entreprises.

Dans ce contexte, les rendements gouvernementaux augmentent fortement avec un 10 ans américain au-dessus de 2,60% contre 1,60% en début d'année et son homologue allemand au-dessus de 0,65% contre -0,15% début 2022. Au niveau du marché crédit, les spreads s'élargissent depuis janvier par anticipation du retrait progressif des banques centrales et le mouvement s'est encore accentué suite au risque engendré par la guerre en Ukraine. L'indice Bloomberg US Corporate corrigé de -7,69% sur le premier trimestre et son homologue européen de -5,31%. Le stock mondial de dette à taux négatif est passé de plus de 18.000 milliards de dollars fin 2020 à moins de 3.000 milliards aujourd'hui, niveau équivalent à début 2015 lorsque la BCE entamait son premier programme d'achat.

Les taux d'intérêt à court terme subissent une hausse encore plus impressionnante, le 2 ans américain passant de 0,74% en début d'année à 2,55%. Ce phéno-

mène d'aplatissement de la courbe (hausse plus forte des taux courts) lors d'un resserrement monétaire est classique, mais le fait que la courbe se soit inversée alors que la Fed vient à peine d'entamer son programme de hausses de taux l'est beaucoup moins. Par exemple, lors du dernier resserrement débuté en 2015, le différentiel de taux entre le 10 ans et le 2 ans était de 1,25%. C'est la première fois que la Fed entame une phase d'augmentation de ses taux directeurs dans un contexte de courbe déjà inversée. Cela signifie que le marché anticipe que le resserrement monétaire actuel, qui s'annonce rapide et important, entrainera une récession dans les trimestres à venir aux États-Unis. Pour preuve, le marché se positionne actuellement sur des hausses de taux plus importantes qu'anticipées par la Fed sur 2022 et 2023, mais prévoit déjà une première baisse dès 2024.

## Des opportunités présentes à condition de mener une gestion active

Dans cet environnement et tout particulièrement sur ce premier trimestre de l'année, la gestion active sur le marché obligataire prend tout son sens. Même s'il y avait très peu de refuge pour créer de la valeur, cette approche de gestion permet de minimiser la baisse et d'exploiter les opportunités. La forte baisse de ce début d'année est due à un double facteur, une hausse des taux d'intérêt couplée un élargissement des spreads de crédit. Le premier semblait assez prévisible avec les niveaux d'inflation et le changement de ton de la part de la Fed à la fin de l'année dernière. Un positionnement de portefeuille avec des durées courtes (en direct ou grâce à des couvertures qui permettent de compenser l'impact négatif d'une hausse de taux) ou des obligations à taux flottants permettaient déjà d'annihiler une part importante de cette baisse. Le second, engendré par la guerre en Ukraine était un évènement exogène beaucoup plus difficile à anticiper. Son impact se fait donc ressentir plus fortement car le mouvement sur les spreads de crédit et

notamment sur ceux des marchés émergents a été brutal et soudain.

Bien que l'environnement reste très volatil et jonché d'incertitude, le violent *repricing* de début d'année donne de nouvelles opportunités sur le marché obligataire, à condition de se montrer actif dans la gestion de la durée. En effet, les rendements redeviennent intéressants sur certains segments. Le marché émergent en devise dure (dollar) offre aujourd'hui un rendement de 5,50% contre moins de 3% début 2021. Les obligations subordonnées financières représentent également un gisement d'opportunités très intéressant. Le marché des obligations subordonnées d'entreprise (aussi connu sous le nom d'obligations hybrides) a également beaucoup souffert durant cette crise mais apporte des rendements attractifs même sur des durées plutôt courtes. En moyenne, cette classe d'actifs offre un rendement de 3,5% pour une durée moyenne de 4,10 (selon l'indice Bloomberg EUR Hybride) soit seulement 1% de moins que le marché High Yield européen pour le même type de durée.

La sélectivité au sein de ces marchés reste malgré tout le maître mot. De plus, le marché anticipe déjà plus de hausses de taux que la Fed, la courbe US est déjà inversée et l'inflation est déjà sur des niveaux incroyablement élevés. Toutes ces mauvaises nouvelles sont donc déjà connues et intégrées par le marché, ce qui constitue plutôt une bonne nouvelle pour les trimestres à venir. Même si la plupart des indicateurs sont actuellement au rouge, il deviendra forcément intéressant de se repositionner à un certain niveau sur les taux longs. Les cycles de marché sont d'éternels recommencements, le plus difficile étant de naviguer correctement entre risques et opportunités.

1) Indices Bloomberg

Thomas VEIT, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

## SOMMAIRE

## ◆ Economie / Fiscalité

Marché obligataire : Naviguer entre risques et opportunités (Thomas VEIT, Spirit AM) p.1 et 2

« Le Luxembourg gardera son pouvoir d'attraction » (Steve GEORGES, Mathieu LEDOUX, Value Partners) p.1 et 5

Facing crises: Where do we stand? Ready for the next one? (15th Journée de l'Economie) p.3

L'impôt minimum des multinationales en Europe reste bloqué (réunions Eurogroupe et Ecofin) p.4

Corporate Banking - the 'jewel' of Luxembourg's banking industry (ABB Survey) p.4

20 years after Sarbanes-Oxley: What will be Luxembourg employers' obligations to protect whistleblowers? (Maurice MACCHI, Julian KISSLINGER, Allen & Overy) p.6

Réflexions sur la mondialisation (Prof. Dr. Bruno COLMANT, Académie Royale de Belgique) p.7

Un vent mauvais venu de l'Est (STATEC) p.8

« Limiter les impacts inflationnistes sur les ménages et les entreprises » (Signature de l'accord entre le gouvernement, l'UEL, la CGFP et le LCGB) p.9

Sanctions UE : questions choisies (gel de fonds et limitation des dépôts russes) (Philippe-Emmanuel PARTSCH, Marianne BRESART, Arendt&Medernach) p.10

Les ministres de l'Énergie renforcent leur coordination sur le stockage du gaz naturel p.11

Net recul des fusions-acquisitions (Reuters) p.11

Why must fighting corruption be an anti-money laundering priority? (Nicolas MARINIER, Emilie RUBAYZA, Deloitte) p.12

Les luxembourgeois sereins face à l'Europe - Eurobaromètre 96 (Commission européenne) p.12

Des dépenses de consommation robustes peuvent prévenir une catastrophe inflationniste comparable à celle des années 70 (Keith WADE, Schroders) p.13

A Versailles comme à Bruxelles, l'Europe fut trompée par ses dirigeants et ses mass-médias ! (Jean MARSIA, Société européenne de défense AISBL) p.14 et 15

1923 : Le lugubre rappel de l'histoire monétaire (Bruno COLMANT, Académie Royale de Belgique) p.15

The transposition of the Basel III rules into European law (François MASQUELIER, Simply Treasury) p.16

Les banques durcissent l'accès des entreprises au crédit (Reuters) p.16

## ◆ Le Dîner de Charles

Nora BACK, présidente de l'OGB-L : « Une fois de plus, je constate que les intérêts des salariés et de l'entrepreneuriat se rejoignent » (Interview de Charles MANDICA) p.17 à 19

## ◆ Fonds d'investissement

Private Equity: navigating recent tax rules and staying ahead of the curve (Laurent CAPOLAGHI, Olivier BERTRAND, Claire GOACHET, EY) p.20

EFA rejoint le groupe Universal Investment p.20

Des temps difficiles (Andrea SIVIERO, ETHENEA Independent Investors) p.21

Coup de mou pour l'économie chinoise (Philippe LEDENT, ING) p.22

Plus que jamais, Prométhée est européen (DNCA) p.22

Sustainability remains prime focus as fund industry learns to live with political turbulence (ALFI - European Asset Management Conference) p.23

Seize opportunities with Alternative Investments - exciting trends and positive outlook (Wolfdieter SCHNEE, VP Fund Solutions) p.24

Capital Group Best Asset Manager Luxembourg p.24

CSR by nature: Time for a change of mindset (Denise VOSS, LuxFLAG, Jean ELIA, SOGELIFE) p.25

Pourquoi la SEC a-t-elle raison de rendre obligatoire la communication des risques climatiques ? (Anne SIMPSON, Yu MENG, Franklin Templeton) p.25

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se détériorent (Guy WAGNER, BLI) p.26

Deutsche Börse Group acquires Kneip p.26

FFF22: the Luxembourg reference conference on sustainable finance celebrate its 10th anniversary p.26

Stock Exchanges in Luxembourg and Rwanda take first steps together (LuxSE) p.27

The focus of the next decade will be security, not just defence (Clive EMERY, Benjamin JONES, Invesco) p.27

New CSSF FAQ on the Application of LMTs in the "Ukraine Crisis" by Luxembourg Investment Funds (Sebastian N. HOOGHIEMSTRA, Loyens & Loeff) p.28

War in Ukraine risks making inflation more sustainable (Jonathan BALTORA, AXA IM) p.28

Et Poutine envahit l'Ukraine... En route vers le monde d'après ? (Frédéric LEROUX, Carmignac) p.29

Politique monétaire et aplatissement de la courbe des taux - Démontrez les leçons de l'histoire (Stéphane MONIER, Lombard Odier Private Bank) p.29

The Rise in Private Equity allocations: Crowded Fundraising market forecasted in 2022 (Shanu SHERWANI, Private Equity Analyst) p.30

Do the investment vehicles adapt to clients needs and behaviour? (Ivaylo MARKOV, Thales Solutions) p.30

Alternative investment funds in cryptoassets: Luxembourg regulator opens up and offers solutions (Roxana STEFANCA, Marceau VISANO, DLA Piper) p.31

Ce qui fait avancer les entreprises familiales : l'actionariat actif (Cyril BENIER, Pictet AM) p.31

Comment investir dans ce contexte volatil ? (Grégory GUILMIN, La Bourse : Make it Easy) p.32

Le stress hydrique, une menace pour la santé financière des entreprises (Capital Group) p.32

Luxembourg's Large-scale ManCos need to pursue operating models that balance regulatory compliance and operational effectiveness (Alan PICONE, KPMG) p.33

Industry decarbonization—transitioning to a clean industry future (Marjan STOJILJKOVIC, Deloitte) p.33

The RC function, hallow or hollow? (Initio) p.34

Inflation persistante et transition énergétique : Une double opportunité d'investissement dans les ressources naturelles (Arnaud du PLESSIS, CPRAM) p.34

Guerre en Ukraine, flambée des prix des énergies fossiles : autant d'arguments pour pousser l'énergie propre (Martina TURNER, Querao Capital Funds) p.34

ESG vs non ESG portfolios: What strikes harder than a slap of Will Smith? (Mathias TALMANT, FARAD IM) p.35

L'utilisation de fonctions copules dans le contrôle indicatif des VNI (Pascal DAMEL, Université du Luxembourg, Simon PETITJEAN, KPMG) p.36

## ◆ Immobilier

Les CFOs au cœur des transformations du secteur immobilier (Brice LECOUSTEY, Renaud BREYER, Tanios ASSAF, Alessandro PASCALE, EY) p.37

Un marché immobilier relativement stable (Chambre des Députés) p.37

Atténuer la crise du logement européenne grâce à la dette privée (Colin GREENE, UBP) p.37

L'inflation fait monter les taux des prêts immobiliers: Quel impact pour les particuliers luxembourgeois ? (Yann GADEA, atHomeFinance) p.38

Comment atteindre « zéro émission nette » de l'immobilier ? (Sophie van OOSTEROM, Schroders) p.38

15<sup>ème</sup> participation du Luxembourg au MIPIM p.39

Comment le télétravail a changé l'investissement dans l'immobilier de bureaux (Schroders) p.39

## ◆ Emploi / Droit

Ego et leadership : frères ennemis ? (Caroline LAMBOLEY) p.40

Mise en congé du salarié licencié avec préavis (Julien NEUBAUEUR, CASTEGNARO-IUS LABORIS) p.40

La digitalisation du droit des sociétés au Grand-Duché de Luxembourg (Mathieu GANGLOFF, Aksel ISITMEZ, Harneys) p.41

Entreprises cherchent salariés désespérément (Clément INBONA, La Financière de l'Echiquier) p.41

« Le Piège Américain » ou la grande latitude des agences de renseignement américaines pour espionner les entreprises ! (Frédéric PIERUCCI, BSPK) p.42

Bilan économique de l'exposition Dubai 2020 p.43

Will Geopolitical Strategists become the new hiring trend in 2022 and beyond? (Greenfield) p.43

Les nouveaux enjeux de la guerre de la communication (Jérôme BLOCH, 360Crossmedia) p.43

## ◆ Nominations

## ◆ Informatique financière

Les défis environnementaux de la blockchain (Laurent MAROCHINI, SGSS) p.45

Digital customer interaction as a strategic asset for banks (Arnd HEBELER, Jens KERGAßNER, Anna WESSELS, zeb consulting) p.46

Conférence Tech internationale ICT Spring 2022 (Farvest - 30 juin et 1<sup>er</sup> juillet 2022) p.46

Transforming mergers and acquisitions through artificial intelligence (Dany TEILLANT, Niklas LINDER, Deloitte) p.47

Un bel avenir pour les technologies de rupture (Pamela HEGARTY, BNP Paribas AM) p.47

## ◆ Style &amp; Succès

Quelle est l'évolution de la tendance vestimentaire « d'après COVID » ? (Florence LEMEER-WINTGENS, Look@Work) p.19