Commentaire de Marché Hebdomadaire

04 octobre 2022

Faites attention à ce que vous souhaitez

Le terme "volatil" résume bien la semaine écoulée, même si les obligations d'État sont restées remarquablement stables cette semaine, les bons du Trésor américain à 10 ans n'ayant augmenté que d'un seul point de base (pb). Toutefois, en examinant l'indice ICE BofA US Bond Market Option Volatility Estimate (MOVE), qui suit la volatilité implicite des options sur les T-Bonds à un mois, nous constatons que l'indice atteint des niveaux qui n'ont été observés qu'en période de crise, comme lors de la crise financière mondiale, ou au plus fort de la crise financière liée au COVID-19 (voir le graphique de la semaine). En outre, l'indice de volatilité des actions, le Chicago Board Options Exchange (VIX), qui mesure la volatilité attendue du S&P500, est supérieur à 30. Selon nous, ces niveaux ne sont atteints que dans des périodes de stress important sur le marché. La volatilité et l'incertitude sont générées par une combinaison de données économiques importantes, une escalade des agendas politiques et les communications bellicistes des banques centrales. Nous pensons que les investisseurs ont perdu le point d'ancrage des prévisions et qu'ils doivent adapter leurs attentes en matière d'investissement à leurs pires craintes ou à leur avidité.

Les principales données économiques publiées cette semaine comprennent l'inflation allemande harmonisée avec l'UE, qui a augmenté à +10,9 % contre des attentes de 10,2 %. C'est la première fois que l'Allemagne connaît une inflation à deux chiffres depuis les années 1950. Aux États-Unis, la mesure de l'inflation de la Réserve fédérale (Fed), l'indice des dépenses de consommation des ménages (PCE – Personal Consumption Expenditures Core deflation), a atteint 4,9 %, soit plus que les prévisions de 4,7 %. Dans le même temps, l'emploi américain n'a montré aucun signe de ralentissement, les demandes initiales d'allocations chômage ayant atteint leur plus bas niveau depuis cinq mois. Sur le plan politique, le week-end dernier, le chancelier britannique Kwarteng a laissé entendre que d'autres réductions d'impôts étaient à venir[1] et Poutine a déclaré quatre régions d'Ukraine comme étant russes dans le cadre d'une annexion illégale. Des sanctions occidentales suivront probablement, exacerbant encore les tensions sur les approvisionnements énergétiques. La présidente de la Fed de Cleveland, Mme Mester, a notamment fait savoir qu'une récession n'empêcherait pas la Fed de relever ses taux.

Attention à ce que vous souhaitez ! Prenons l'exemple du secteur britannique des pensions, qui souhaite depuis des années que les rendements britanniques augmentent pour l'aider à réduire ses engagements non financés. La tendance actuelle à la hausse des rendements est donc une bonne nouvelle pour les régimes de retraite britanniques ? Oui, si la hausse des rendements se fait de manière ordonnée, ce qui n'a pas été le cas cette semaine. La combinaison des largesses fiscales du vendredi 23 septembre, du mini-budget annoncé en septembre et des commentaires du Chancelier pendant le week-end a fait passer le Gilt à 30 ans de 3,75 % à 5,0 % en trois jours de bourse.

Peu de régimes de retraite britanniques sont entièrement financés. C'est pourquoi les régimes de retraite ont adopté une stratégie appelée "liability driven investment" (LDI). Ils investissent une partie de leurs actifs dans des obligations d'État qui couvrent leurs engagements et le reste

dans des actifs de croissance tels que des obligations d'entreprises, des actions et des biens immobiliers. L'objectif est que les actifs de croissance génèrent des performances permettant de combler le déficit de financement. Ils superposent ensuite des dérivés de taux d'intérêt pour éliminer le risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt. Pour mettre cela en perspective, la stratégie d'investissement en fonds propres est estimée à 1,5 milliard de livres sterling, soit l'équivalent des deux tiers du PIB britannique[2]. L'organisme britannique de réglementation des pensions estime qu'une variation de 10 points de base des rendements britanniques (estimation approximative) équivaut à une variation de 23,7 milliards de livres sterling du passif des pensions2. Les rendements des Gilt augmentant à une telle vitesse, les pertes sur les couvertures dérivées ont déclenché des appels de marge supérieurs aux marges de garantie. Les régimes de retraite avaient deux options difficiles : soit liquider les couvertures - ce qui aurait provoqué une nouvelle accélération et une nouvelle hausse des taux d'intérêt - soit vendre des actifs pour couvrir les marges et restaurer les marges de garantie. Nous pensons que cette vente forcée aurait accéléré la spirale baissière des prix des actifs et que les liquidités se seraient probablement évaporées avant la fin des programmes de vente. La stabilité du système de retraite et du système financier britanniques a été mise à rude épreuve la semaine dernière, obligeant la Banque d'Angleterre à intervenir et à procéder à un achat temporaire d'obligations d'État à long terme entre le 28 septembre et le 14 octobre et à reporter le début de son programme de resserrement quantitatif (QT) à la fin octobre. Cela a eu pour effet de faire baisser les rendements des obligations souveraines britanniques, de réduire les appels de marge et de restaurer les garanties. Le rendement du Gilt à 30 ans est maintenant inférieur de 22 points de base pour la semaine.

Graphiques de la semaine : Volatilité des obligations à des niveaux extrêmement élevés

Source : Bloomberg, indice ICE BofA US Bond Market Option Volatility Estimate (MOVE) au 30 septembre 2022. À des fins d'illustration uniquement. Les performances passées ne sont pas un

indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en compte lors de la sélection d'un produit ou d'une stratégie.

1.The Telegraph, "More to come:" what taxes could Kwasi Kwarteng cut next, 29 septembre 2022.
2.The Financial Times, "The big collateral call facing UK pension funds", 21 juillet 2022.

Spread to Worst & Yield to Worst au 30 septembre 2022 :

Indices	Définition	Spread	YTW	
ER00	EURO IG	218	4,09%	€
HEC0	EURO HY	632	8,21%	€
C0A0	US IG	168	5,74%	$
JUC0	US HY	530	9,37%	$
EMIB	EM IG	181	5,77%	$
EMHB	EM HY	851	12,47%	$

Source : ICE Index Platform, en date du 30 septembre 2022, Les vues et opinions de Muzinich sont données à titre d'illustration uniquement et ne doivent pas être interprétées comme des conseils d'investissement. Les indices sélectionnés sont à des fins de comparaison régionale, déterminés par Muzinich comme suit : ICE BofA Euro Corporate Index (ER00), ICE BofA Euro High Yield Constrained Index (HEC0), ICE BofA US Corporate Index (C0A0), ICE BofA US Cash Pay High Yield Constrained Index (JUC0), ICE BofA High Grade Emerging Markets Corporate Plus Index (EMIB), ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index (EMHB).

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en compte lors de la sélection d'un produit ou d'une stratégie.

Capital à risque. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent baisser ou augmenter et ne sont pas garantis. Les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité du montant investi.

Ce document ne doit pas être considéré comme une prévision, une recherche ou un conseil en investissement, et ne constitue pas une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou d'adoption d'une stratégie d'investissement. Les opinions exprimées par Muzinich & Co sont en date de septembre 2022 et peuvent changer sans préavis. Toutes les données chiffrées proviennent de Bloomberg au 30 septembre 2022, sauf indication contraire.

Informations importantes

La société Muzinich & Co. mentionnée dans le présent document est définie comme Muzinich & Co., Inc. et ses sociétés affiliées. Ce document a été produit à des fins d'information uniquement et, en tant que tel, les opinions qu'il contient ne doivent pas être considérées comme des conseils d'investissement. Les opinions sont celles de la date de publication et peuvent être modifiées sans référence ni notification. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs et ne doivent pas être le seul facteur à prendre en considération lors de la sélection d'un produit ou d'une stratégie. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent baisser ou augmenter, et ne sont pas garantis. Les taux de change peuvent entraîner une hausse ou une baisse de la valeur des investissements. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue des prix et une liquidité réduite du marché.

Toute recherche contenue dans ce document a été obtenue et peut avoir été mise en œuvre par Muzinich pour ses propres besoins. Les résultats de ces recherches sont mis à disposition à titre d'information et aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude. Les opinions et les déclarations sur les tendances des marchés financiers qui sont fondées sur les conditions du marché constituent notre jugement et ce jugement peut s'avérer erroné. Les points de vue et opinions exprimés ne doivent pas être interprétés comme une offre d'achat ou de vente ou une invitation à s'engager dans une quelconque activité d'investissement, ils sont uniquement destinés à des fins d'information.

Toute information ou déclaration prospective exprimée dans ce document peut s'avérer incorrecte. Muzinich ne s'engage pas à mettre à jour les informations, données et opinions contenues dans ce document.

États-Unis : Ce document est réservé aux investisseurs institutionnels et n'est pas destiné à être distribué aux particuliers. Muzinich & Co., Inc. est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC). Le fait que Muzinich & Co., Inc. soit un conseiller en investissement enregistré auprès de la SEC n'implique en aucun cas un certain niveau de compétence ou de formation, ni une quelconque autorisation ou approbation par la SEC.

Emis dans l'Union européenne par Muzinich & Co. (Ireland) Limited, qui est autorisée et réglementée par la Banque centrale d'Irlande. Enregistrée en Irlande, numéro d'enregistrement de la société : 307511. Adresse du siège social : 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Irlande. Emis en Suisse par Muzinich & Co. (Suisse) AG. Enregistrée en Suisse sous le numéro CHE-389.422.108. Adresse du siège social : Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Suisse. Emis à Singapour et à Hong Kong par Muzinich & Co. (Singapore) Pte. Limited, qui est autorisée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Enregistrée à Singapour sous le numéro 201624477K. Adresse enregistrée : 6 Battery Road, #26-05, Singapour, 049909. Émis dans toutes les autres juridictions (à l'exception des États-Unis) par Muzinich & Co. Limited. qui est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistré en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Adresse enregistrée : 8 Hanover Street, Londres W1S 1YQ, Royaume-Uni.