

CONJONCTURE



T-Bonds – Bunds : pas d'écartement en vue du spread...

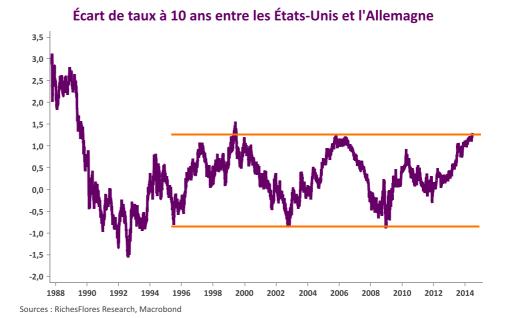
A défaut de pouvoir décemment anticiper un scénario rose, les marchés ne manquent pas de ressources pour se réconforter, quitte certaines fois, à envisager l'inédit ou le très faiblement probable. Dans ce registre, sont apparus ces dernières semaines des éléments troublants dans les mises à jour des prévisions d'un certain nombre de maisons, s'exprimant en particulier par l'anticipation d'un creusement exceptionnel de l'écart de taux longs entre les États-Unis et la zone euro. Un scénario, à ce jour, plus idéaliste que réaliste.

Vers un écartement exceptionnel du spread de taux longs États-Unis-Allemagne?

La logique est simple : l'économie américaine va mieux, la Fed se prépare à relever le niveau de ses taux directeurs en 2015, partant, le niveau des taux longs est amené à se normaliser, c'est-à-dire à revenir dans la zone de 3,50 % à 4 % pour les taux à 10 ans, à horizon fin 2015 ou mi-2016. Loin d'être un risque pour la croissance future, ce mouvement des taux longs est, au contraire, perçu comme le signal d'une normalisation réconfortante de la situation économique américaine par rapport aux standards du passé.

Naturellement, le schéma habituel qui voudrait que les taux longs européens suivent peu ou prou cette trajectoire est aujourd'hui impossible, contré par l'action de la BCE qui devrait selon toute vraisemblance empêcher tout mouvement un tant soit peu significatif de hausse des taux longs en zone euro. Il en résulte un scénario atypique de creusement exceptionnel de l'écart de taux longs entre les États-Unis et la zone euro, jamais observé depuis 1989, soit un quart de siècle. De quoi effectivement anticiper une belle appréciation du taux de change du dollar qui, elle aussi, fait partie de l'incontournable aspiration à la normalisation de l'environnement économique et financier des marchés financiers.





Plusieurs points nous chiffonnent dans ce scénario, encore largement plébiscité par les « grandes maisons » de place.

Le scénario n'est pas impossible mais improbable à ce stade

Si prévoir l'exceptionnel n'a rien de critiquable, on conviendra, toutefois, que l'exercice passe mieux avec un argumentaire solide et cohérent. Or, tel ne semble pas forcément être le cas aujourd'hui. Deux hypothèses sont susceptibles de valider un scénario d'écartement exceptionnel du spread de taux longs entre les États-Unis et la zone euro :

- 1- La zone euro est effectivement en déflation ce qui justifie l'adoption d'un scénario à la japonaise d'écrasement des taux longs européens, indépendamment d'une hausse des rendements américains,
- 2- la BCE déploie des actions beaucoup plus conséquentes que celles annoncées jusqu'à présent qui ne peuvent toutefois se justifier que si la première condition est effective et conduisent au même résultat.

Aucune de ces hypothèses ne ressort cependant du consensus présent qui, bien que relativement prudent sur les perspectives de croissance des pays de l'union monétaire, est encore relativement confiant dans la capacité de la politique économique à contrer le risque de déflation. Très proches de celles de la BCE, les prévisions d'inflation du consensus ne sont guère alarmantes, en effet, et s'accompagnent, d'ailleurs, d'un scénario de remontée graduelle des taux à 10 ans, à 1,6 % d'ici septembre 2014 et 2 % d'ici juin 2015 pour ce qui concerne le Bund allemand (selon Consensus Forecasts, juin 2014).

Difficile dans de telles conditions d'acheter ce scénario sans rechigner. Mais dans ce cas, par quoi le remplacer?



Les options sont ailleurs

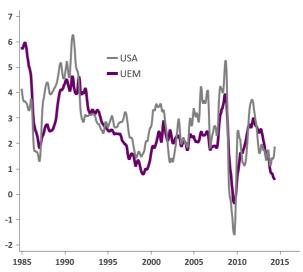
La première hypothèse, conforme aux prévisions relativement rassurantes de croissance et d'inflation du consensus, inciterait à penser que les taux européens ne résisteront pas à la remontée des taux américains et risquent de suivre une trajectoire haussière plus rapide que celle aujourd'hui anticipée. Se poserait toutefois, dans ce cas, la question de la capacité des pays les moins bien lotis de la zone euro à faire face à une remontée de leur taux de financement et celle des risques financiers qui y sont attachés.

La seconde, moins en phase avec le scénario de croissance du consensus, incite à penser que la situation est plus critique que généralement anticipé et que, derrière le risque de déflation en zone euro, se dissimule une désinflation préoccupante à l'échelle mondiale, n'épargnant que très peu d'économies, pas même l'économie américaine (voir à ce sujet « Moniteur de l'inflation mondiale »)

Taux d'inflation, %

11 --- Monde 10 Pays émergents Pays développés 8 7 6 5 4 3 0 -1 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 Sources: RichesFlores Research, Macrobond

Inflation aux États-Unis et en Zone euro



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

Dans ce dernier cas, ni les taux longs américains ni ceux de la zone euro n'auraient de raison fondamentale de remonter, les anticipations présentes de hausse des taux directeurs de la Fed étant repoussées dans le temps. L'écart de taux États-Unis-Zone euro resterait alors dans la fourchette dans laquelle il s'inscrit depuis le début des années quatre-vingt-dix, à savoir à 125 points de base, ayant même probablement des chances de se réduire par rapport à ces derniers jours. Notre compréhension de la situation économique internationale nous conduit toujours à privilégier ce dernier cas de figure, ce qui en fait assurément un scénario moins enthousiasmant que celui du consensus, très éloigné de celui de la normalisation escomptée.

Véronique Riches-Flores contact@richesflores.com





La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com