



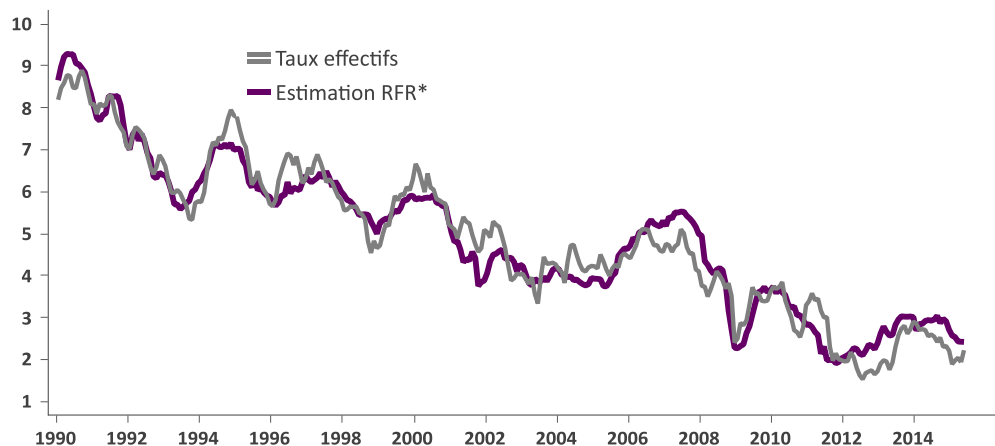
Où vont les taux longs ?

Tenter de répondre à cette question est éminemment périlleux dans le contexte présent, assimilable à celui de crash obligataire. Les conditions fondamentales finiront, toutefois, par reprendre le dessus à un moment ou un autre, il est donc important de les garder à l'esprit. Quelles sont-elles ?

L'évaluation statistique...

L'actualisation de notre modèle de taux longs -mis à l'écart faute de pertinence durant la période de quantitative easing- suggère une *fair value* des rendements à 10 ans des T-Bonds américains à 2,42 % en avril. La situation présente ne serait donc plus très éloignée de ce niveau avec des taux de 2,29% ce matin.

T-Bonds à 10 ans effectifs et estimés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

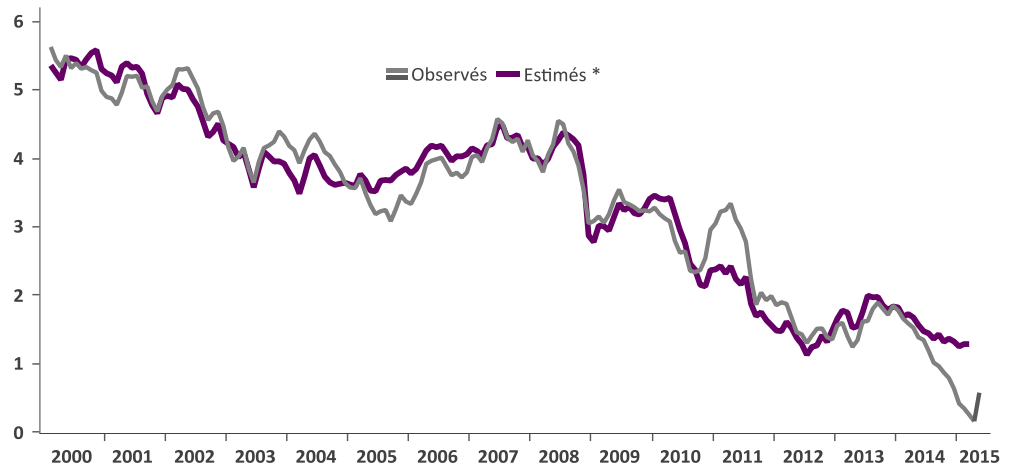
* Est. sur la base du PMI manuf. de l'inflation sous-jacente américaine, des taux des Fed Funds et de l'inflation mondiale, R2=0.938

Le même type de modèle appliqué au cas allemand donne des résultats assez sensiblement différents, avec un niveau d'équilibre du Bund à 10 ans estimé à 1,25 % au lieu de taux de marchés de 0,64% relevés ce matin.

Il serait, toutefois, probablement erroné d'en conclure que le risque de remontée des taux demeure beaucoup plus élevé dans ce dernier cas qu'aux Etats-Unis. Ces écarts peuvent, en effet, largement se justifier par les orientations différentes de politique monétaire de part et d'autres si l'on en juge par l'expérience américaine. Selon nos estimations, les taux américains auraient subi une décote de même ordre de grandeur -50 à 60 points de base- entre mai 2012 et avril 2013 lorsque la politique quantitative de la FED est montée en puissance, passant alors du QE2 au QE3. Cet

écart s'est progressivement réduit par la suite pour se stabiliser dans une fourchette de 20 à 40 points de base tout au long de l'année 2014. La politique de la BCE, en phase d'amorçage du quantitative easing, semble donc en mesure de justifier la différence aujourd'hui observée entre notre modèle et les taux de marché.

Rendements du Bund 10 ans estimés et observés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Est. sur la base des taux directeurs de la BCE, des taux LT US, de l'indice IFO et de l'inflation mondiale, R2=0,943

... et son interprétation

Ces estimations sont naturellement à prendre avec précaution. Bien qu'assortie de critères de pertinence statistique très respectables (R2 de respectivement 0,938 dans le cas américain et 0,943 dans le cas allemand), l'approche ne protège pas du risque d'emballlement des marchés susceptible d'aboutir à des situations ponctuellement très éloignées des résultats de la modélisation (comme cela s'est produit, notamment, lors du crash de 1994 ou en Allemagne en 2011). Elles informent en revanche de manière assez fiable sur le caractère excessif ou non des corrections de marché et donc sur les chances que ces dernières perdurent ou non.

Ainsi serait-on tenté de dire qu'à conditions économiques inchangées, la correction de ces deux dernières semaines a eu pour effet de rapprocher les taux longs vers des niveaux cohérents avec leur *fair value* corrigée du biais de la politique de la BCE. **Le crash obligataire actuel correspondrait donc à une normalisation plutôt qu'à une anomalie patente.**

Cette conclusion est assez facilement acceptable pour ce qui concerne l'Allemagne dont l'écrasement du niveau des taux d'intérêt depuis le milieu de l'année dernière était assez largement excessif au regard de la situation économique du pays, malgré l'action de la BCE.

L'acceptation pure et simple des résultats du modèle est plus complexe dans le cas américain, l'une de ses variables étant en particulier susceptible de changer : le niveau des taux directeurs. Notre équation repose en effet sur quatre critères :

- l'indice ISM manufacturier
- l'inflation sous-jacente américaine
- L'inflation mondiale
- Le taux des Fed Funds

Dès lors, soit :

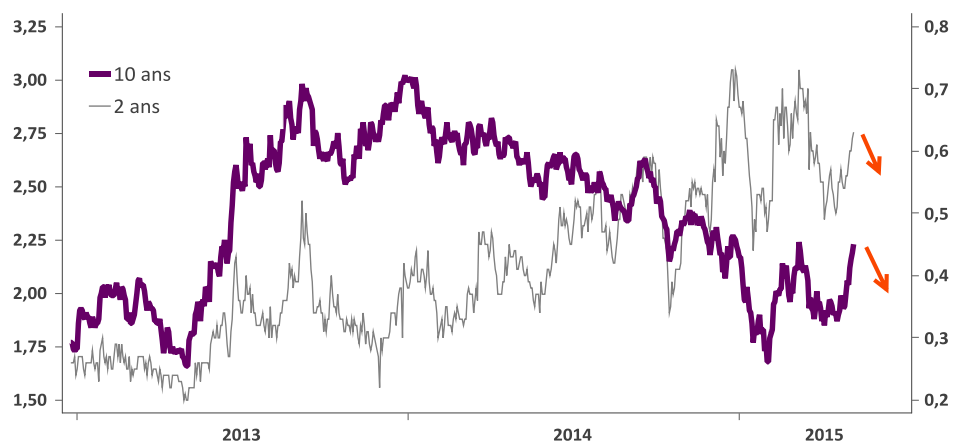
Cas 1 : comme l'anticipent les marchés, la FED entame un resserrement de ses taux directeurs et la prime dont les T-Bonds ont bénéficié sous l'influence européenne n'a plus lieu d'être. Les taux longs poursuivraient dès lors leur ascension vers leur *fair value* et au-delà au fur et à mesure des hausses des taux directeurs :

- **vers 3 % (probabilité 20 %)** d'ici au printemps prochain, à conditions économiques inchangées et à raison de 25 points de base de hausse des taux directeurs à chaque comité de politique monétaire entre le mois de septembre et la fin du printemps 2016.
- **Au-delà de 4 % (probabilité 5 %)**, à conditions économiques normalisées compatibles avec un redressement de l'ISM dans la zone de 55 et une hausse de l'inflation américaine et mondiale gommant l'effet du contre choc pétrolier.

Cas 2 : scénario que nous continuons à privilégier assorti d'une probabilité que nous chiffrons à 50 %, la Fed ne remonte pas le niveau de ses taux d'intérêt et le rendement du T-Bonds reviendra rapidement dans la région de 2 % voire, légèrement en dessous.

Cas 3 : la Fed persiste dans ce que nous considérerions comme une erreur ; remonte le niveau de ses taux directeurs une ou deux fois ce qui peut entretenir les tensions à la hausse des rendements longs d'ici à l'automne avant que ces derniers ne retombent vers 2 %, assorti d'une probabilité croissante que nous estimons à 25 %.

Taux des emprunts d'État américains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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.

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