

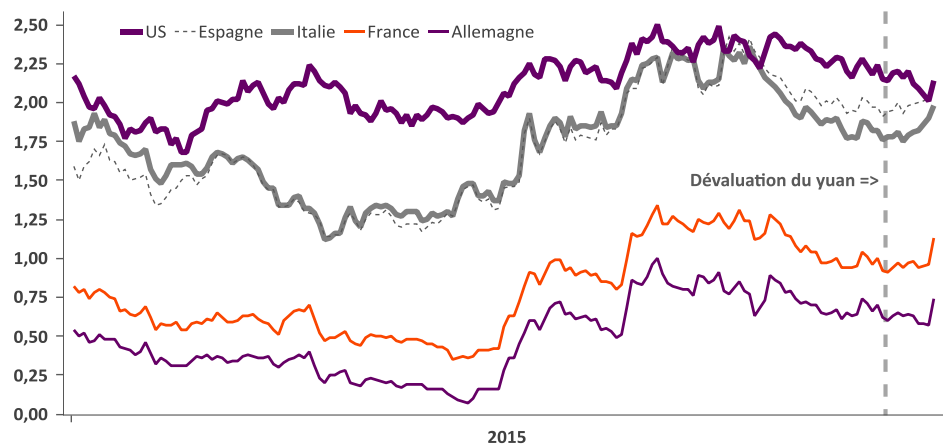


L'inertie des marchés obligataires, sujet d'inquiétude pour la BCE ?

L'imperméabilité des marchés obligataires à la chute des indices actions et à celle des cours du pétrole est surprenante ces derniers jours, comment l'interpréter ? Il y a trois explications possibles à cette apparente anomalie :

- 1- L'anticipation persistante d'un scénario de hausse des taux de la Fed. L'explication, bien que crédible, ne constitue toutefois pas une réponse susceptible d'expliquer la situation européenne, notamment marquée par une tendance à l'accroissement des écarts de taux avec le Bund allemand.
- 2- Des marchés de taux moins préoccupés par la situation économique fondamentale que ne le sont les marchés d'actions. L'explication est peu convaincante et surtout peu conforme à l'écrasement des anticipations d'inflation, plus basses aujourd'hui que les extrêmes enregistrés en début d'année.
- 3- Un regain de craintes lié à la situation souveraine dans un scénario, au contraire, plus sombre que celui envisagé par les marchés d'actions. L'explication est assez cohérente avec le regain de tensions observé sur les marchés des dettes les plus fragiles. Elle irait toutefois de pair avec une certaine perte de crédibilité des banques centrales dans leur capacité à juguler de nouvelles tensions souveraines en cas de ralentissement marqué de l'activité. On comprendrait mieux dans un tel cas de figure pourquoi la BCE envisage une possible extension de son programme de quantitative easing.

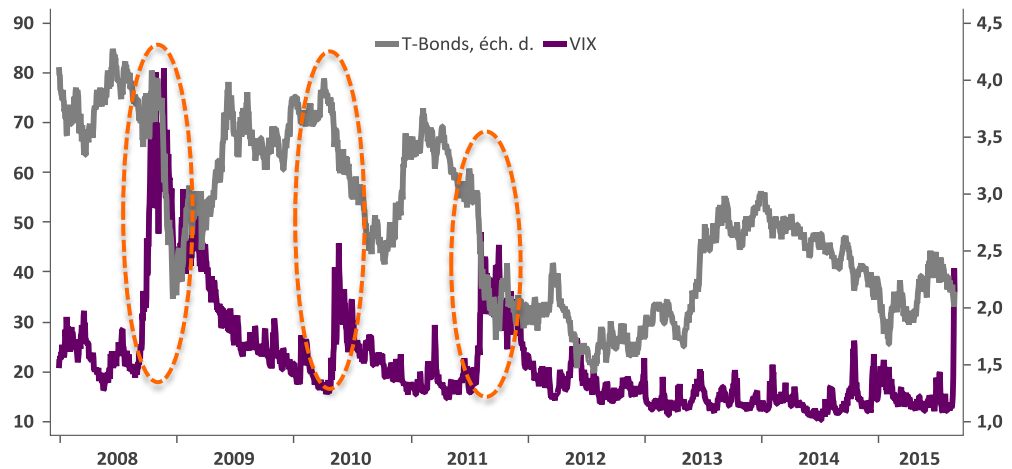
Rendements à 10 ans des emprunts d'État



Marchés obligataires : plus qu'une inertie, une remontée des taux d'intérêt réels !

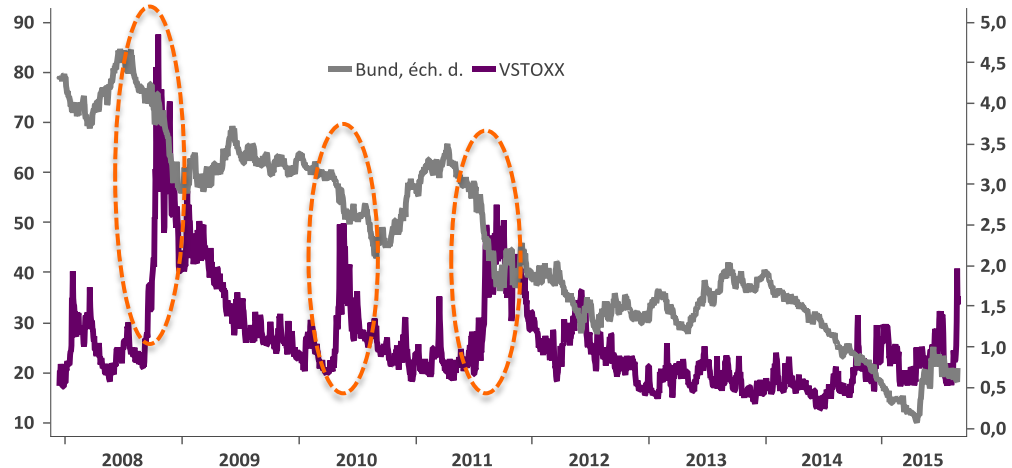
Les crises de confiance qui accompagnent les krachs boursiers ont généralement pour effet de favoriser les obligations d'État, ces dernières étant considérées comme des valeurs-refuge face à un environnement à plus haut risque. Cette relation est assez clairement illustrée par la corrélation négative entre la volatilité et le niveau des taux longs durant les phases de stress, notamment dans le cas américain. La relation est également assez notable en Europe, bien que plus distendue que dans le cas américain, les pics de volatilité sur l'indice euro stoxx étant depuis 2008 systématiquement accompagnés d'un mouvement de repli des taux longs allemands.

Indice VIX de volatilité du S&P et rendement des T-Bonds à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice de volatilité de l'Euro Stoxx et rendement à 10 ans du Bond

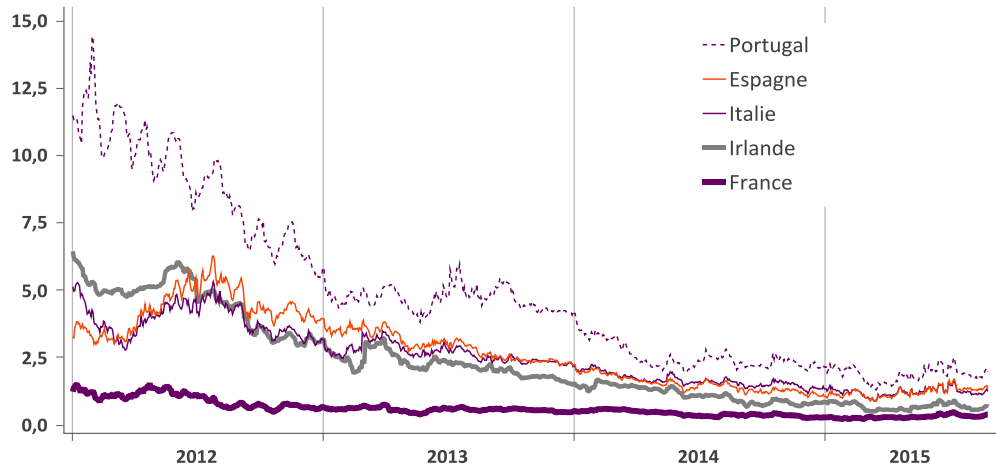


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Mise à mal par l'envolée des dettes publiques depuis 2008 et la défiance des investisseurs à l'égard de la solvabilité de nombreux États, cette qualité de valeur-refuge a été restaurée par les politiques de rachats d'actifs mises en place par les banques centrales ces dernières années. Les obligations des États, y compris les plus mal cotées, ont ainsi généralement fini par être reconsidérées par les investisseurs, l'illustration la plus manifeste de ce changement étant donnée par le resserrement

exceptionnel des écarts de taux d'intérêt entre les pays membres de la zone euro depuis l'été 2012.

Écarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne



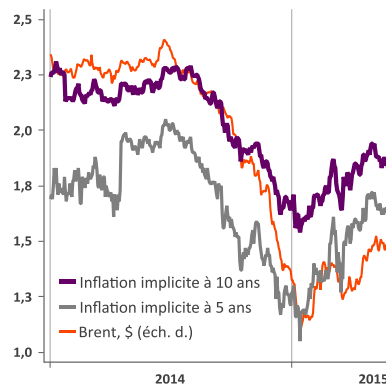
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Comment se fait-il dès lors que les marchés obligataires n'aient pas tiré un plus grand profit de la panique qui s'est emparée des marchés financiers ces derniers jours ?

Malgré la chute des actifs à risque, les taux à long terme ont très peu baissé, en effet. Aux États-Unis, le rendement à 10 ans des T-bonds n'a pas reflué de plus de 15 points de base entre le 11 août, date de la dévaluation chinoise, et le 24 août, lundi noir durant lequel l'indice S&P a reculé de 3,9 % ; à titre de comparaison, les taux avaient décroché de quasiment 100 points de base à l'été 2011 pour une envolée de la volatilité comparable à celle de ces derniers jours. En zone euro, les taux longs n'ont pas baissé et ont plutôt eu tendance à se tendre, y compris en Allemagne au cours des deux dernières semaines, les taux italiens et espagnols allant quant à eux jusqu'à se tendre de 20 points de base.

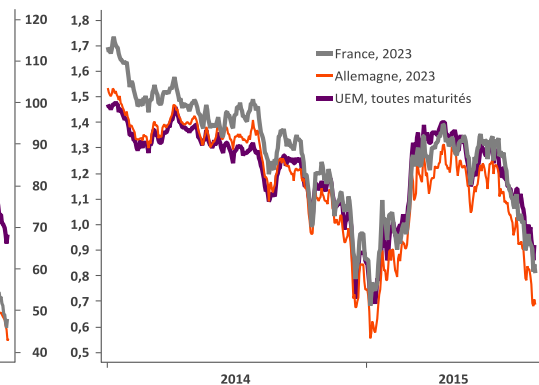
Cette rigidité à la baisse est d'autant plus surprenante que les anticipations d'inflation, elles, ont notablement reflué. Dans le sillage de la nouvelle chute du cours du pétrole, l'inflation implicite anticipée par les marchés s'établit aujourd'hui, aux États-Unis comme en zone euro, sur des niveaux identiques, voire légèrement inférieurs aux extrêmes enregistrés en début d'année, soit un repli de 30 à plus de 70 points de base par rapport à leur niveau de la mi-juin.

Point mort d'inflation aux États-Unis et cours du pétrole



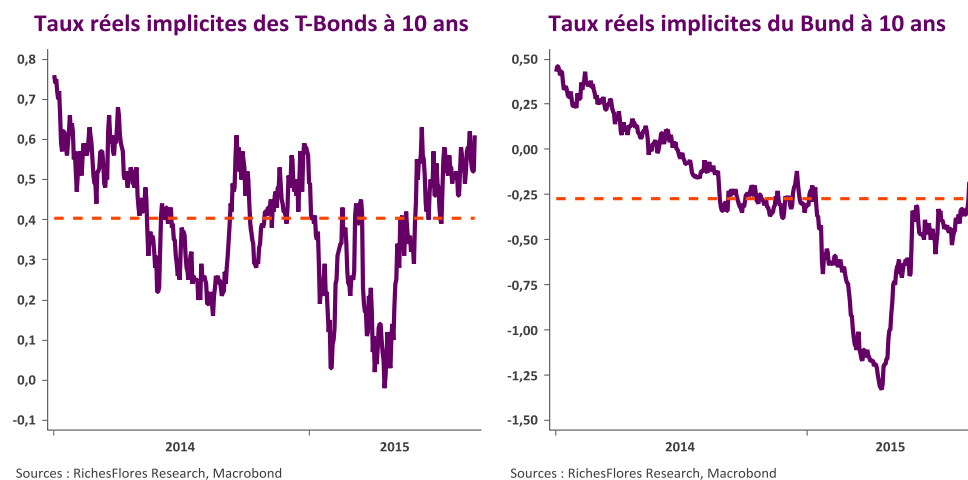
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Point mort d'inflation des obligations indexées en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au cours de ces deux dernières semaines, les taux réels implicites se sont donc considérablement tendus au contraire de ce qu'ils avaient fait en début d'année lors de la chute de cours du pétrole. Négatifs de plus de 133 points de base à leur plus bas d'avril, les taux réels allemands sont ainsi revenus à -18 points de base aujourd'hui, soit le niveau qu'ils avaient en août de l'année dernière alors que les prix du pétrole flirtaient encore avec les 100 dollars le baril et que la BCE n'avait pas enclenché son quantitative easing.



Comment interpréter ces signaux ? Trois explications sont susceptibles d'être avancées.

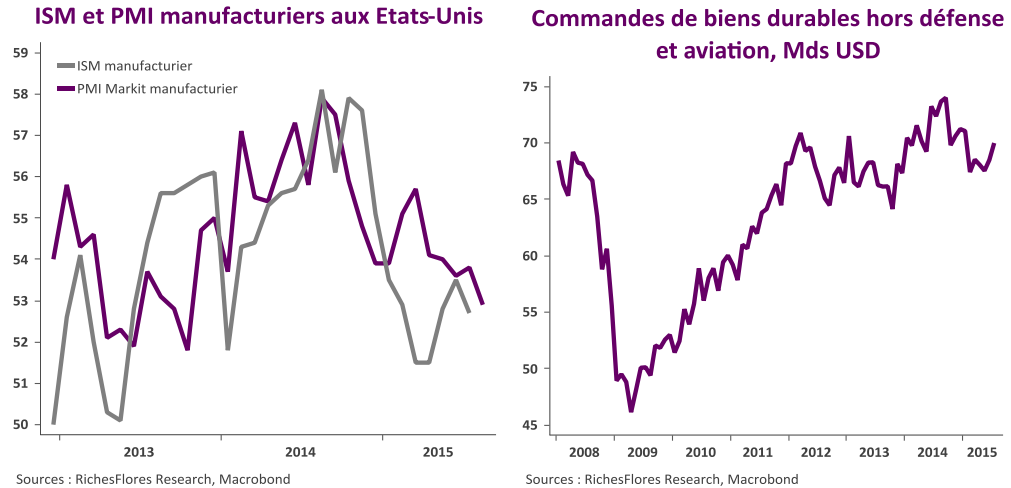
1- La Fed, toujours supposée remonter ses taux ?

L'explication est séduisante. Après tout, les anticipations d'une possible normalisation des taux directeurs de la Fed sont encore solidement accrochées, tout juste ont-elles été décalées de septembre à décembre, voire octobre après les chiffres sur l'immobilier puis ceux des commandes de biens durables de cet après-midi.

Si telle est l'explication, sans doute faut-il imaginer que le mouvement ne sera guère durable et que le niveau des taux longs finira par retomber (notre scénario). La Fed n'a guère les moyens, en effet, de relever le niveau de ses taux dans l'environnement présent.

- Il faudrait un renversement inédit de la situation financière internationale assez incompatible avec la tournure actuelle des marchés pour qu'elle prenne un tel risque d'agir d'ici la fin de l'année.
- Il faudrait également que l'économie américaine délivre des signes plus patents que jusqu'alors de sa bonne santé. Tel n'est pas ce que suggèrent les indicateurs avancés de l'activité, avant même les retombées à venir de la nouvelle chute des cours du pétrole. Les indices ISM et PMI conduisent ainsi à nettement relativiser la bonne nouvelle en provenance des commandes de biens durables de cet après-midi.

Quoiqu'on en dise, l'explication de l'inertie des taux longs par celle des anticipations sur la Fed ne permet pas de rendre compte de ce qui se passe sur le marché européen affecté des mêmes symptômes que le marché américain. Elle peine ainsi à convaincre.

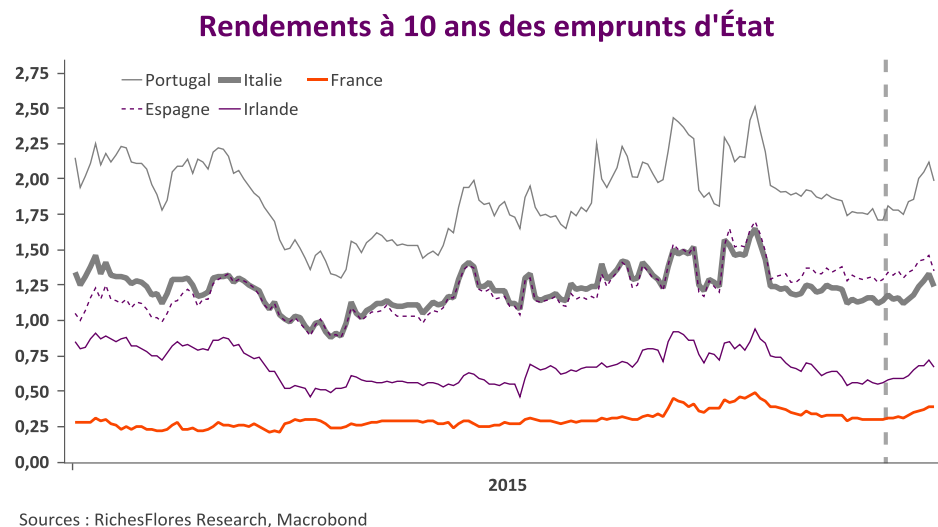


2- Des marchés obligataires moins inquiets que ne le suggère la chute des indices actions ?

Une telle éventualité pourrait en effet justifier la remontée des taux d'intérêt réels qui serait alors l'expression d'un début de normalisation du niveau des taux d'intérêt à long terme. Ce scénario serait bien entendu tiré par les cheveux, supposant des distorsions extrêmes de perception des risques entre les différents segments des marchés financiers. Il serait en outre peu conforme à ce que nous ont renvoyé les marchés obligataires jusqu'alors et en forte contradiction avec la nouvelle chute des anticipations d'inflation. Au total, donc, assez peu crédible.

3- Regain de craintes souveraines lié à la dégradation des perspectives de croissance ?

Cette hypothèse est incontestablement la plus convaincante, notamment soutenue par le regain de tensions des pays les plus exposés que sont notamment le Portugal, l'Italie, l'Espagne mais également, bien que dans une moindre mesure l'Irlande et la France, dans un environnement d'aversion au risque.



Ce n'est pas par leur ampleur que ces mouvements sont préoccupants, en effet, mais par le signal qu'ils nous renvoient eu égard à la situation de ces économies en cas de dégradation des perspectives. Si les interférences avec les anticipations de hausse

des taux de la Fed rendent la lecture plus incertaine dans le cas américain, il est probable que le même type d'inquiétudes ait participé à l'absence de réaction des taux longs à la panique boursière et plus généralement au délestage des actifs à risque auxquels les investisseurs se sont livrés ces derniers jours. Derrière l'inertie des taux longs à la crise en présence pourraient donc se cacher les prémices d'une remontée du risque souverain.

Un avertissement pris au sérieux par la BCE

L'inertie des marchés obligataires au contexte actuel serait donc bien un avertissement et c'est probablement ainsi que l'interprète la BCE qui, par la voix de son économiste en chef Peter Praet, se déclare prête à accroître son programme d'achats d'actifs si son objectif d'inflation venait à s'éloigner.

L'appréciation de l'euro de ces derniers jours est un handicap de taille pour les pays de la zone euro, particulièrement les plus vulnérables d'entre eux et l'on peut imaginer que la BCE voit les tendances en place d'un œil d'autant plus préoccupé au vu des messages que lui renvoient les marchés obligataires.

Au total, l'analyse qui précède suggère qu'il faille considérer l'éventualité d'une extension du QE de la BCE comme un scénario assorti d'une probabilité non négligeable, au contraire de ce que nous pensions spontanément faite d'en comprendre l'utilité. Faut-il s'en réjouir ? Pas sûr. Comme nous l'avions exprimé en juin, le risque est bien en effet que « trop de QE, tue le QE », ou à terme, la crédibilité et donc l'indépendance des banques centrales. Si d'éventuelles annonces de la BCE se concrétisent dans les semaines à venir, pas sûr que les marchés y voient un signal aussi réconfortant que le suggérerait l'expérience de début d'année...

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