RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

30 mai 2014

Trois raison pour lesquelles les taux longs devraient continuer à refluer

Emploi américain, les marchés ont la berlue p. 3

États-Unis : les indicateurs d'accélération de l'activité ne sont pas au RDV p. 5

Trois raisons pour lesquelles les taux longs devraient continuer à refluer

Le mouvement de baisse des rendements des obligations d'État s'est accéléré ces dernières semaines soulevant une indécision croissante de la part des investisseurs à qui le consensus avait promis le mouvement inverse. Nous voyons plusieurs justifications à cette baisse des taux longs qui, selon nous, n'est pas un phénomène temporaire mais devrait, au contraire, se poursuivre.

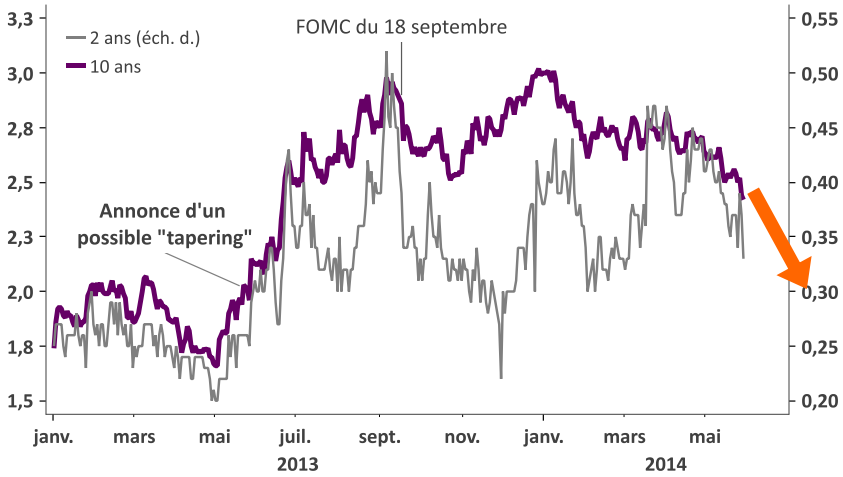
Le marché n'achète pas les prévisions de la Fed et a raison

Les développements de l'économie américaine ne sont guère à la hauteur des attentes de la Fed dont les prévisions se situent dans le haut de celles du consensus pour cette année, à 2,8 %-3 % en glissement annuel pour la fin de l'année, soit le niveau le plus élevé depuis la mi-2012, contre une croissance seulement 2 % aujourd'hui. Non seulement en effet, la perte de croissance du premier trimestre rend la prévision annuelle plus difficilement accessible mais les tendances sous-jacentes sont loin de valider le scenario d'une accélération à partir de l'été, comme généralement attendu : les perspectives sur le marché de l'emploi se détériorent (voir article page 3), celles de l'investissement productif ne décollent pas, l'amélioration du marché immobilier est à l'arrêt et le contexte à l'exportation n'a guère le vent en poupe, pour ne pas dire plus (voir planche graphique page 5).

Difficile dans un tel contexte d'imaginer que la Fed puisse avoir les éléments nécessaires pour continuer à alimenter les anticipations d'une possible normalisation de sa politique à horizon prévisible. Par ailleurs, si la baisse des taux de rendements obligataires a plutôt servi la stratégie de *tapering* dans ses premiers temps, son amplification met à l'évidence la Fed en porte-à-faux aujourd'hui. Que les messages envoyés par les marchés obligataires soient aussi distants du scénario défendu par la Fed finit, en effet, par être embarrassant, soulevant la double question de la crédibilité de cette dernière et des risques de fragilisation de l'environnement financier que représentent le très bas niveau présent des taux de rendement et le mouvement de refuge excessif vers les marchés d'actions.

Les prochaines étapes du *tapering* risquent dès lors de se révéler plus compliquées que jusqu'alors. Nous continuons à privilégier l'idée d'une temporisation de cet exercice qui consisterait, soit à ralentir le rythme des réductions d'achats d'actifs, soit à stabiliser ces derniers sur un faible montant, la Fed conservant, en quelque sorte, un matelas de sécurité. **Dans un tel contexte, les taux à deux ans reflueront pour revenir, selon nous, dans la zone de 0,25 % (contre 0,35 % à 0,4 % ces derniers temps) et les taux à dix ans recasseraient à la baisse le niveau de 2,25 % d'ici la fin de l'année.**

Taux à 10 ans et à 2 ans américains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La BCE entame un long processus d'actions non-conventionnelles qui, dans un contexte de ralentissement de la croissance, devrait davantage bénéficier aux marchés obligataires qu'aux actions

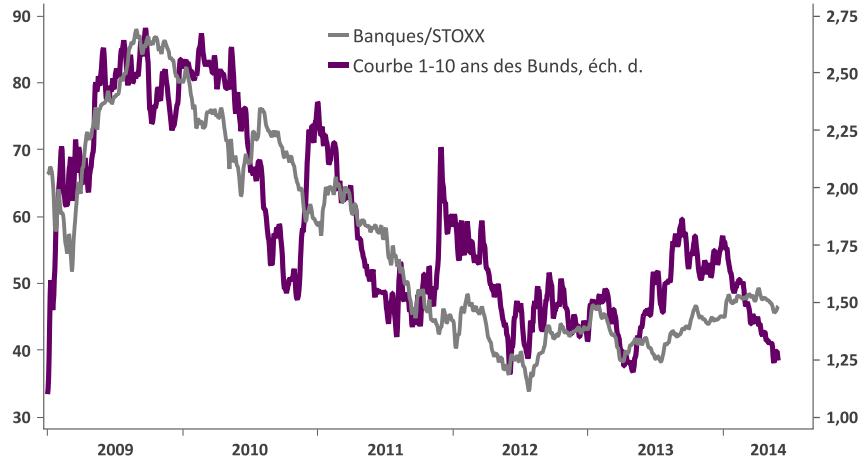
La BCE, c'est acquis, s'apprête à passer à l'action et devrait annoncer dès la semaine prochaine de nouvelles mesures d'assouplissement de sa politique dont les principaux contours devraient être :

- une baisse du corridor des taux directeurs de 10 à 15 pb avec *de facto* des taux de facilités de dépôts négatifs,
- l'annonce vraisemblable d'une opération spéciale de refinancement à long terme (vLTRO) conditionnelle, laquelle visera sans doute en priorité le refinancement de créances bancaires à l'égard des entreprises,
- l'évocation d'une possible extension des mesures non-conventionnelles à un plus large spectre d'actifs en cas de persistance du risque de déflation.

Attendues de longue date, ces mesures arrivent toutefois bien tard, sans doute trop tardivement pour être réellement efficaces sur le front du crédit et celui des prix, à en juger par la tournure décevante de la conjoncture européenne. Elles risquent de ce fait de n'avoir que peu d'effets sur la performance économique et celle, *in fine*, des marchés boursiers. Ainsi, à l'idée communément admise que les banques devraient être les principales bénéficiaires de ces mesures, nous opposons deux arguments : l'avancée de la déflation, incompatible avec le regain du crédit et celui de l'investissement, l'aplatissement de la courbe des taux de rendements et le bas niveau absolu des taux longs aux effets éminemment défavorables au système bancaire.

Il est dès lors assez clair que la BCE est sur le point de s'engager dans un processus prolongé d'actions non-conventionnelles dont l'effet devrait avant tout bénéficier aux marchés obligataires et, sans doute, en priorité au marché allemand dont la rémunération serait ainsi amenée à s'effriter au fur et à mesure de ces actions. Nos prévisions aboutissent à un mouvement de reflux des taux à 10 ans allemands dans une fourchette de 1,0 % à 1,25 % d'ici la fin de l'année, ce qui devrait avoir pour effet d'entraîner l'ensemble des taux de la région à la baisse, quand bien même les spreads pourraient dorénavant à se stabiliser.

Performance relative des valeurs bancaires et courbe des taux de rendement en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La désinflation mondiale gagne du terrain

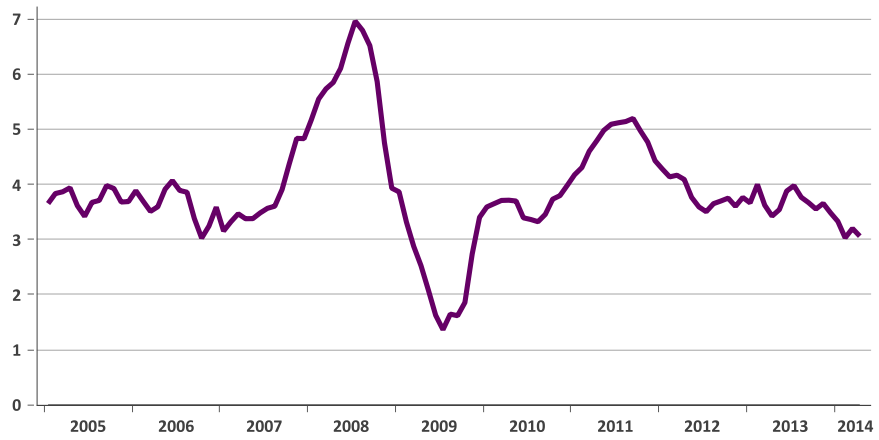
L'enlisement de la situation économique mondiale sur fond de croissance anémique n'est, par ailleurs, guère en mesure de venir perturber cette tendance. Le nouveau ralentissement des échanges mondiaux est à ce titre particulièrement préoccupant.

Par ailleurs, la bataille des changes que se livrent la Chine et le Japon a pour effet de propager le risque déflationniste à l'Asie du Sud et, par voie de conséquence, au reste du monde tandis que les tensions inflationnistes récurrentes dans certains grands pays émergents (Brésil ou Inde, en particulier) n'ont pas ce pouvoir de propagation. À 3,1 % en avril, le taux d'inflation mondiale est ainsi retombé à ses plus bas niveaux depuis la crise de 2009 et ne semble guère devoir se stabiliser à brève échéance.

Enfin, la défiance à l'égard de la situation économique des pays émergents a réduit les flux d'investissement à destination de ces pays occasionnant *de facto* un regain d'investissements vers les marchés les plus avancés de la planète, qui participe au mouvement généralisé de baisse des taux à long terme.

Au total, il est difficile de trouver des arguments favorables à un renversement de tendances des marchés obligataires tel que celui anticipé par de nombreux investisseurs depuis le printemps de l'année dernière, moment à partir duquel Ben Bernanke, alors Président de la Fed, avait ouvert la porte à une réduction du QE de la Fed. Cette situation, un temps perçue comme plutôt rassurante tant la fin du QE faisait craindre un emballement à la hausse des taux longs potentiellement préjudiciable à la croissance, ne l'est plus aujourd'hui et soulève à l'évidence le risque d'échec ou tout au moins de l'insuffisance des politiques de sortie de crise uniquement assises sur l'action monétaire.

Taux d'inflation mondiale, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

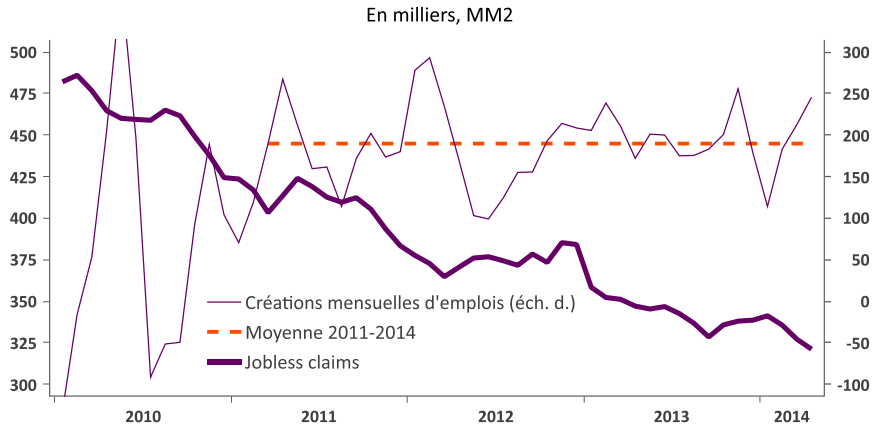
Emploi américain, les marchés ont la berlue

L'annonce d'un nouveau repli des inscriptions hebdomadaires au chômage aux États-Unis (« weekly jobless claims ») a supplanté la publication beaucoup moins sympathique d'une contraction du PIB de 1 % au premier trimestre. La baisse des inscriptions au chômage continuant à être perçue comme le signal d'une amélioration du marché de l'emploi, et donc des perspectives de consommation, a conforté l'idée que la baisse du PIB du premier trimestre était à mettre du côté des accidents de parcours et ne préjugeait en rien de la réalité de la situation américaine. L'ensemble justifierait ainsi de regarder devant, plutôt que derrière nous. Notre lecture de ces données est assez éloignée de celle-ci quand les indicateurs de l'emploi ne sont guère rassurants. Deux raisons suffisantes pour ne pas prendre pour argent comptant le regain d'optimisme des marchés de ces derniers jours.

Le message trompeur de la baisse des inscriptions au chômage

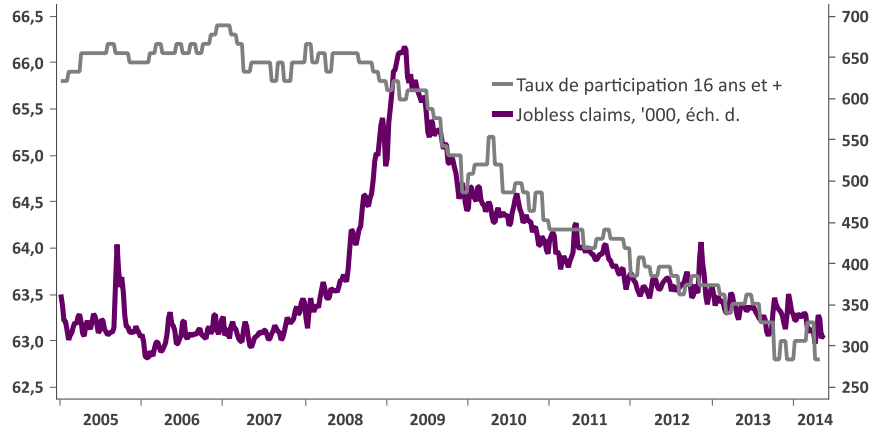
Les inscriptions hebdomadaires au chômage publiées chaque jeudi sont largement utilisées par les économistes pour affiner leurs estimations des chiffres de l'emploi du mois en cours publiés le premier vendredi du mois suivant. Elles revêtent donc un caractère particulièrement important pour les marchés qui y voient un indicateur avancé d'une des statistiques les plus suivies de l'économie américaine, les « *nonfarm payrolls* » dont la prochaine livraison est prévue pour le 6 juin. La fiabilité des « *weekly jobless claims* » est toutefois souvent malmenée et leur pertinence est, aujourd'hui, particulièrement discutable. Voilà, en effet, au moins deux ans que la relation entre les inscriptions au chômage et la réalité du marché du travail s'est notablement distendue. Ainsi, alors que les premières ont reflué de plus de 100 000 depuis le début de l'année 2011, de 428K à 300K aujourd'hui, le rythme de création d'emploi, lui, n'a pas changé, oscillant toujours autour de sa moyenne de 188 000 par mois. **La baisse des inscriptions au chômage ne peut donc plus être considérée comme synonyme d'amélioration du marché de l'emploi.**

Nouvelles inscriptions au chômage et créations d'emploi



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

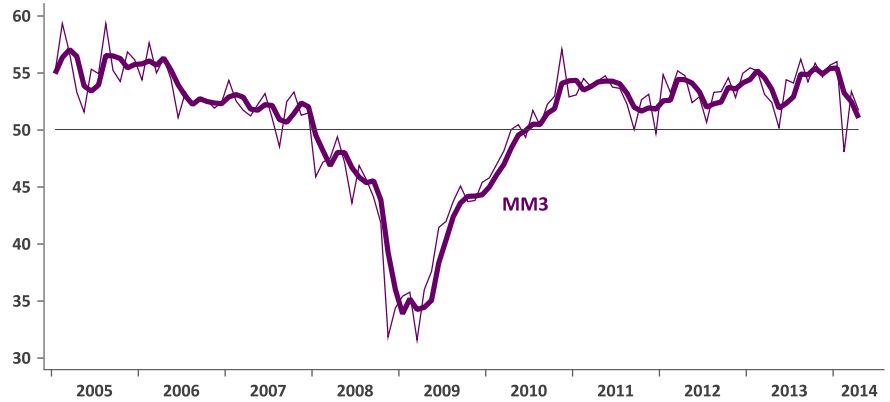
Nouvelles inscriptions au chômage et taux de participation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Selon notre analyse, elle risque même de constituer un signal plutôt préoccupant : celui de la poursuite de la baisse du taux de participation, à en juger par la similitude entre ces deux indicateurs depuis 2009. Ce dernier mesure le pourcentage des actifs (personnes en emploi ou à la recherche d'un emploi) parmi la population de plus de 16 ans. Son déclin prononcé, souvent attribué au vieillissement démographique, est en réalité beaucoup plus large. En l'occurrence, et au contraire de ce qui est observé dans toutes les autres classes d'âge, le taux de participation des plus de 65 ans a sensiblement augmenté depuis la crise, alors que le déficit d'actifs de 16 à 64 ans se chiffrerait, selon nos estimations, sur la base d'un taux de participation inchangé, à 4,8 millions de personnes entre 2008 et aujourd'hui. Loin d'illustrer une amélioration de la situation du marché de l'emploi c'est donc bien une détérioration persistante du taux de participation que risque de signaler la baisse des inscriptions hebdomadaires au chômage, ce phénomène étant susceptible d'avoir été amplifié depuis la fin de l'année dernière par l'arrêt du dispositif exceptionnel d'aide aux chômeurs de longue durée mis en place par l'Administration Obama pendant la crise de 2009. En d'autres termes, peu d'éléments permettent de justifier la confiance dont font part les marchés à l'égard de la situation présente quand, à en juger par ce que nous disent les entreprises, les perspectives d'emplois seraient plutôt en voie de nette détérioration.

Indicateur composite de l'emploi selon les enquêtes ISM dans les services et le secteur manufacturier



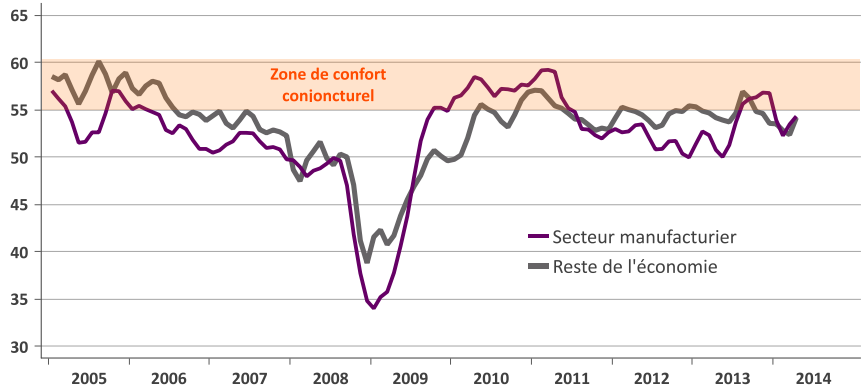
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Difficile dans de telles conditions de ne pas considérer à deux fois l'avertissement donné par la croissance du premier trimestre qui s'il ne peut pas être pris au pied de la lettre pour de vraies raisons ponctuelles témoigne sans aucun doute d'une fragilité préoccupante pour la croissance à venir.

États-Unis : les indicateurs d'accélération de l'activité ne sont pas au rendez-vous

Indices ISM manufacturier et non-manufacturier

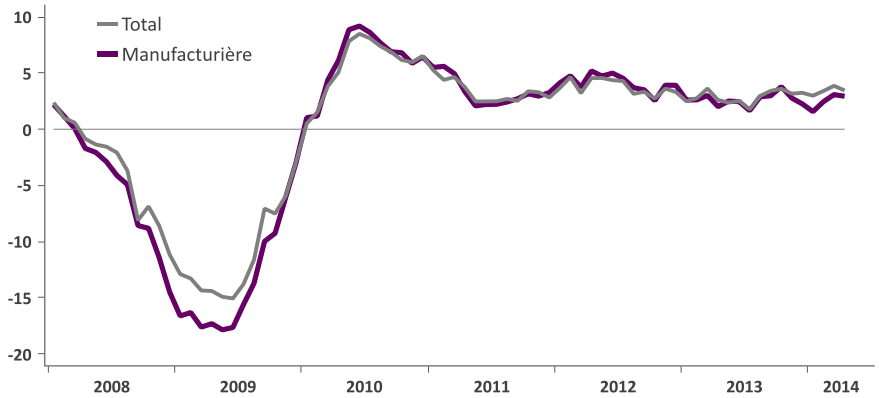
Indice, moyenne mobile sur 2 mois



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

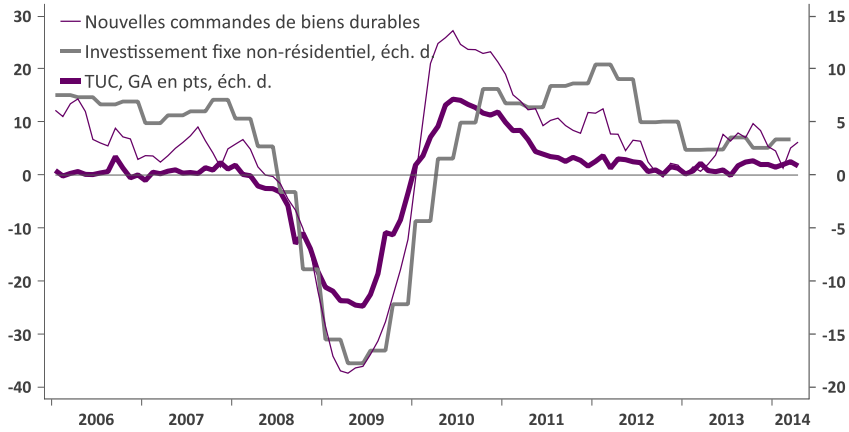
Production industrielle américaine

GA en %



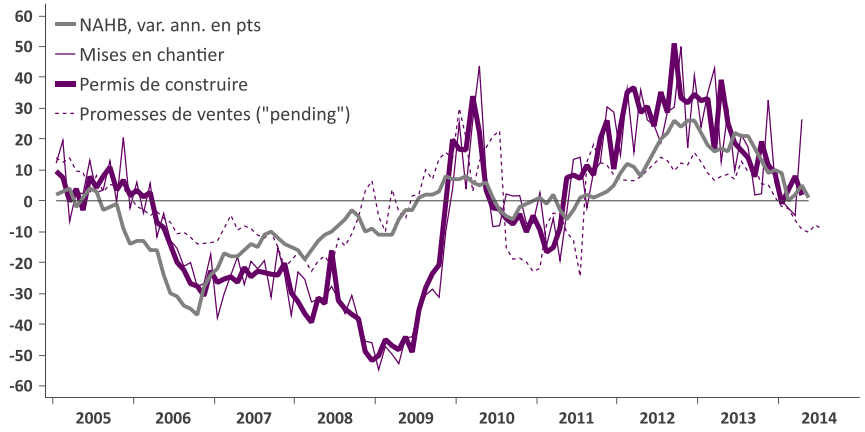
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateurs de l'investissement



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateurs de l'activité immobilière, GA en %



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. **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