RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

Le bas niveau des taux longs oblige à une vigilance accrue, d'où pourraient venir les risques ?

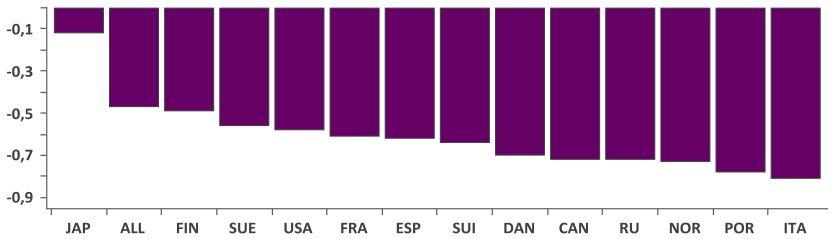
V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

06 février 2015

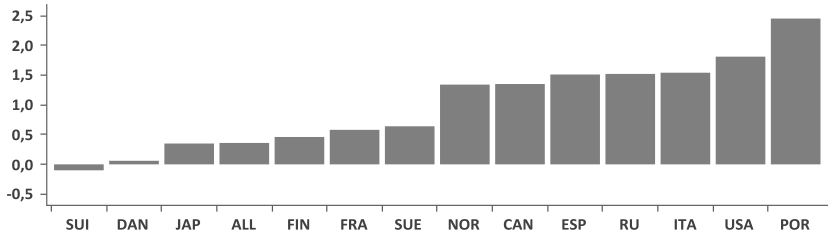
Aux niveaux présents de taux d'intérêt à long terme, les risques de mauvaise surprise sont assez largement déséquilibrés sur les marchés obligataires internationaux. Que les taux longs continuent à refluer ne devrait plus guère surprendre. Après deux années de tendances largement à contrepied des anticipations et dans le contexte présent d'assouplissement monétaire quasi-généralisé, les esprits sont préparés à cette éventualité. C'est ainsi, paradoxalement, d'une remontée impromptue sur certains marchés que pourraient venir les mouvements les plus inattendus. Il suffirait en effet que les taux reviennent sur les niveaux qui étaient les leurs il n'y a que trois mois pour provoquer d'importantes pertes en capital à leurs détenteurs. Quels sont les principales sources de risques identifiables aujourd'hui ?

Variation des taux à 10 ans des emprunts d'État au cours des trois derniers mois



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Niveau des taux souverains à 10 ans, 05/02/15



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

De l'évidence d'une baisse généralisée des taux longs à celle d'une instabilité croissante

L'anticipation de faibles niveaux persistants des taux d'intérêt ne protège pas de mauvaise surprise, au contraire. La généralisation du mouvement de baisse des taux, sur fond, qui plus est, de multiplication des changements de politique monétaire, a considérablement accru l'instabilité des marchés obligataires et le risque de mouvements impromptus. Paradoxalement, alors que les interventions des banques centrales sur les marchés n'ont jamais été aussi importantes, l'environnement obligataire semble aujourd'hui à la croisée de chemins tous aussi périlleux les uns que les autres, s'articulant autour des principales questions suivantes :

- Que fera la Fed ?
- Où vont les cours du pétrole ?
- La BoJ reviendra-t-elle à la charge ?
- Quelle issue pour le dossier grec ?

Que fera, *in fine*, la Fed ?

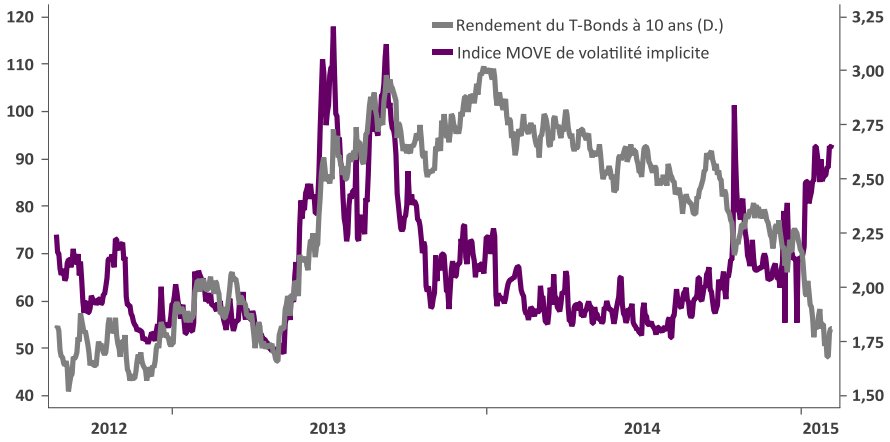
Il s'agit sans nul doute d'un des points les plus importants des tendances à venir sur les marchés internationaux. Alors que les déceptions récentes en provenance de l'économie américaine, sur fond d'écrasement des perspectives d'inflation, ont plutôt plaidé en faveur d'un statu quo prolongé de la politique monétaire américaine ces derniers temps, le rapport sur l'emploi du mois de janvier, en particulier le sursaut des salaires horaires, pourrait bien avoir pour conséquence de faire rebasculer les anticipations du côté d'une hausse des taux. Que pourrait-il dès lors se passer ?

La persistance d'un tel mouvement justifierait une remontée des taux à 10 ans significative, potentiellement dans la zone de 3 % d'ici à l'été et entrainerait vraisemblablement le cours du dollar dans son sillage vers de nouveaux plus hauts.

Le choc pourrait être bien difficile à digérer pour l'économie américaine, le supporterait-elle ? Nous ne le pensons pas. Ce diagnostic n'est toutefois pas suffisant pour exclure la formation de telles anticipations, voire même, le scénario d'un faux pas de la Fed que constituerait, à nos yeux, un passage à l'acte avant la fin de l'année.

La volatilité du marché obligataire américain n'est donc probablement pas prête de retomber et l'on peut redouter, même dans le scénario qui est le nôtre d'une absence de hausse des taux directeurs, une instabilité hors norme des rendements à terme dans les mois à venir.

Taux longs américains et volatilité du marché des Treasuries

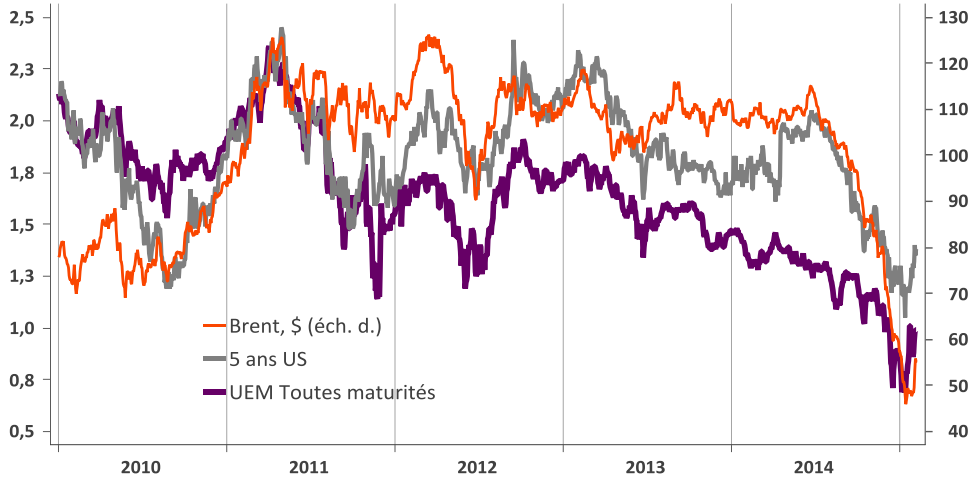


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Où vont les cours du pétrole ?

La visibilité sur les tendances du marché pétrolier n'est guère meilleure. Si notre scénario privilégie une remontée dans la zone de 55 $ à 70 $ dans laquelle les cours devraient se stabiliser, reconnaissons que la voie par laquelle nous y parviendrons est loin d'être tracée. Après les excès à la baisse, la correction pourrait prendre une tournure des plus brutales dont l'onde de choc n'épargnerait probablement pas les anticipations d'inflation. Il y a là, encore, un risque important de correction subite des marchés obligataires mondiaux.

Cours du pétrole et point mort des emprunts d'État indexés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

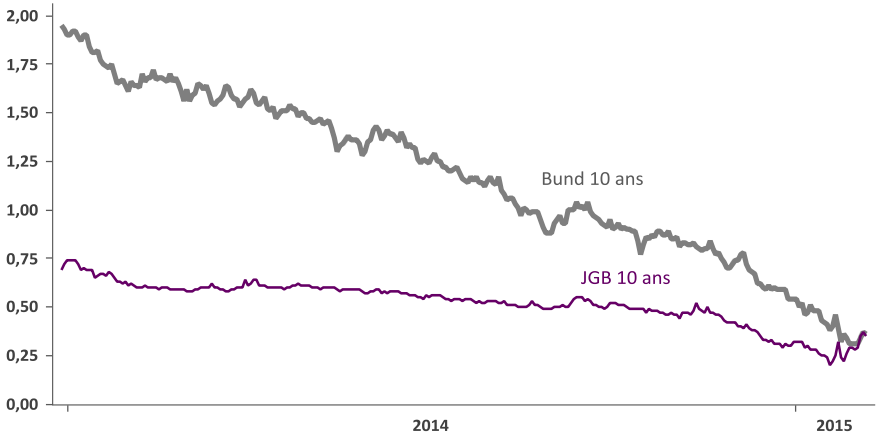
La BoJ reviendra-t-elle à la charge ?

Au cours des quinze derniers jours les rendements des emprunts d'Etat japonais ont au moins doublé sur les échéances allant de 2 à 10 ans. L'absence de mesures supplémentaires d'assouplissement de la part de la BOJ, des perspectives économiques quelque peu dopées par les statistiques les plus récentes et la moindre souscription à une émission de JGB à 2 ans expliquent cette remontée inopinée. Pour la première fois depuis quasiment trente ans, les rendements à dix ans nippons sont ainsi passés au-dessus de ceux de l'Allemagne. Le mouvement est-il durable, s'agit-il juste d'une correction d'ordre technique que pourrait justifier un rallye exceptionnel depuis la mi-novembre ?

Répondre à ces questions reste éminemment complexe. Si la situation nippone devrait, en effet, être moins critique cette année que l'an dernier, c'est essentiellement sur la perspective d'un retour de l'inflation en territoire négatif à partir du printemps que repose cet espoir et celui que la consommation retrouve quelques couleurs. La Banque centrale acceptera-t-elle néanmoins de laisser le yen se réapprécier comme il l'a fait ces derniers temps face à la plupart de ses devises partenaires ? C'est peu probable. Il est donc vraisemblable que la BOJ revienne à la

charge d'ici quelques mois, toute la question étant de savoir quand et comment… La remontée des taux longs japonais ne devrait cependant pas durer.

Taux des emprunts d'État japonais et allemands



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

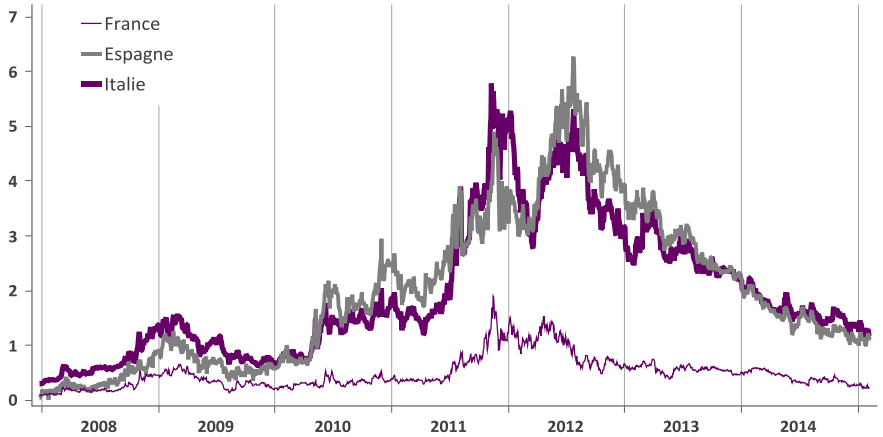
Quelle issue pour le dossier grec ?

Si notre scénario fait la part belle au pragmatisme réciproque permettant d'envisager une issue raisonnablement équilibrée à ce dossier, la décision de mercredi de la BCE et la fin de non-recevoir de l'Allemagne constituent à l'évidence des rappels à l'ordre d'un risque de clash persistant. Dans de telles conditions évacuer l'hypothèse, aussi dramatique soit-elle, d'une sortie de la Grèce de la zone euro ne sera vraisemblablement pas possible avant la fin du mois de février. Que pourrait-il se passer d'ici là ?

- Un blocage susceptible d'accroître le scénario d'une sortie de la Grèce aurait tôt fait de se solder par l'apparition d'un risque élevé pour les marchés périphériques espagnols, italiens et portugais. Les achats d'actifs de la BCE parviendront-ils à le contrer ?
- L'avancée vers un compromis qui, à l'heure où nous écrivons, ne semble pouvoir venir que d'un recul pur et simple du Premier Ministre grec, A. Tsipras, serait-il suffisant pour évacuer le risque d'une sortie, à terme, de la Grèce ? Rien n'est moins sûr, compte-tenu du ressenti que pourrait avoir la population grecque à l'égard d'une telle situation.
- Or, peut-on encore espérer que l'Allemagne se montre plus flexible dans les jours à venir ? La partie ne semble pas gagnée.

Quel poids dès lors donner à notre scénario central qui privilégie la réduction persistante des spreads des pays périphériques dans le sillage du QE de la BCE ?

Écarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, si l'environnement économique et inflationniste justifie largement le bas niveau des taux présents, les marchés obligataires sont aujourd'hui à haut risque. Or, faiblesse des rendements et risques élevés ne font généralement pas bon ménage. L'or pourrait y trouver son compte.

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