

Entre les lignes des turbulences obligataires : Janet, Mario ou, déjà, D. Trump ?



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

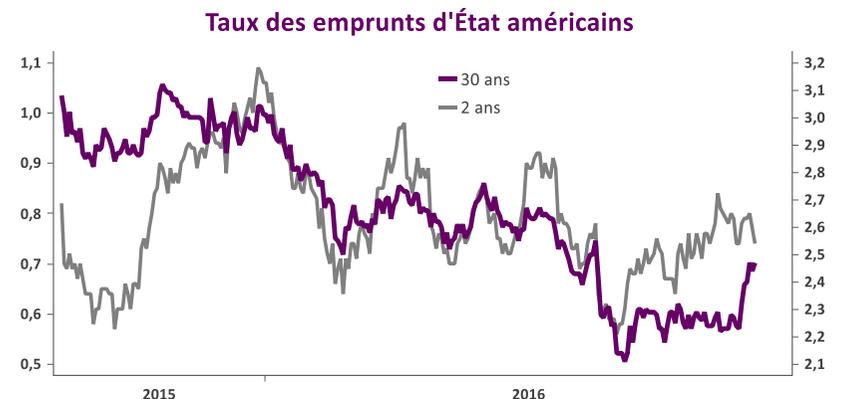
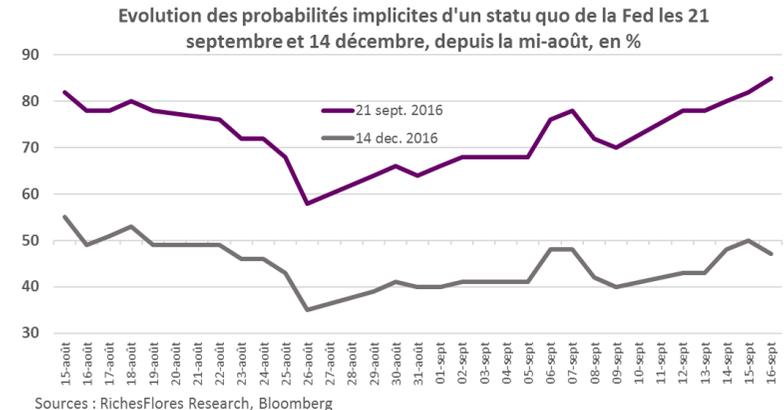
16 septembre 2016

Les anticipations sur la FED ne suffisent pas à justifier la hausse récente des taux longs

Si les interventions de plusieurs membres influents de la FED et les chiffres d'inflation du mois d'août ont créé d'importantes turbulences sur les taux d'intérêt à long terme ces derniers jours, il semble difficile d'attribuer la remontée des taux longs à un changement de perception de la politique de la FED. Les propos de Mme Brainard suivis d'un ensemble de données économiques décevantes, ont, en effet, eu raison des anticipations d'une possible remontée des taux qui s'étaient développées depuis le milieu du mois d'août. La probabilité implicite d'une hausse des taux directeurs le 21 septembre est ainsi nettement retombée, à 12 % après les chiffres de consommation et de prix de production publiés dans la journée de jeudi et 15 % après ceux de l'inflation de cet après-midi. Quant aux anticipations pour le mois de décembre, elles restent indécises, oscillant autour de +/- 50 %, soit légèrement en retrait des niveaux atteints durant la deuxième quinzaine d'août.

Comment, dès lors, expliquer que les tensions nées en particulier des propos de MM. Rosengren et Lockhart quelques jours plus tôt, n'aient pas été évacuées au-delà des échéances de deux ans et que les taux à 30 ans aient été totalement insensibles à ce changement d'anticipations,

conservant un niveau d'un quart de point supérieur à celui enregistré tout au long de l'été, malgré des anticipations d'inflation résolument inertes ? Si le trouble qu'alimentent des communications de plus en plus dissonantes des différents membres de la FED pourrait justifier une partie de cette anomalie côté américain, on comprend moins pourquoi ces tensions sont également présentes sur les autres marchés.

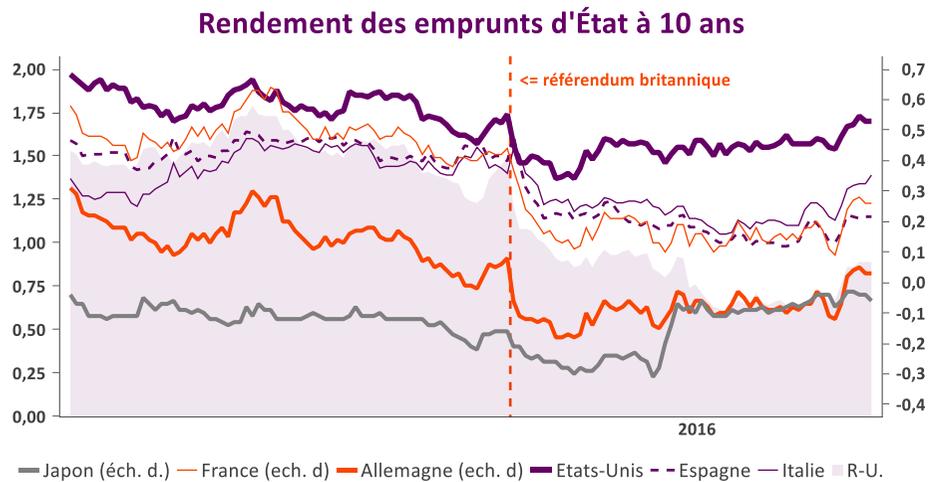


Plusieurs pistes d'explications peuvent être mises en avant, parmi lesquelles en particulier.

1- Une correction des excès post-Brexit ?

La première, le cas échéant, la plus indolore pour la suite, pourrait provenir du changement récent de perception des conséquences du vote britannique en faveur d'un Brexit, dont l'onde de choc s'était notamment soldée par un écrasement généralisé des taux à long terme, bien au-delà du Royaume-Uni, à partir de la fin du mois de juin.

Signe d'un temps où les marchés escomptaient encore des banques centrales qu'elles parent à tout type de risque, le vote britannique s'est immédiatement soldé par la mise à l'écart des perspectives -fragiles- de hausse des taux de la Fed et, simultanément, par l'anticipation de mesures de soutien additionnelles de la part de la BCE, voire du Japon.



Or, les inquiétudes sur les conséquences de ce vote se sont nettement atténuées depuis. Non seulement, le vide politique n'a pas duré, la nomination de Theresa May à la tête du gouvernement britannique à peine deux semaines après ce séisme ayant, à elle seule, apaisé les esprits, mais la réplique rapide de la Banque d'Angleterre, puis les statistiques rassurantes quant à l'état de santé

de l'économie britannique, ont fini par convaincre d'une situation, à ce stade, nettement moins alarmante qu'initialement prévu.

Il ne serait pas anormal dans de telles conditions que l'impact du vote britannique sur les marchés de taux d'intérêt ne se révèle que transitoire, ceci d'autant plus que la BCE n'a pas répondu aux attentes des marchés début septembre, ne jugeant pas même nécessaire d'annoncer un prolongement de son programme d'achat d'actifs dont l'arrivée à terme programmée pour le mois de mars ne semble, pourtant, en aucun point tenable.

Un débouclage des anticipations, excessives, post-Brexit serait assurément un moindre mal. La hausse des taux ayant tout lieu, dans ce cas, d'être relativement limitée -les taux américains ayant déjà effectué l'essentiel de la correction- et permettre de retrouver des conditions plus supportables pour les institutions financières, largement sanctionnées par la généralisation des taux négatifs de cet été.

Pas sûr, toutefois, que cette explication suffise à justifier le regain de nervosité des marchés de taux de ces derniers jours.

2- La BoJ et la BCE aux limites de l'investivité ?

Les déceptions successives des marchés à l'égard, d'abord, de la Banque du Japon, puis de la BCE, ne sont probablement pas totalement étrangères à la montée des incertitudes sur le front obligataire. Interprétée comme une possible usure des ressources en matière d'assouplissement supplémentaire, cette inaction a créé les conditions d'une brutale remontée des taux longs japonais fin juillet. La déception suite à l'annonce d'un statu quo de la BCE mi-septembre semble également avoir laissé des séquelles sur les marchés obligataires, ouvrant notamment la porte à un bon nombre de spéculations sur la capacité de cette dernière à véritablement faire davantage dans un contexte où l'arme de taux négatifs a montré ses limites. De là à imaginer que la BoJ comme la BCE n'aient plus les moyens d'amplifier leur action il n'y a qu'un pas que les marchés, sans véritablement l'avoir franchi, semblent considérer de plus en plus sérieusement.

Arrive-t-on dès lors au terme de deux années de surenchère des politiques quantitatives ? La question se pose inévitablement compte-tenu des difficultés

rencontrées par la BCE pour combler son engagement d'acheter pour 80 milliards d'euros d'actifs par mois. Que pourrait signifier un tel changement ?

Trois conséquences sont envisageables :

- Assurément une plus grande nervosité sur le front obligataire européen, avec un risque non négligeable de regain de tensions sur les spreads de taux des pays dits périphériques.
- Un risque accru d'appréciation de l'euro, notamment en cas de persistance de statu quo de la FED -scénario que nous continuons à privilégier.
- Un appel de plus en plus marqué à un relais de la politique monétaire par les gouvernements sous forme d'actions de soutien à la croissance, comme l'a encore une fois réitéré le Président de la BCE, Mario Draghi, dans son dernier communiqué.

L'ensemble formant *in fine* un cadre vraisemblablement plus propice à une remontée des taux longs, sur fond d'instabilité accrue des marchés obligataires, que l'inverse. Notre scénario s'en verrait incontestablement chahuté.

3- Un risque politique de plus en plus rapproché ?

La dernière question que posent ces « anomalies » est autrement plus fondamentale, tenant au contexte pré-électoral particulier que traversent bon nombre d'économies sur fond de montée des extrêmes. Si le sujet concerne avant tout les pays européens, c'est, à ce stade, du côté américain que nos soupçons s'orientent. Retombée cet été après des faux pas répétés du candidat républicain à la présidentielle américaine, la probabilité d'une victoire de Donald Trump s'est notablement accrue ces derniers jours, les soucis médicaux de Mme Clinton n'arrangeant rien à son positionnement déjà fragilisé dans les sondages.

Improbable il y a peu, le scénario d'une victoire du candidat républicain peut de moins en moins être considéré comme fantaisiste. Or, s'il est un domaine où une telle éventualité pourrait avoir des conséquences immédiates et notables c'est bien sur le niveau des taux des emprunts d'État, à en juger par les trois grands axes économiques de son programme que sont, tout à la fois, ses positions protectionnistes affirmées, son programme de baisses d'impôts sans

contrepartie de recettes, son antipathie, enfin, pour la politique de bas taux d'intérêt menée par la FED, que les Républicains souhaiteraient par ailleurs mettre sous la coupe du Congrès.

Difficile d'imaginer qu'un tel programme, s'il venait effectivement à être considéré comme susceptible de prendre place, n'ait pas pour effet immédiat de faire remonter le niveau des taux d'intérêt, quoi qu'il en soit, du reste, des chances de réussite effective qu'on pourrait lui attribuer.

Principaux points du programme de D. Trump

Rupture et protectionnisme

- Limitation des importations chinoises afin de garantir l'emploi américain
- Rétablissement des barrières tarifaires
- Abandon des négociations des traités de libre échange
- Instauration d'une frontière avec le Mexique

Réductions d'impôts

- De 35 % à 15 % pour l'impôt sur les sociétés
- De 39,6 % à 33 % pour l'imposition maximale sur le revenu

Politique de dépenses publiques

- Réduction de 1 % par an des dépenses des ministères du Transport, Éducation et Intérieur
- Relance les dépenses d'infrastructures et militaires

Allègement de la réglementation

Réduction des pouvoirs de la Fed ; que Trump juge « influencée politiquement » et au sujet de laquelle les Républicains avaient fait adopter un projet de mise sous tutelle du Congrès l'an dernier.

Dans la perspective, qui plus est, d'un rééquilibrage généralisé du policy-mix, notamment appelé des vœux de la plupart des banquiers centraux mais également du FMI et du G20, l'impact que pourraient avoir les prochaines échéances électorales sur les marchés obligataires pourra de moins en moins être ignoré des investisseurs. Y-a-t-il dans les mouvements récents les prémices de cette prise de conscience ? La question se pose indiscutablement

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