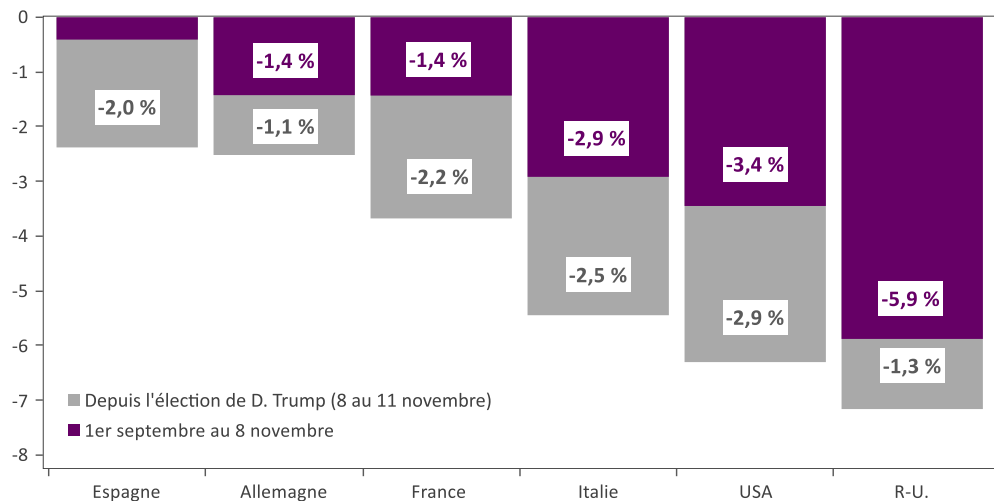


Correction obligatoire, l'essentiel pourrait être derrière nous

Depuis l'élection de D. Trump les marchés obligataires dévissent, les indices souverains perdant pour la plupart de 2 % et 3 %, à l'exception des allemands et britanniques, en repli plus modéré d'environ 1 %, la correction ayant toutefois pris une bonne longueur d'avance depuis le début du mois de septembre au Royaume-Uni.

Evolution des indices obligataires souverains en %

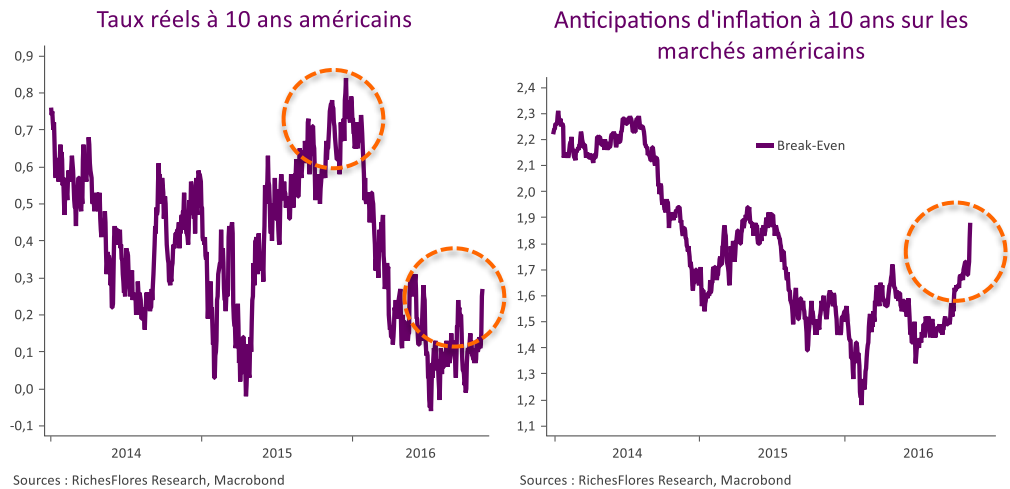


Sources : RichesFlores Research, Macrobond, indices FTSE 7-10 ans pour l'Europe, Ryan/Nasdaq 1-30 ans pour les US

À l'origine de cette correction, trois facteurs :

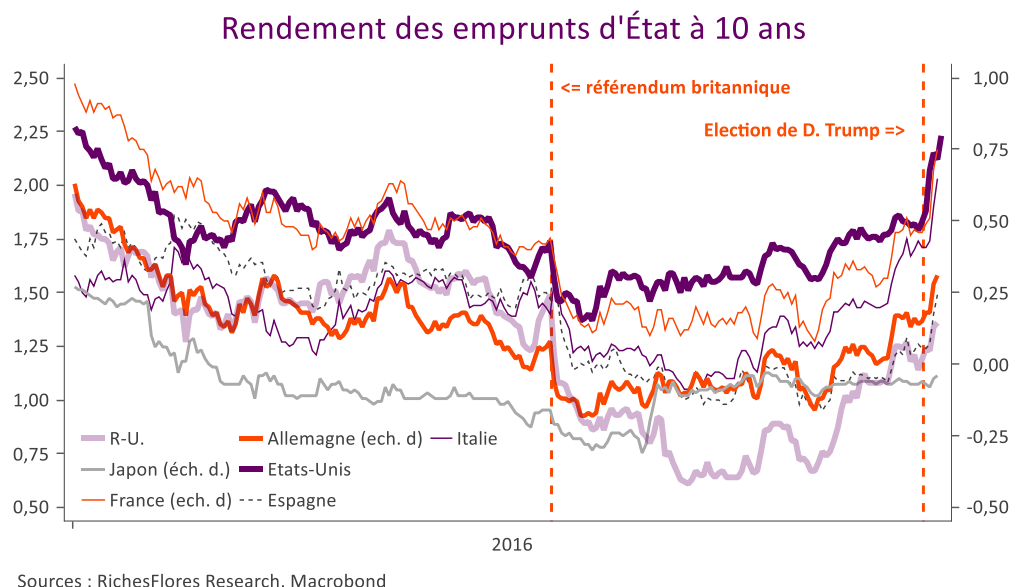
- 1- **La perception d'un risque inflationniste** plus élevé aux États-Unis après l'élection de Donald Trump, que relate le redressement du point mort d'inflation des obligations indexées américaines, les principaux axes du programme du nouveau président -baisse d'impôts, dépenses d'infrastructures et élévation des droits de douanes- étant, toutes choses égales par ailleurs, certainement plus inflationnistes qu'autre chose à ce stade du cycle.
- 2- **Une correction légitime des taux d'intérêt réels**, dont le très bas niveau de ces derniers mois était incohérent avec les perspectives des marchés sur la croissance et la politique monétaire américaines. On note à ce titre que, même après leur hausse de ces derniers jours, les taux réels implicites à long terme restent très éloignés du niveau qui était le leur à la même période de l'an dernier, quand les

anticipations sur la politique monétaire de la FED et les cours du pétrole étaient semblables à aujourd'hui et malgré un cycle conjoncturel plus âgé d'une année.



3- Une réaction à l'accélération à venir de l'inflation mondiale que suggèrent les effets de base liés à l'évolution des cours du pétrole et dont on voit mal comment elle pourrait ne pas affecter les marchés obligataires internationaux, surtout si les développements politiques à l'œuvre tendent, par ailleurs, à stimuler les anticipations d'inflation.

Si la responsabilité de chacune de ces explications au changement de contexte des marchés obligataires est difficile à pondérer, l'élection de D. Trump ne peut pas être considérée comme le facteur déclencheur de l'envolée des taux mais, plus justement, comme un élément aggravant d'une tendance déjà amorcée depuis la fin de l'été (voir à ce sujet [Entre les lignes des turbulences obligataires, Janet, Mario ou, déjà, D. Trump?](#) du 16 septembre, ou, [Marchés obligataires, le grand mikado des marchés mondiaux](#) du 28 octobre).



Jusqu'où pourrait aller le mouvement en cours ?

La réponse à cette question passe par plusieurs étapes.

- Celle, en premier lieu, de la **normalisation de la prime de risque**, ou taux d'intérêt réel, dont la première marche consistait à effacer la baisse intervenue immédiatement après le référendum britannique du 24 juin, soit peu ou prou le chemin parcouru ces derniers jours. Cette correction n'est, toutefois, probablement pas à la hauteur de l'incertitude que suggèrent les inconnues du programme du nouveau président et les risques relatifs à la politique de la FED dans un environnement fortement perturbé. On pourrait, ainsi, légitimement imaginer que ces derniers éléments justifient un retour de la prime de risque, au minimum, vers les niveaux qui prévalaient ces dernières années, avant son décrochage du début 2016, soit dans une fourchette de 0,3% à 0,8 %. Les taux d'intérêt réels pourraient dès lors s'adjuger une remontée de quelques 30 à 50 points de base supplémentaires au titre de cette normalisation.

Taux réels à 10 ans américains

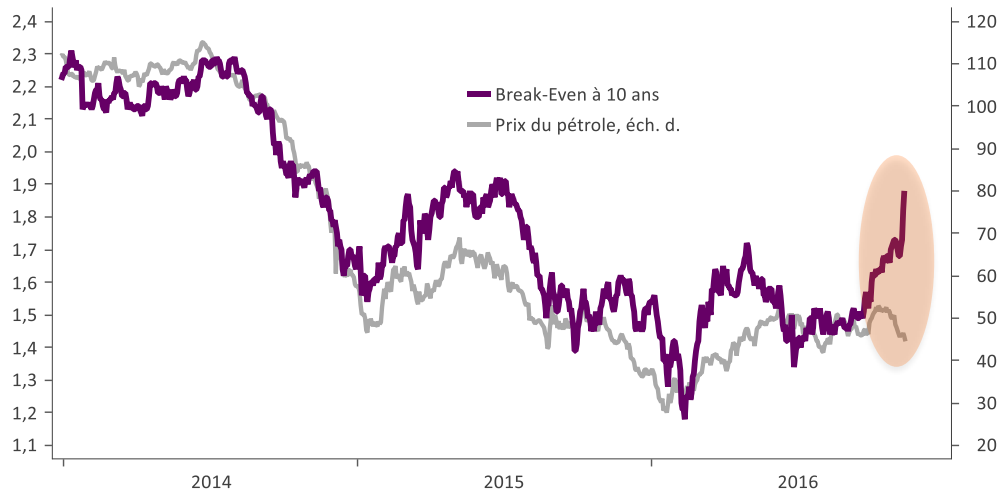


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Celle, en second lieu, des **anticipations d'inflation**. Ces dernières, nous l'avons vu, se sont déjà sensiblement raffermies, le mouvement peut-il aller beaucoup plus loin ou, au contraire, refluer ? À ce stade et sauf surprise en provenance de l'administration américaine, deux arguments plaident plutôt en faveur de leur stabilisation, voire d'un léger retrait.

1. Les difficultés à envisager une remontée significative des cours du pétrole compte-tenu des excès d'offre persistants dont souffre ce marché et de la volonté de D. Trump de soutenir le développement de l'activité américaine dans ce secteur, ce qui risquerait d'accentuer davantage les déséquilibres mondiaux. Il serait surprenant, dès lors, que la déconnexion observée ces dernières semaines entre les anticipations d'inflation et les cours du pétrole perdure.

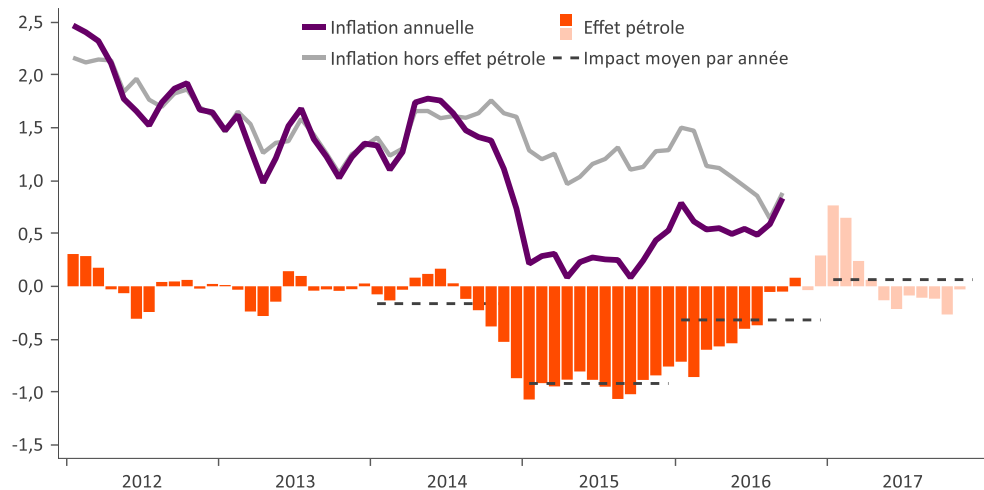
Anticipations d'inflation et prix du pétrole



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2. L'inflation hors énergie est, par ailleurs, stable ou en légère décélération persistante dans le monde développé, quand la dynamique de la demande semble encore suffisamment contrainte pour prévenir tout risque d'emballement du niveau général des prix à horizon prévisible. Dans de telles conditions, le nivellement de l'inflation provoqué par les effets techniques d'origine pétrolière ne semble pas devoir persister. Après un doublement vraisemblable de l'inflation des pays développés d'ici à la fin du premier trimestre 2017, de 0,8 % à 1,5 %, le scénario d'une stabilisation de l'inflation reste le plus probable. Il s'agirait d'une force de rappel significative pour les taux longs américains, traditionnellement, tout aussi sensibles au contexte global qu'aux seules tendances domestiques, notamment dans le contexte présent d'un dollar fort.

Impact des prix du pétrole sur l'inflation des pays développés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, sauf élément nouveau sur le front de la politique économique de D. Trump, les justifications pour alimenter une tendance persistante à la hausse des rendements obligataires risquent de faire assez rapidement défaut, ce qui permettrait sans doute de maintenir les taux à dix ans à un niveau inférieur à 2,50 % à ce stade, soit grosso modo le niveau de l'hiver 2015. Il s'agirait donc pour l'instant d'un avertissement sans frais, voire plutôt bienvenu, notamment dans le cas européen où le niveau des taux en présence est incontestablement moins pressurant pour les établissements financiers qu'au cours de ces derniers mois.

Les taux longs américains renouent avec leur niveau de l'hiver 2015, un avertissement pour l'instant, sans frais



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