

Point de marché

Taux européens : Plus raide sera la pente ?

Depuis l'atteinte, le 25 avril dernier, d'un rendement de 0,06% pour l'obligation allemande de maturité 10 ans, les taux d'intérêt à long terme ont violemment remonté pour atteindre un niveau proche de 0,6% à ce jour. Dans le même temps, les maturités courtes sont ancrées sur le niveau du taux de facilité des dépôts à -0.20%. Le mouvement a été plus impressionnant encore sur l'obligation allemande de maturité 30 ans, puisque son rendement s'est tendu de 70 points de base (0.70%) en l'espace de 2 semaines.

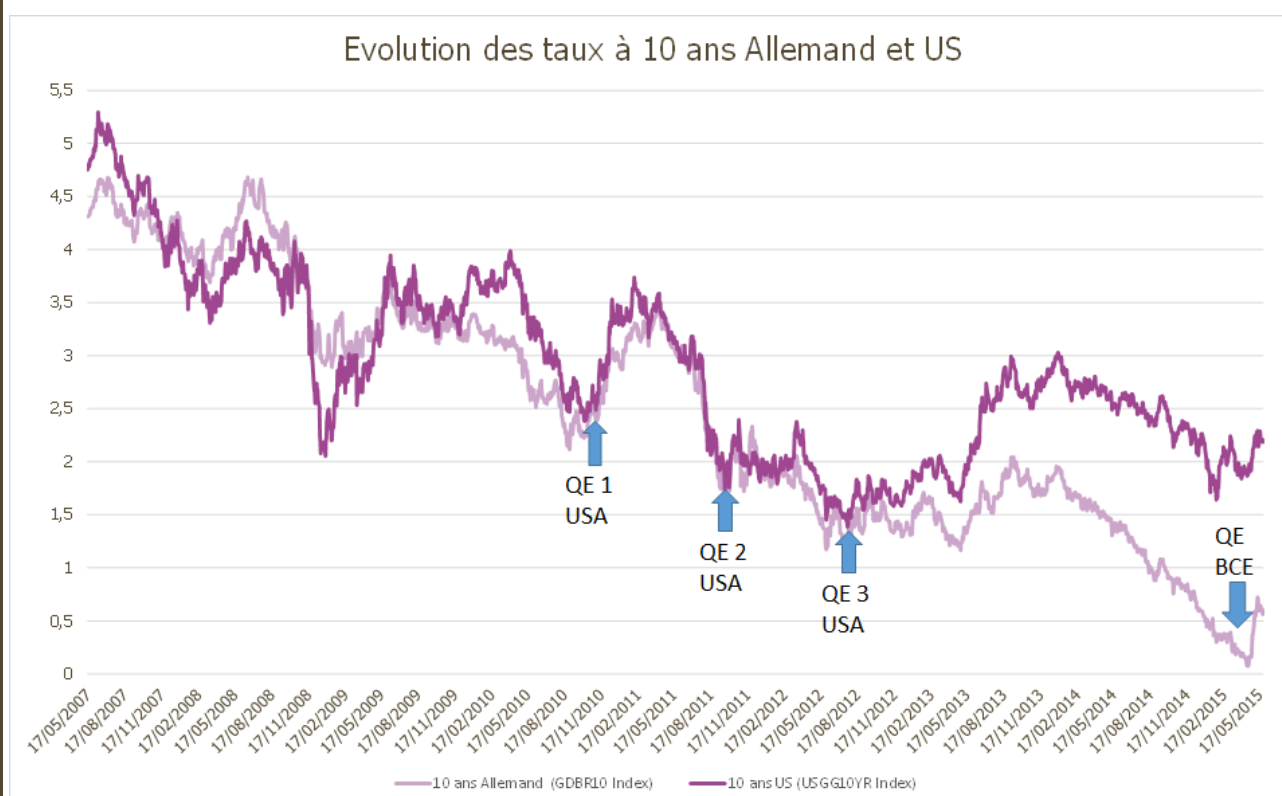
Plusieurs événements sont à l'origine de ce mini krach obligataire :

Tout d'abord, les gourous de Janus (M. Bill Gross) et de DoubleLine Capital (M. Jeffrey Gundlach) ont affirmé publiquement et au même moment que la « vente de l'obligation à 10 ans allemande était une opportunité qu'on ne voit qu'une fois dans sa vie ».

Concomitamment, la dernière adjudication (vente d'obligation) allemande du mois d'avril a été délaissée par les investisseurs, refroidis par une espérance de rendement réel négatif.

Il n'en fallait pas moins pour que ce qui a été interprété comme une défiance des investisseurs se produise.

Pourtant, notre avis est qu'il ne pouvait en être autrement, si l'on se réfère à l'histoire récente et notamment à la dynamique des taux d'intérêt aux Etats-Unis depuis 2010. En effet, les taux à long terme ont tendance à monter lors de la mise en place d'un assouplissement quantitatif (Quantitative Easing ou QE).



Source : Myria AM / Bloomberg

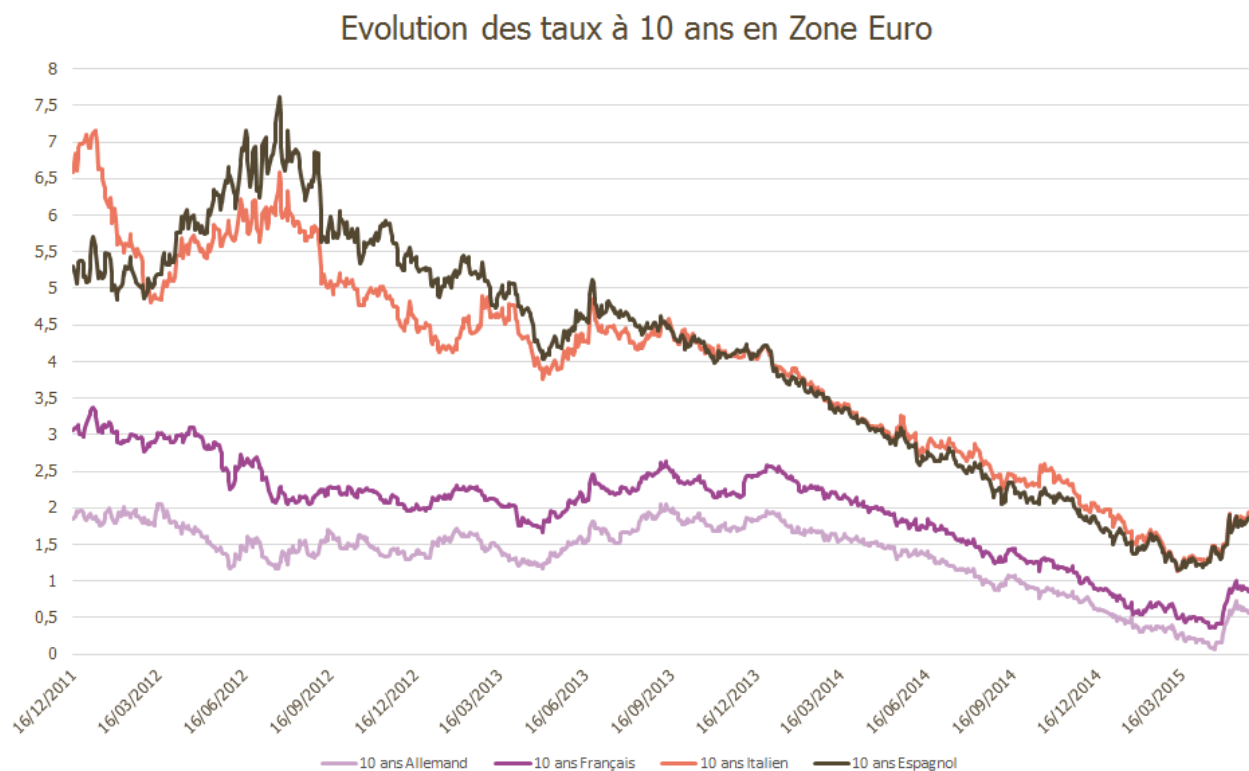
Il est toujours intéressant de se replonger dans le passé et de tenter d'appréhender la gestion magistrale de la crise par M. Bernanke, lui qui avait tant analysé les erreurs qu'avait commises, en son temps, la Banque Centrale Américaine lors de la crise de 1929.

Car celui qui a été surnommé Helicopter Ben, en lien avec le déversement de milliards de dollars sur l'économie américaine et mondiale, a fait des émules au Japon d'abord et en Europe tout récemment.

Les buts de l'assouplissement quantitatif ?

Tout d'abord, il est nécessaire de rappeler que l'achat structurel d'un produit financier, et notamment d'une obligation, pousse son prix à la hausse ce qui fait baisser de facto son rendement. Si nous continuons de comprendre les implications du « Quantitative easing », et même si nous n'en voyons pas encore les effets pervers, nous pouvons en mettre en évidence les principaux buts :

- Organiser la répression financière : en rendant les actifs supposés sans risques sans intérêts au sens propre du terme (c'est-à-dire en comprimant vers 0% leur taux de rendement à l'échéance), la Banque Centrale conduit les investisseurs à préférer les actifs risqués, donc productifs pour l'économie.
- Eviter tout risque de faillite : c'est le corollaire du point précédent. En effet, l'argent, en étant dirigé vers les actifs risqués, finance l'économie réelle. Par conséquent, le risque de resserrement du crédit devient beaucoup plus maîtrisé.
- Ecraser les primes de risques entre les pays de la zone euro : on peut envisager que la Banque Centrale Européenne souhaite que l'on revienne à une situation proche de celle qui prévalait avant 2007, à savoir des écarts de taux (ou spreads) entre les principaux pays de la zone à des niveaux symboliques. Ceci d'autant plus que la solidarité entre les états est devenue complètement explicite avec la mise en place du QE (Cf. Point de marché du 22 janvier 2015 – Changement de discours historique de la BCE sur www.myria-am.com).



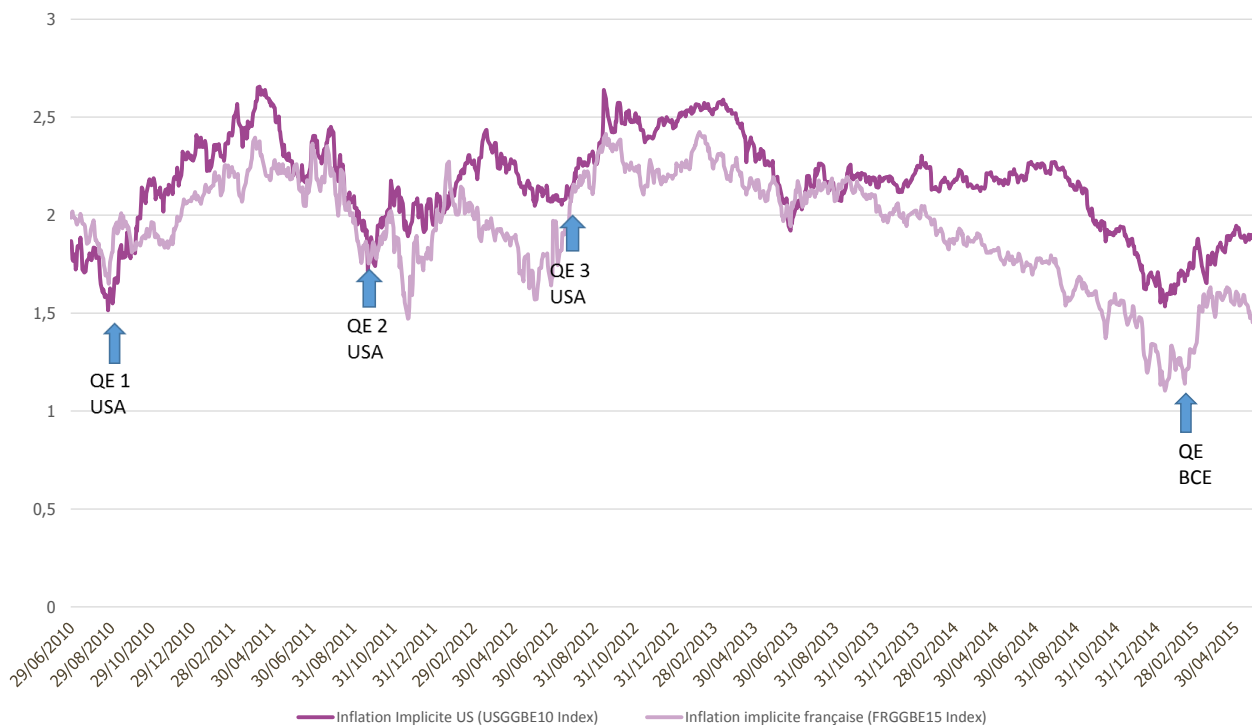
Source : Myria AM / Bloomberg

- Mettre en place une dépréciation de la devise : les achats massifs d'emprunts d'Etat constituent une ligne de vie pour l'économie. Ainsi, l'augmentation à un rythme prévisible du bilan de la Banque centrale correspond à une augmentation de la masse monétaire en circulation dans l'économie. Si la taille de l'économie en devise locale augmente par ce biais, elle n'augmente pas en devises étrangères : s'ensuit, par conséquent, une dépréciation de la devise locale par rapport aux devises étrangères.
- Régénérer les anticipations d'inflation : en exerçant une pression baissière sur les devises, la Banque centrale provoque un choc de compétitivité, et suscite une hausse de la croissance économique. Parallèlement, une baisse de la devise locale produit de l'inflation importée.

Si l'on considère que M. Draghi poursuit ces objectifs en mettant en place une politique d'assouplissement quantitatif plus de quatre ans après la Réserve Fédérale Américaine, alors il est possible d'imaginer la dynamique économique et financière que la banque centrale espère voir se produire :

- Du point de vue financier, la Banque souhaite mettre fin à la spirale déflationniste qui commençait à s'enclencher au dernier trimestre 2014, sous l'effet d'une conjoncture atone et d'un effondrement du prix du pétrole. Lorsque l'on constate les redressements des anticipations d'inflation, cet objectif semble être en passe d'être atteint.

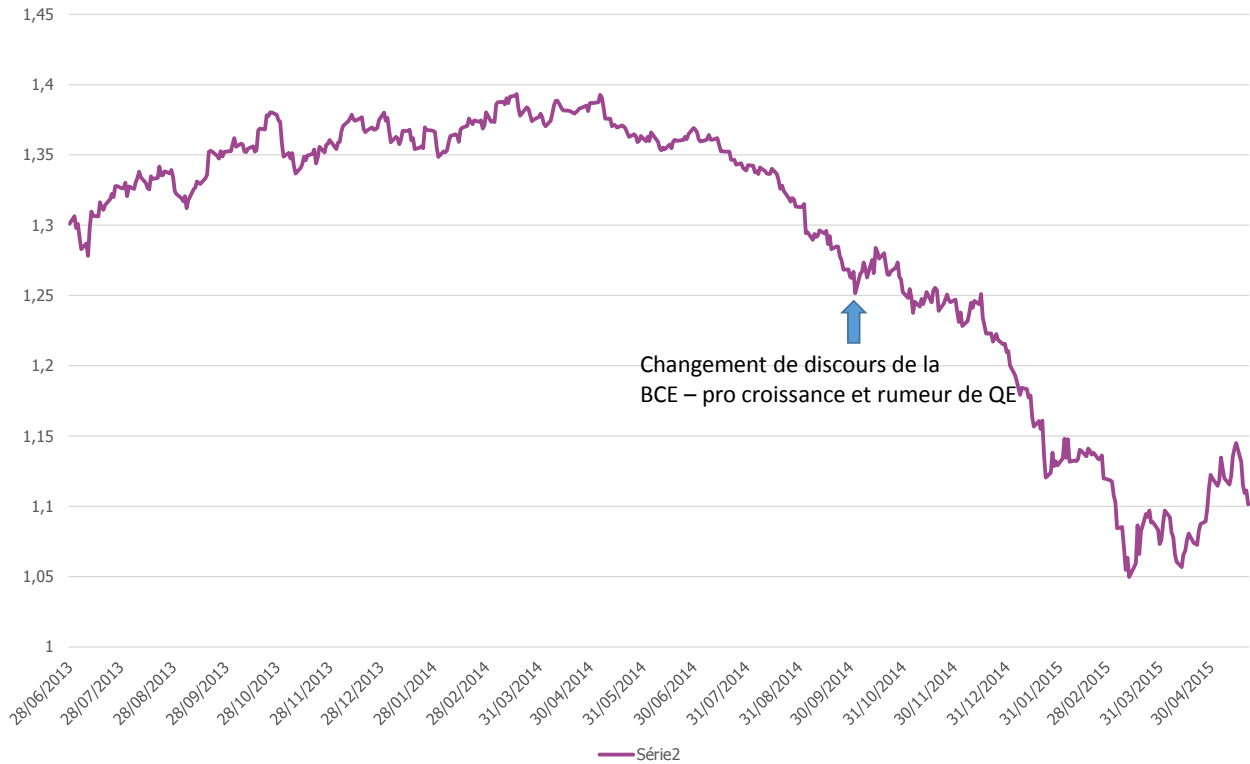
Comparaison des inflations implicites US et Française



Source : Myria AM / Bloomberg

- De surcroît, à la lecture des derniers chiffres de croissance économique sur la zone euro, l'objectif de générer plus de croissance économique par la dévaluation compétitive de la monnaie unique et via la confiance retrouvée des agents économiques, commence également à être rempli.

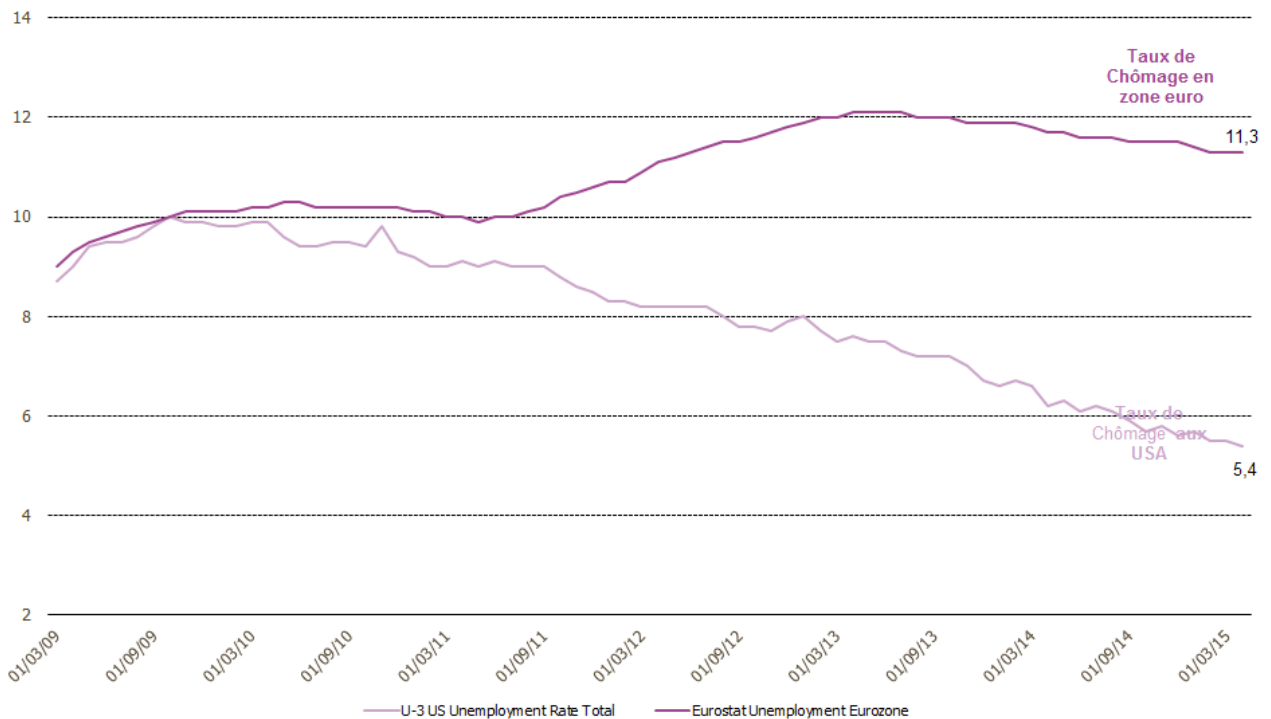
L'Euro contre le dollar et la livre sterling



Source : Myria AM / Bloomberg

- Afin de consolider ces premiers succès, la BCE a d'ailleurs réitéré le fait que son QE irait jusqu'au bout en accélérant d'ailleurs probablement le rythme des achats d'actifs jusqu'en juin pour tenir compte de la moindre liquidité pendant l'été : l'idée est de maintenir la pression sur l'euro qui reste l'une des clefs pour faire baisser le chômage dans l'Union.

Evolution du Chômage en Zone euro et aux USA

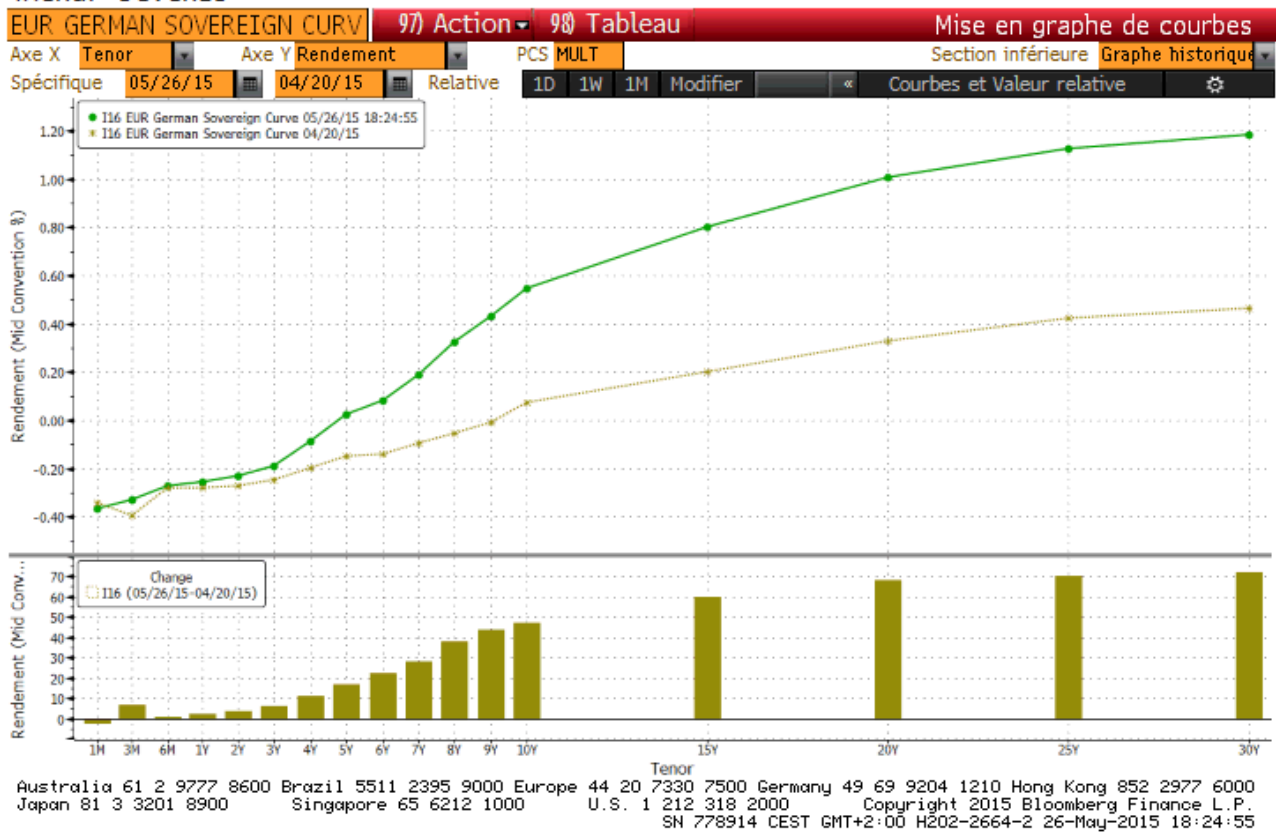


Source : Myria AM / Bloomberg

Dans ce contexte, il nous paraît peu vraisemblable que les taux à long terme retrouvent les niveaux excessifs atteints en avril 2015. Au contraire, nous pensons que la BCE cherche dans la durée à pentifier la courbe des taux d'intérêt (c'est-à-dire faire en sorte que les taux longs montent plus que les taux courts) ce qui serait une validation de sa politique par les marchés financiers. De plus, dans le contexte de réglementation financière accrue, la pentification de la courbe des taux permet de renforcer la structure financière des banques à moindre coûts : elles prêtent à long terme et empruntent à court terme.

<HELP> explications.

<Menu> revenir



Source : Bloomberg

Pour conclure, la BCE souhaite que les agents économiques anticipent une croissance plus robuste dans le temps et une inflation revenant à la cible proche des 2% qu'elle s'est fixée. Il est donc fort à parier que, tout en constatant une réduction des primes de risque entre les Etats de la zone euro, les courbes des taux des pays cœur de la zone euro connaissent à terme une nouvelle pentification, ce qui constituerait une victoire pour le Conseil des gouverneurs.

Achévé de rédiger le 27 mai 2015