

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

5 juin 2015

Quel avenir pour les taux d'intérêt et les « spreads » en Europe ?

Hausse surprise des taux longs en Europe malgré près de 300 milliards d'euros d'achats de la BCE. Croissance et anticipations inflationnistes soutiennent la vague de hausse.

Points clés

- Forte hausse des rendements gouvernementaux à 10 ans en zone euro en quelques semaines
- Le Bund allemand à 10 ans bondit de 0.06% à 0.95%
- Rebond des primes de risques après une contraction exceptionnelle au premier trimestre
- L'amélioration des perspectives conjoncturelles en Europe crée l'incertitude sur la pérennité du QE
- Après 5 mois négatifs, l'inflation européenne (+0.3%) repasse en territoire positif en mai et repousse le spectre de la déflation
- Inflation sous-jacente en hausse (+0.9%) en mai
- La BCE injecte 300 milliards en trois mois, mais réduit ses interventions à l'approche des taux de 0%
- Les prises de profits interviennent dans un marché techniquement déséquilibré

Le contexte économique et politique européen étant différent du contexte helvétique, si l'on excluait l'hypothèse de taux d'intérêt négatifs pour la dette européenne, les taux longs du meilleur émetteur européen ne pouvaient donc théoriquement descendre qu'à un niveau proche de zéro.

Le potentiel de baisse des taux longs allemands en 2015 était de ce fait réduit à une dernière glissade contrôlée de 50 points de base au maximum.

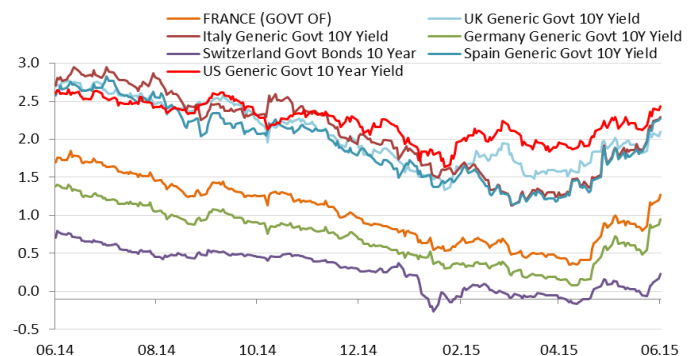
Cette dernière baisse est donc intervenue en deux mois à peine, entre le 22 janvier et le 20 avril. Les taux à 10 ans allemands à 0.06% avaient également poussé les taux longs des autres états européens à des niveaux record. La France pouvait alors emprunter à 0.35% sur 10 ans et l'Espagne ou l'Italie à 1.26%.

Les taux d'intérêt des gouvernements européens explosent en quelques semaines

Depuis décembre 2013 déjà, la situation économique européenne justifiait une relance de la tendance baissière des taux longs dans le sillage d'une politique monétaire plus accommodante de la part de la BCE. En fait, l'année 2014 aura été marquée par un retour de la tendance baissière des taux longs dans la plupart des pays, incluant notamment ceux dont les résultats économiques semblaient pourtant plus encourageants, comme les Etats-Unis et le Royaume-Uni.

En 2015, l'annonce du QE européen le 22 janvier par la BCE intervenait dans un contexte très attendu et anticipé par les marchés financiers. Les taux longs allemands avaient en effet déjà glissé en 2014 de 2% à 0.5%. Les effets additionnels espérés du QE sur le niveau des taux européens ne pouvaient dès lors être que relativement limités.

Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si théoriquement les perspectives de baisse des taux « hors risque » à dix ans des autres pays de la zone euro auraient également pu descendre à zéro, une prime de risque devait tout de même subsister pour refléter les divergences sensibles de qualité entre débiteurs étatiques européens. Avant l'éclatement de la crise financière, il est bon de rappeler que les primes de risques avaient

progressivement fondu, traduisant ainsi le sentiment du moment que les dettes gouvernementales européennes n'avaient pas de frontières nationales. A l'émergence de la crise financière, le retour brutal à la réalité avait réveillé les consciences. Après quelques années de réalisme, qui avaient reconstitué les primes de risques exigées par les investisseurs pour financer les dettes nationales européennes, on assiste désormais à un retour d'une forme de complaisance soutenue par la politique monétaire de la BCE.

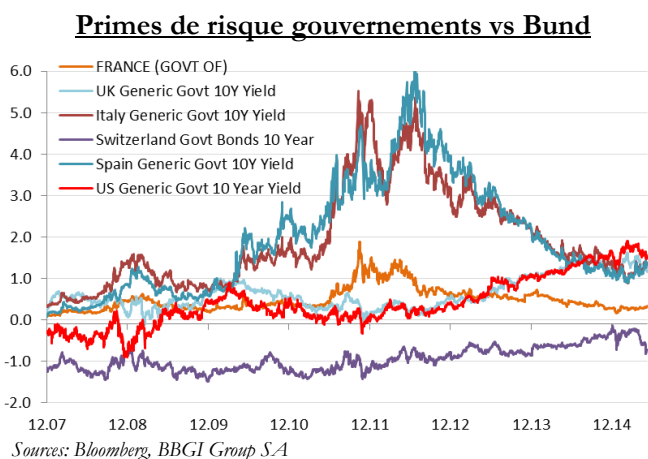
Les taux longs nominaux des états européens ont effectivement pu atteindre des limites jamais approchées jusqu'alors et retrouver des primes de risque particulièrement faibles en comparaison historique et par rapport à leur plus bas niveau depuis 2008.

Ceci, avant qu'ils ne rebondissent rapidement de près de 90-100 points de base en quelques semaines et menacent de renverser la tendance baissière installée depuis 2008.

Ecrasement des primes de risque en Europe

L'action de la BCE avait déjà permis une nette amélioration de la perception des risques associés à la détention des diverses dettes périphériques et « core » en 2014 par les investisseurs. Cette tendance s'est naturellement poursuivie dans le contexte actuel de QE intense mis en œuvre par la BCE.

La prime de risque des OAT français était redescendue en janvier 2014 à un niveau proche de zéro par rapport au rendement du Bund allemand à 10 ans, avant de se reconstituer et de se stabiliser assez rapidement, avant même la phase de remontée des taux nominaux observée ces dernières semaines.



L'image était encore plus nette en ce qui concernait les primes de risques associées aux obligations

gouvernementales espagnoles ou italiennes. L'annonce du QE européen a en effet avant tout profité aux obligations périphériques, comme le suggère l'écrasement significatif des primes de risque entre janvier et mars.

Sans toutefois atteindre les plus bas niveaux observés avant la crise financière, les primes de risque de l'Espagne et de l'Italie ont effectivement fondu pour atteindre ce qui constitue peut-être leur nouveau niveau plancher.

En effet, le niveau actuel nous semble déjà particulièrement bas en comparaison historique, alors qu'après l'expérience de la crise financière et de la dette européenne, il semble désormais normal et justifié que les primes de risque ne puissent plus être totalement effacées, comme cela fut le cas avant 2007, pour les rendements en euro des dettes gouvernementales européennes.

L'amélioration de la conjoncture en Europe pourrait tout de même pousser temporairement les primes de risque à des niveaux extrêmes. Au moment où les marchés financiers s'attendent peut-être sans doute à ce que la dette allemande perde son statut de « valeur refuge » grâce à l'amélioration des perspectives économiques, le différentiel de rendement significatif en faveur des dettes périphériques pourrait, un court moment encore, séduire les investisseurs prenant leurs profits sur leurs positions allemandes.

L'inflation européenne et les perspectives de croissance poussent les taux à la hausse

En seulement deux mois, alors que la plupart des prévisionnistes anticipaient une très longue période de taux d'intérêt bas en Europe pour contrer l'absence de dynamique économique, les taux longs ont progressé de près de 1%.

Lorsque Ben Bernanke avait annoncé en mai 2013 le changement probable de politique monétaire aux Etats-Unis et que le monde apprenait le concept de « tapering », les taux longs du trésor américain avaient enregistré un rebond similaire, mais les perspectives de croissance aux Etats-Unis étaient, à cette date, bien supérieures à celles évoquées aujourd'hui pour la zone euro.

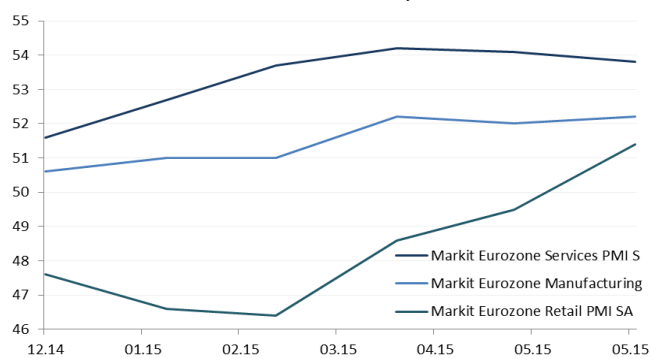
C'est dire que la remontée fulgurante des taux longs européens de ces dernières semaines est significative dans le contexte économique présent.

Le président de la Banque Centrale Européenne, Mario Draghi, a lui-même quelques difficultés à expliquer les raisons qui se cachent derrière ce mouvement. Il relevait récemment qu'il était en effet difficile d'attribuer avec certitude à un facteur exclusif cette remontée des taux. Probablement que l'amélioration des perspectives économiques en Europe s'inscrit tout de même au

premier rang des raisons justifiant la récente hausse des taux. Il est vrai que les indicateurs avancés semblent pointer vers une amélioration très probable des conditions économiques, après une période d'injection de liquidités par la BCE évaluée à près de 300 milliards d'euros en trois mois.

La production industrielle allemande a par exemple progressé plus rapidement que prévu en avril avançant de +0.9%, suggérant une reprise significative du PIB allemand au 2^{ème} trimestre d'environ +0.5% (+0.3% T1). Toujours en Allemagne, les exportations ont progressé de +1.9% en avril tandis que les importations se contractaient de 1.3%, faisant ainsi bondir la balance commerciale de 19.4 à 22.3 milliards. Les commandes à l'industrie suivaient le même chemin en avril (+1.4%), essentiellement en raison d'une demande internationale plus forte, indiquant certainement une reprise plus nette du secteur manufacturier allemand après la correction de -25% de l'euro. Dans un contexte allemand favorable, le marché de l'emploi s'est également amélioré.

PMI eurozone manufacturier, service et détail



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les perspectives économiques s'améliorent donc, mais c'est peut-être plus encore l'éloignement des risques déflationnistes qui s'impose comme l'un des facteurs essentiels dans la psychologie actuelle des investisseurs ayant poussé les taux d'intérêt à la hausse.

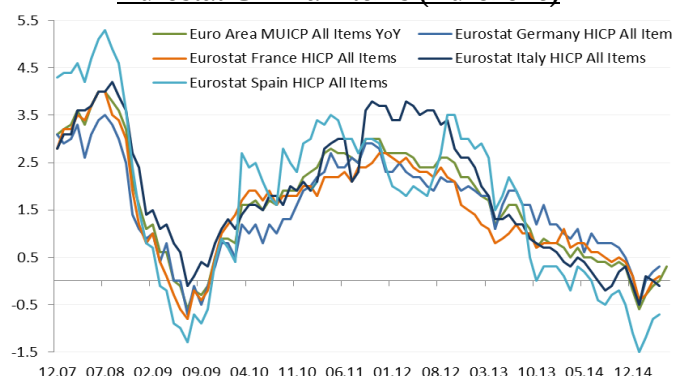
En effet, depuis le début de la crise financière, l'inflation de la zone euro avait chuté en territoire négatif en juillet 2009 avant de rebondir à +3% en 2011. Le déclin graduel de l'inflation avait ensuite fait naître des préoccupations déflationnistes en 2014, qui se sont exacerbées au 4^{ème} trimestre. Les craintes d'une spirale déflationniste poussaient d'ailleurs les investisseurs à accepter un rendement de plus en plus faible et parfois proche de zéro sur la dette « core » européenne.

L'introduction du QE devait également renforcer les effets de la chute de l'euro, première mesure adoptée pour stopper la baisse de l'inflation. Le rebond généralisé des indices de prix en Europe suite à la dévaluation de l'euro a donc enfin permis un retour en

territoire positif en mai de l'inflation. La hausse de l'inflation semble avoir touché tous les secteurs. Les hausses de prix dans les secteurs des services sont les premiers effets des meilleures perspectives conjoncturelles.

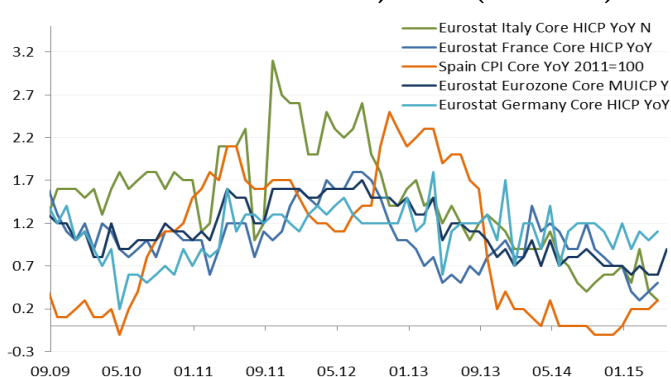
L'inflation de la zone euro est donc désormais en reprise de +0.3%, mais c'est avant tout l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) qui montre la plus forte dynamique haussière en bondissant de +0.9%.

Eurostat CPI - all items (Eurozone)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Convaincus jusqu'il y a peu de temps de la nécessité d'un QE pour lutter contre les pressions déflationnistes, les investisseurs doutent désormais peut-être du maintien de cette politique jusqu'en septembre 2016.

Dans un contexte de risque de hausse des taux directeurs aux Etats-Unis en septembre, la hausse de l'inflation et surtout la remontée des anticipations inflationnistes ne pouvaient avoir qu'un effet négatif sur les marchés de taux en Europe.

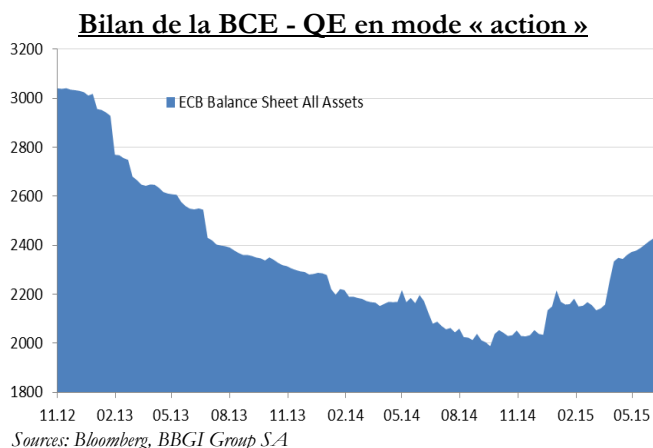
La BCE ne relâchera pas ses efforts et poursuivra son QE en 2016

Les injections de liquidités de la BCE correspondent déjà à environ un tiers du programme annoncé en janvier, qui

devait s'étendre initialement et progressivement jusqu'en septembre 2016.

Alors, la BCE a-t-elle décidé de frapper plus fort et plus vite pour accélérer l'impact sur l'inflation et sur la croissance de son action de soutien ?

A en croire l'évolution de son bilan, elle a effectivement choisi d'agir de manière plus intense entre mars et avril en le faisant progresser de 2'134 à 2'348 milliards d'euros avant de réduire le rythme de ses achats en mai pour atteindre 2'428 milliards.



Le président Mario Draghi a tout de même dû préciser dans sa dernière conférence de presse que les événements récents ne modifierait en rien sa volonté de mettre à disposition de l'économie européenne les liquidités nécessaires et que le QE se poursuivra donc sans interruption et comme prévu jusqu'en septembre 2016 et même au-delà si cela s'avérait indispensable.

Pourtant, au rythme actuel des injections de liquidités (300 milliards par trimestre), le bilan de la BCE pourrait déjà atteindre son précédent sommet avant la fin de l'année 2015.

Assèchement du marché obligataire en euro

Mario Draghi évoquait également des raisons techniques pour justifier la remontée brutale des taux longs. Il est en effet envisageable que le rythme d'action de la BCE se soit ralenti à l'approche du niveau de taux zéro sur la dette « core » européenne et que cette diminution des

achats ait eu un effet sur l'équilibre des forces en présence. L'équilibre du marché résidait selon nous essentiellement dans la conviction forte que la BCE serait acheteuse de dette européenne à n'importe quel prix, provoquant ainsi une surestimation par les détenteurs d'obligations du futur potentiel de gain en capital restant.

En d'autres termes, lorsque le rendement du Bund s'est approché de zéro, la BCE atteignait l'un de ses objectifs. Il ne lui était dès lors plus indispensable de se montrer aussi agressivement acheteuse de dettes.

Dans un marché désormais plus étroit, en partie asséché et toujours plus dominé par des professionnels à l'horizon temps réduit, l'équilibre fragile s'est rompu. En l'absence du « seul » acheteur de rendement proche de zéro, les prises de profits devenaient difficiles, voire impossibles, sans devoir sacrifier un peu de plus-value.

Concours de circonstances peut-être, mais la BCE n'a pas modifié sa politique et nous estimons que la hausse actuelle des rendements à long terme en Europe sera contenue par une prochaine relance de l'activité acheteuse de la banque centrale. Nous anticipons donc de nouvelles interventions significatives qui pourraient à nouveau peser sur le niveau des taux longs. Cela dit, si les tendances fondamentales évoquées précédemment se confirment, les investisseurs devraient sérieusement songer à profiter de la deuxième chance qui leur sera donnée par la BCE pour définitivement réduire le risque obligataire en portefeuille.

Conclusion

Les taux nominaux européens ont certainement atteint en avril leur point d'inflexion et nous n'envisageons plus de réduction significative des primes de risques aux niveaux actuels.

La BCE maintiendra les taux bas aussi longtemps que nécessaire et relancera son programme d'achat.

Il subsiste un risque de corrélation évident pour les obligations européennes en cas de hausse des taux aux Etats-Unis au 4^{ème} trimestre 2015.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch