



Fin du QE mondial et du support pour les marchés de taux

La normalisation de la politique monétaire américaine s'intensifie. Retour d'une certaine corrélation sur les marchés de taux. Matières premières et emploi soutiennent l'inflation.

Points clés

- L'année 2017 marquera la fin du « quantitative easing » mondial
- La normalisation de la politique monétaire s'affirme avec la 3ème hausse des taux de la Fed
- Prochaines étapes : la BCE, la BoJ et la PBOC réduiront leurs injections de liquidités
- Ne pas sous-estimer l'inflation en 2017, soutenue par les matières premières et l'emploi
- États-Unis : la chute du taux de chômage à 4,5% provoquera une hausse de l'inflation domestique
- Zone euro : la BCE ne retiendra pas la hausse des taux d'intérêt à long terme
- Royaume-Uni : rendement insuffisant
- Japon : toujours aucun intérêt
- Marchés émergents : le niveau des taux protège partiellement des risques de perte en capital

L'année 2017 marquera la fin du « quantitative easing » mondial

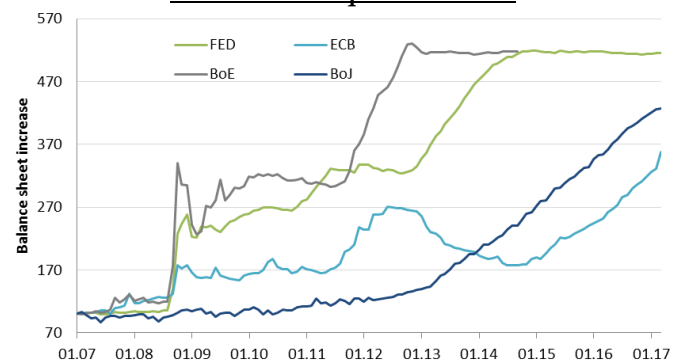
Depuis plusieurs années, les banques centrales ont injecté des trillions de liquidités dans le système financier pour combattre tout d'abord les risques systémiques provoqués par l'éclatement de la crise financière, puis ensuite pour en contenir les effets négatifs et finalement soutenir une reprise durable de l'activité économique. L'objectif de relance de l'inflation est apparu ultérieurement pour contrecarrer les forces déflationnistes négatives pour la croissance économique. La Fed avait été déterminante dans le développement de cette approche qualifiée initialement de politique non conventionnelle (« quantitative easing ») et dont les effets aujourd'hui, en tout cas pour l'économie américaine, peuvent être considérés comme largement positifs au regard de la croissance obtenue et de la situation du marché du travail.

En **Europe**, cette politique d'injections massives de liquidités est intervenue plus tardivement et a subi des contrecoups néfastes pouvant expliquer en partie le retard de croissance enregistré par l'économie, dont la reprise se fait pourtant sentir depuis plusieurs trimestres déjà.

Au **Japon**, la situation est un peu différente, car le bilan de la BoJ montre clairement que les injections de liquidités ont été réalisées très tardivement et que leurs effets sur la dynamique conjoncturelle nipponne sont pour l'instant relativement modestes.

En **Chine**, la croissance du bilan de la PBOC n'a pas été insignifiante et les injections de liquidités ont permis à l'économie chinoise de traverser la phase d'effondrement de la demande internationale grâce au développement des infrastructures et de la consommation.

Bilan des banques centrales



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

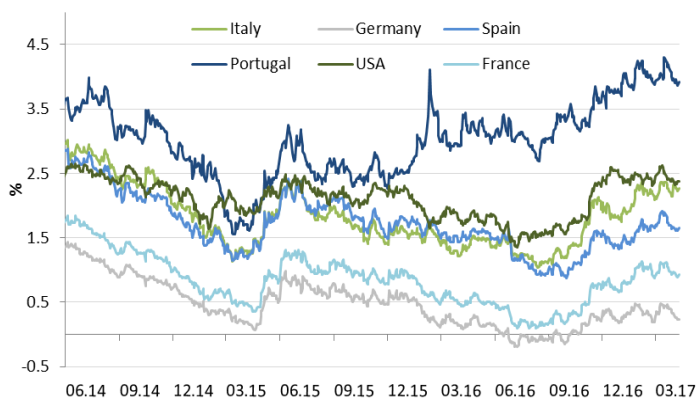
Depuis quelques trimestres, le cycle conjoncturel mondial se raffermi sous l'impulsion du moteur économique américain. La bonne performance de l'économie américaine avait justifié la fin du « quantitative easing » aux Etats-Unis dès 2015, même si la normalisation de la politique monétaire globale ne s'est que lentement enclenchée ensuite. La relance économique mondiale en cours est aussi sur le point de sonner le glas des politiques monétaires ultra accommodantes dans les principaux

autres pays développés. On devrait certainement assister à des séquences similaires de désengagement très progressif des banques centrales. Celles-ci suivront sans doute les mêmes étapes en stoppant d'abord leurs injections de liquidités (fin des programmes d'achats d'actifs) puis seulement ensuite, elles procéderont à des hausses limitées de leurs taux directeurs. Pour les marchés obligataires, la fin des QE fait donc disparaître une composante essentielle de la demande et du support permettant de maintenir des taux longs bas.

La normalisation de la politique monétaire américaine s'affirme avec la 3^{ème} hausse des taux directeurs de la Fed

En ce début de 2^{ème} trimestre, la Fed nous semble déterminée à effectuer prochainement un nouveau pas dans sa politique de normalisation des taux d'intérêt. Elle montre ainsi clairement en 2017 que son appréciation de la situation conjoncturelle américaine et internationale est désormais plus positive. En janvier 2015, la Réserve fédérale américaine stoppait l'expansion de son bilan et annonçait une normalisation de son action. Entre septembre 2008 et janvier 2015, le bilan de la Fed avait progressé de 900 milliards de dollars à 4,5 trillions de dollars. Près de 3,5 trillions de dollars avaient ainsi été injectés dans l'économie. Depuis l'annonce de la fin du « QE » et pendant les deux dernières années, la taille de son bilan n'a été que marginalement réduite (environ 50 milliards). Sur le front des taux d'intérêt, la normalisation a débuté en décembre 2015, mais il a fallu attendre un an pour constater une deuxième hausse des taux directeurs. Depuis 2008, la cible haute pour les Fed funds est restée de 0,25% avant de subir une première hausse à 0,5% en décembre 2015, puis une seconde à 0,75% en décembre 2016, avant d'être encore rehaussée à 1% lors de la dernière réunion du FOMC le 15 mars.

Taux à 10 ans - Gouvernement (en %)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

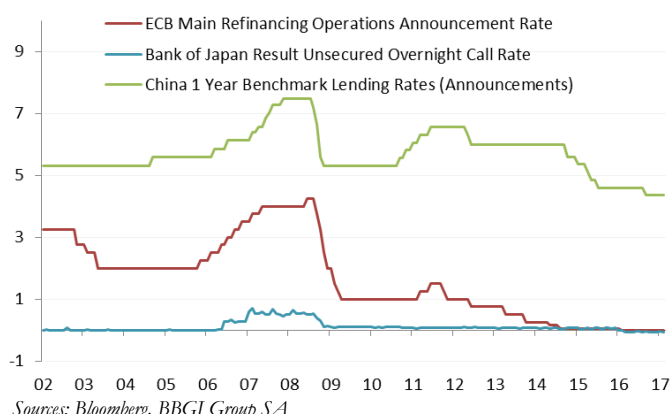
Si la Réserve fédérale américaine a consenti à cette nouvelle hausse des taux directeurs, c'est avant tout

parce qu'elle considère que la situation conjoncturelle américaine nécessite une nouvelle action. Mais c'est aussi parce que son appréciation des conditions économiques et politiques sur le plan international est également bien meilleure et comporte moins de risques de surprises négatives. En remontant en mars ses taux directeurs, la Fed envoyait indirectement un message d'optimisme sur la conjoncture internationale. En d'autres termes, elle considérait certainement qu'il est de plus en plus probable que la situation économique en Europe, au Japon et en Chine en particulier, montre aussi des signes plus nets de reprise pour justifier dans ces pays un prochain changement de politique monétaire.

Prochaines étapes... la BCE, la BoJ et la PBOC

En Europe, le président de la BCE semble de plus en plus convaincu de l'amélioration des conditions économiques en zone euro. La BCE a relevé ses prévisions de croissance du PIB pour 2017 à +1,8% et à +1,6% pour 2018. La reprise en Europe est toujours perçue comme timide, mais elle est en fait proche de celle attendue aux Etats-Unis. Sur le front de l'inflation, la Banque centrale relève aussi ses attentes de +1,3% à +1,7%, même si les pressions inflationnistes du segment hors alimentation et énergie restent mesurées. La politique monétaire devrait rester encore un temps accommodante, mais en indiquant qu'il n'y avait « plus d'urgence à prendre de nouvelles mesures » elle souligne un changement d'attitude montrant une plus grande confiance dans l'efficacité des mesures prises et de la capacité de l'économie européenne à s'affranchir du soutien de la BCE pour enregistrer de bonnes performances.

Taux directeurs BCE, BoJ et PBOC



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

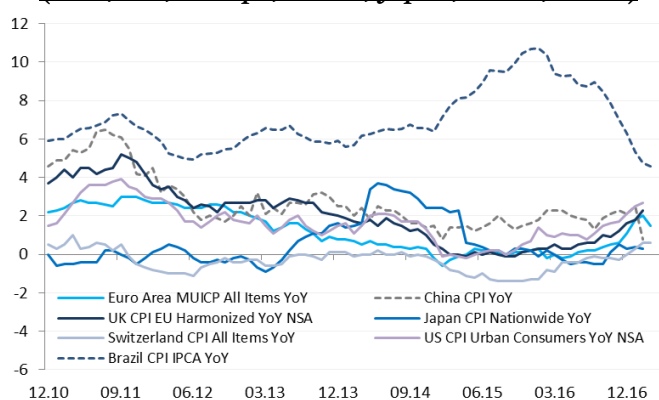
La BCE laissera ses taux directeurs inchangés à zéro pour le MRO et à -0,40% pour son taux de dépôt (DFR) certainement jusqu'au moment où elle annoncera la fin prochaine de son programme de rachat d'actifs de 80 milliards d'euros, qui devrait durer jusqu'à la fin 2017. La croissance du bilan de la BCE devrait donc diminuer au cours des prochains mois déjà. Nous attendons un phénomène similaire au Japon et en Chine en fin d'année,

lorsque les perspectives de croissance et les attentes inflationnistes s'affirmeront. Les injections totales de liquidités des quatre principales banques centrales sont donc selon nous proches de se tarir en seconde partie de l'année 2017, correspondant à la première étape de normalisation des politiques non conventionnelles (fin des QE). La seconde étape de normalisation des politiques monétaires expansives sera concrétisée par la hausse progressive du niveau des taux d'intérêt directeurs. Cette phase d'ajustement devrait toutefois prendre du temps dans le cas de l'Europe et du Japon notamment.

Ne pas sous-estimer l'inflation en 2017

Les indices globaux, comme ceux excluant l'alimentation et l'énergie, avancent désormais dans la même direction. Les marchés se sont habitués à des chiffres d'inflation très bas depuis quelques années, mais nous pensons que cela changera clairement en 2017. La remontée de l'inflation est en partie due à des effets de base qui vont s'amplifier et se stabiliser ensuite. Mais aux États-Unis en particulier, l'inflation attendue est déjà supérieure à l'objectif de la Banque centrale. L'inflation, hors alimentation et énergie, est déjà proche de l'objectif de 2% de la Fed. En 2017, il est tout à fait probable que les facteurs endogènes (salaires) et exogènes (matières premières) se combinent pour pousser les indices de prix au-dessus des objectifs généralement annoncés par les banques centrales. Les anticipations inflationnistes progressent assez largement dans les pays développés et diminuent un peu dans les marchés émergents.

Indices des prix à la consommation (USA, UK, Europe, Suisse, Japon, Chine, Brésil)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

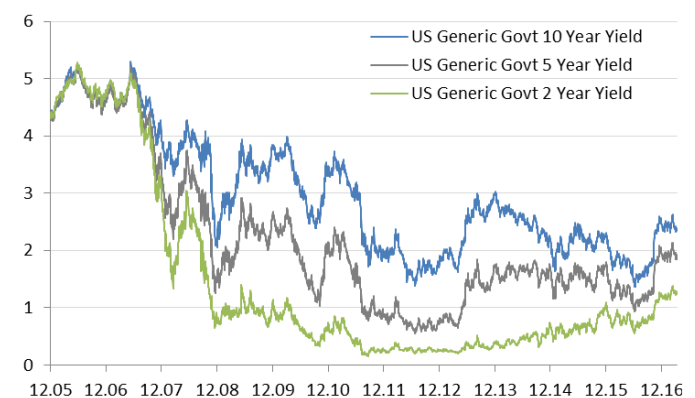
Ces développements auront des effets importants sur les marchés de taux. Un renversement de tendance net sur l'inflation, surtout s'il intervient dans un contexte d'amélioration graduelle des conditions économiques, aura un impact sur l'appréciation des opportunités et des risques des investisseurs. Des réajustements rapides d'anticipations pourraient provoquer des chocs de taux

significatifs sur les marchés obligataires au cours des prochains trimestres. Nous pensons que l'inflation pourrait être l'un des nouveaux facteurs clés déterminant l'évolution des marchés de taux au cours des prochains mois.

États-Unis : la chute du taux de chômage à 4.5% provoquera une hausse de l'inflation

Aux États-Unis, la politique monétaire est désormais en phase de normalisation active. Les signes de renforcement conjoncturels sont de plus en plus présents et le dernier taux de chômage publié à 4.5% pour le mois de mars témoigne de cette vigueur, malgré quelques statistiques moins favorables, mais perturbées par les conditions météorologiques difficiles de cette période. La hausse des cours du brut est souvent le premier facteur évoqué pour justifier le rebond des prix. Mais la vigueur du marché de l'emploi ne manquera pas de provoquer quelques tensions, qui se traduiront par des hausses de salaires. La Fed attend cela avec impatience pour démontrer l'efficacité de sa politique et sera certainement un peu laxiste dans son combat contre une éventuelle remontée des indices de prix. La progression (+2.8%) du salaire horaire moyen sur un an est la plus forte depuis 2009. Les pressions devraient donc se mettre en place plus nettement avec une intensification probable des hausses de salaire. Depuis l'élection de D. Trump, les taux longs américains ont poursuivi leur progression, pour atteindre +2.6% sur les obligations du Trésor à dix ans en mars. Nous estimons aujourd'hui que ce niveau – proche de notre objectif de 3% pour 2017 – est relativement cohérent avec la situation économique actuelle. La hausse des taux longs pourrait se poursuivre, si les attentes de croissance de +3% à +4% se vérifient. Mais pour l'heure, la remontée prévue de l'inflation et de l'inflation anticipée ne justifient pas un tel mouvement.

Taux du gouvernement US 2, 5 et 10 ans (%)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

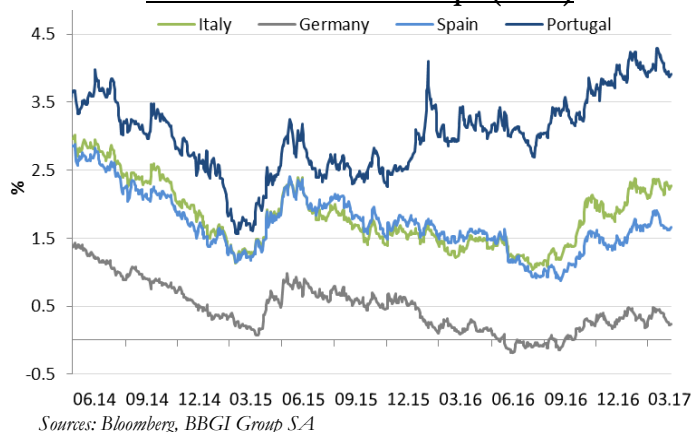
Aux niveaux actuels, les rendements obligataires en dollars peuvent séduire les investisseurs américains et internationaux en quête de rendement alternatif, l'écart de taux étant souvent favorable. Ceci pourrait également

freiner la hausse des rendements, malgré un environnement globalement défavorable aux obligations.

Zone euro : la BCE ne retiendra pas la hausse

Après une première hausse des rendements à dix ans jusqu'en janvier 2017, on assiste désormais à la stabilisation temporaire attendue des taux d'intérêt, légèrement au-dessus de zéro. La consolidation actuelle devrait être de relativement courte durée avant que la tendance haussière ne puisse s'affirmer. L'action de la BCE et l'absence d'accélération de la croissance sont encore suffisantes pour empêcher une hausse des taux longs. Mais lorsque celle-ci se matérialisera, on devrait assister à une amplification du phénomène de rotation des obligations de la zone euro vers les actions dans les portefeuilles. On commence déjà à le constater au regard de l'augmentation des volumes investis dans les ETF européens en actions.

Taux à 10 ans - Gvt Europe (en %)



Les taux sont proches de zéro ou négatifs dans l'absolu. Ils sont donc encore plus vulnérables à des prises de profits et à toute forme de réallocation des risques. Rappelons que les rendements du Bund allemand avaient bondi de 0.15% à 1% entre mai et juin 2015, lorsque l'inflation repassait au-dessus de zéro. Nous recommandons donc de porter une attention particulière aux risques de remontée des taux longs qui s'accroissent avec l'amélioration des perspectives économiques et la tendance haussière de l'inflation.

Royaume-Uni : rendement insuffisant

L'inflation a fait un retour marqué au Royaume-Uni en raison essentiellement de la chute de la livre, qui a provoqué une hausse de l'inflation importée. Les indices de prix avancent parfois de manière impressionnante, même si la hausse des prix globaux (CPI) n'est encore que de +1.8% sur un an et de +1.6% sur l'indice hors alimentation et énergie. Dans ce contexte, les taux à dix ans ont rebondi fortement de leurs plus bas enregistrés à la mi-août (0.5%) pour retrouver leur niveau d'avant le référendum (1%).

Japon : toujours aucun intérêt

Le changement de situation sur le plan de l'inflation est encore un phénomène trop récent et de trop faible amplitude pour avoir un impact sérieux sur les taux d'intérêt. Si la tendance haussière des taux longs du gouvernement est indéniable depuis juillet 2016, l'amplitude du mouvement reste tout à fait contenue.

Marchés émergents : le niveau des taux protège partiellement des risques de perte en capital

La dette émergente n'a finalement pas subi de retraits massifs de capitaux comme on aurait pu le craindre. Les flux de capitaux sont au contraire redevenus positifs depuis plusieurs mois sur les obligations souveraines émergentes notamment. Les risques, évoqués après l'élection de D. Trump, de voir les pays émergents touchés par les mesures protectionnistes envisagées par la nouvelle administration américaine, ont finalement été écartés par les perspectives plus favorables induites par le renforcement du cycle conjoncturel mondial. Les obligations émergentes peuvent toujours constituer une source de diversification intéressante dans le contexte actuel, mais elles sont aussi devenues un peu plus risquées. Elles ne seront pas immunisées en cas de changement de perception sur les marchés développés.

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 Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch