

Yellen suggère une hausse des taux plus tôt que prévu en 2015

La normalisation des taux serait plus proche qu'escompté. Les marchés obligataires réagissent négativement à ce changement mais les attentes inflationnistes restent inchangées.

Points clés:

- Fin du programme d'assouplissement quantitatif en octobre 2014
- Hausse probable des Fed Funds en mars 2015
- Hausse des taux plus précoce qu'escompté
- Objectifs du FOMC pour les Fed Funds : 1% fin 2015 et 2.25% fin 2016
- Janet Yellen reste confiante sur les perspectives de croissance et la progression de l'emploi
- Réactions négatives des marchés de taux : Fed Funds et taux longs en hausse
- Pas de véritable impact sur les attentes inflationnistes, stables à 2.15%
- Les TIPS ne sont toujours pas recherchés
- Reprise des investissements dans le segment des FRN
- Avec ou sans inflation, l'environnement n'est pas favorable aux marchés de taux

La Réserve fédérale suggère une hausse de ses Fed Funds en mars et surprend les marchés

La présidente de la Réserve fédérale a surpris les marchés en précisant, lors de la dernière conférence de presse du FOMC, qu'elle évaluait à six mois la notion de « période considérable » pendant laquelle les taux resteraient inchangés après la fin du « tapering ».

Ainsi, il était particulièrement aisé de calculer la date probable du changement de politique monétaire de l'institut en tenant compte d'une poursuite au rythme actuel des diminutions d'injections de liquidités.

Elle annonçait sans surprise sur ce point que ces réductions d'injections se poursuivraient sans doute jusqu'en septembre au rythme de 10 milliards de dollars de moins par mois.

En octobre 2014, la Réserve fédérale aura donc vraisemblablement mis un terme à son programme d'assouplissement quantitatif et n'injectera plus de liquidités dans le système financier.

La 1^{ère} hausse des Fed Funds est donc logiquement prévue pour mars 2015, anticipant ainsi de quelques mois - ou trimestres - la date estimée par le consensus.

La présidente de la Fed n'a pourtant pas modifié le scénario économique central, qui prévoit toujours une croissance d'environ +3% de l'économie américaine en 2014. Une légère correction à la baisse des anticipations de croissance est toutefois contrebalancée par une amélioration des perceptions en matière d'emploi et des anticipations inflationnistes stables.

En justifiant essentiellement la faiblesse des statistiques conjoncturelles récentes par une météo particulièrement négative, Janet Yellen ne laisse que peu de marge de manœuvre à un futur changement de rythme du programme de réduction d'injections de liquidités. En effet, si le FOMC n'a pas jugé utile d'infléchir sa position dans le contexte actuel, il n'y a que peu de probabilités selon nous qu'il modifie le programme de « tapering ».

Nous attendions que la Fed modifie aussi sa « Forward guidance » et abandonne l'objectif de taux de chômage de 6.5% comme élément potentiellement déclencheur d'un renversement de politique monétaire ; c'est désormais chose faite. Elle indique qu'elle adoptera à l'avenir une approche plus globale et plus qualitative pour conduire sa politique. Elle tiendra sans doute compte de plusieurs paramètres liés à l'évolution du marché de l'emploi, des pressions inflationnistes et des besoins du système financier pour guider son action. Mais c'est surtout en expliquant qu'elle attendrait une « période considérable » après la fin du « tapering » pour normaliser ces taux que la présidente de la Fed a créé le doute.

En répondant à une demande de précision quant à l'estimation de cette « période considérable », celle-ci a évoqué une période de six mois, impliquant de facto une hausse des taux pour la fin du 1^{er} trimestre 2015.

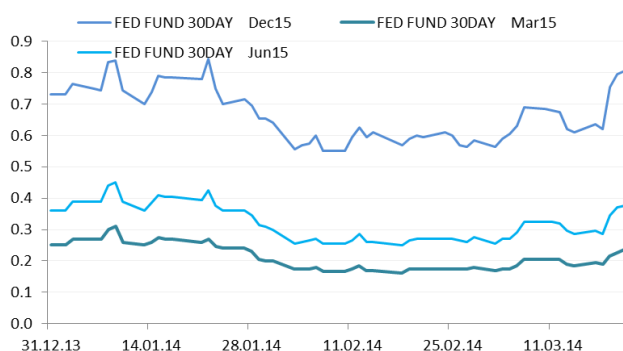
Les membres du FOMC ont aussi revu leurs prévisions individuelles de progression des Fed Funds, qui se sont traduites par une hausse des anticipations pour les deux prochaines années. Si en 2014 on observait un consensus presque total pour maintenir les taux directeurs de la Fed inchangés, les anticipations pour 2015 et 2016 font désormais état d'une dispersion beaucoup plus grande des prévisions et d'une progression d'environ +0.25% pour 2015 et de +0.5% pour 2016.

L'anticipation médiane des membres du FOMC est désormais de 1% à la fin 2015 et de 2.25% pour décembre 2016.

Le changement est suffisamment important pour considérer que la dynamique de politique monétaire sera sensiblement moins accommodante que prévu ces deux prochaines années.

Les taux de Fed Funds (forward futures) pour mars, juin et décembre 2015 ont rapidement réagi à ces nouvelles informations. Les Fed Funds futures de décembre ont bondi de 0.6% à 0.82%, tandis que ceux échéant en juin ont progressé de 0.4% à 0.5%.

Fed Funds Futures (mars, juin, décembre)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

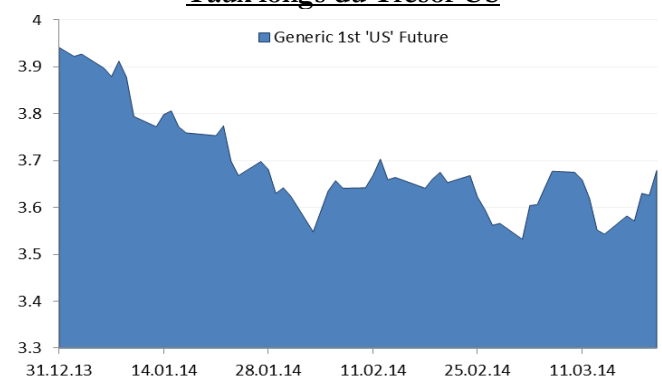
Ces changements pourraient bien provoquer des modifications significatives des anticipations des marchés pouvant affecter autant les marchés de taux que les marchés actions.

Réactions négatives dans les marchés de taux

Entre janvier et février, le flux de statistiques économiques plus faibles en raison de conditions météo difficiles avait perturbé les investisseurs.

Les Fed Funds et les taux longs du Trésor américain avaient tous subi quelques ajustements à la baisse en anticipation d'une hausse des risques de tassement conjoncturel. **La présidente de la Fed a pourtant confirmé sa confiance dans la reprise économique et la bonne santé de la conjoncture, sans doute perturbée à court terme seulement par la météo. En maintenant ses prévisions de croissance à +3%, elle renforce désormais la thèse d'une accélération de la croissance au cours des prochains mois.** Les taux longs du Trésor américain ont naturellement réagi négativement à cette nouvelle et ont repris une tendance haussière. En réaction, les taux longs se sont effectivement tendus de 3.55% à 3.68%.

Taux longs du Trésor US



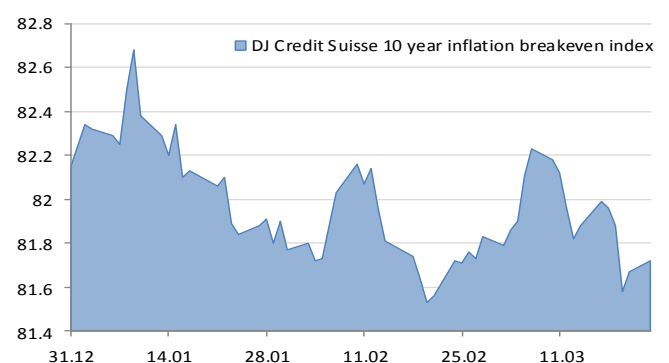
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les prises de positions de la Fed et des membres du FOMC ont par contre provoqué que peu d'ajustements d'anticipations inflationnistes.

Anticipations inflationnistes peu affectées

Les TIPS, ETF liés à des obligations gouvernementales du Trésor et les indices laissent percevoir une modification encore très peu sensible des anticipations inflationnistes. Le « Dow Jones – CS 10 year inflation breakeven index » montre plutôt une légère diminution des anticipations depuis l'intervention de Janet Yellen.

Dow Jones – CS 10 year inflation breakeven index



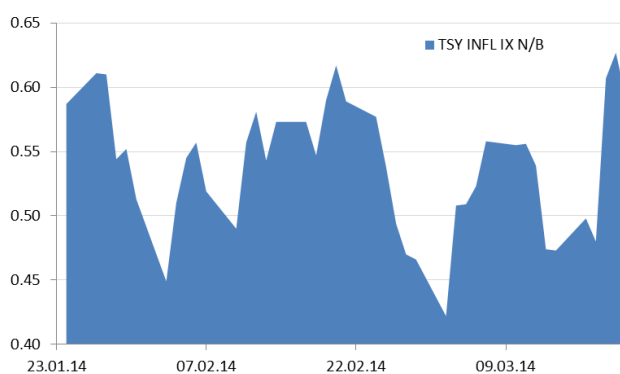
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cet indice a en effet très légèrement glissé de 82 à 81.6 suite aux commentaires de la Fed, indiquant une légère diminution des anticipations inflationnistes. Ce mouvement se confirme à l'analyse directe de l'écart de rendement entre TIPS (une forme spécifique des obligations liées à l'inflation) et les taux à 10 ans.

Les **obligations liées à l'inflation** constituent en effet une forme spécifique d'obligations, dont le principal est indexé à l'inflation, ce qui élimine les risques de moins-value en cas d'inflation. Le coupon versé périodiquement est exprimé en termes réels et est donc stable pendant la durée de vie de l'obligation. Cela dit, la valeur des versements de coupon évolue dans le temps selon l'évolution de la valeur ajustée pour l'inflation du « principal ». Le prix du remboursement de l'obligation à la maturité est ajusté à l'inflation sur la période. Le premier Etat important à émettre des obligations liées à l'inflation et payant un rendement réel fixe, fut le Royaume-Uni dans les années 80. Le gouvernement américain a, quant à lui, créé en 1997 ses premières obligations liées à l'inflation appelées TIPS.

Les **TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities)** sont une forme de titres obligataires liés à l'inflation émis par le Trésor américain. Dans le cas des TIPS, la valeur du principal est ajustée pour tenir compte de l'évolution de l'indice des prix à la consommation (CPI-U « Not seasonally adjusted US City Average All Items Consumer Price Index for all Urban Consumers ») et le paiement de l'intérêt est ajusté à la valeur du titre. Les paiements augmentent lorsque l'inflation progresse et diminuent dans le cas contraire. L'investisseur retrouve la valeur du principal, investissement original, additionné de l'ajustement. Le rendement d'un TIPS correspond au rendement réel exigé par les investisseurs.

TIPS 10 ans rendement



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

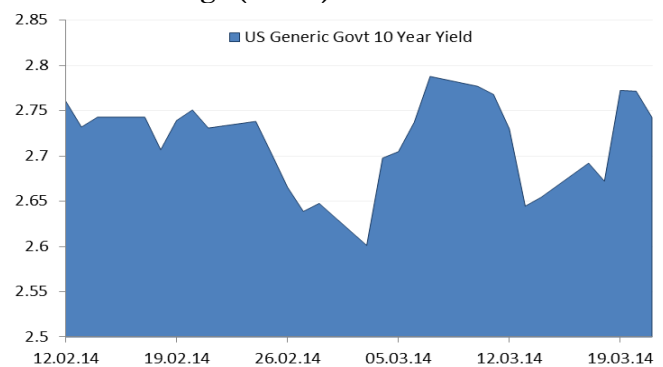
L'écart de rendement entre une obligation du Trésor et le TIPS du même gouvernement et de la même durée correspond par conséquent à l'inflation attendue. Entre le 18 et le 21 mars, on observe une hausse de 0.48% à 0.59% (taux réels des TIPS) tandis que les taux des obligations du Trésor à dix ans avançaient de 2.67% à

2.74%. Avec la hausse des taux longs et des taux réels, les attentes inflationnistes sont donc en légère baisse.

La différence de rendement est par conséquent restée relativement stable (baisse de 2.19% à 2.15%), soit un peu plus que le niveau attendu d'inflation par la Fed (2%) et sensiblement plus que l'inflation récente mesurée sur 12 mois (1.2%).

Ce mouvement de relativement faible amplitude semble indiquer un impact limité sur les anticipations inflationnistes.

Taux longs (10 ans) du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Malgré le contexte économique favorable attendu par la présidente de la Fed, les TIPS n'ont pas la cote. Mardi dernier, le Trésor a émis 13 milliards de TIPS à 10 ans sans susciter un intérêt massif des investisseurs. L'absence d'inquiétude de la part de Janet Yellen en ce qui concerne l'inflation a très certainement influencé à la baisse la demande pour ces enchères.

Le trésor américain s'adapte à la demande et propose de nouveaux instruments à court terme

Avec la fin programmée du « tapering » et un changement de politique monétaire annoncé pour mars 2015, les risques de remontée des taux longs du Trésor américain se font de plus en plus criants.

Le refinancement de la dette américaine sera de plus en plus difficile dans un contexte de hausse progressive des taux et de moins-values en capital associées.

Le gouvernement américain commence donc à émettre de nouveaux titres plus adaptés à la situation actuelle. Si l'émission récente de TIPS n'a pas beaucoup séduit, le placement de **FRN (Floating Rate Note)** a au contraire remporté un plus grand succès. Ce type d'obligations répond en effet plus efficacement aux besoins d'investisseurs soucieux de se protéger contre les moins-values en capital qui seraient engendrées par les hausses de taux d'intérêt à court/moyen termes à venir.

Les **FRN** sont des obligations particulières dans le sens où les coupons sont recalculés périodiquement en fonction d'un taux de référence et d'une marge. Plusieurs types de taux de référence peuvent être choisis. En général il s'agit de taux à court terme. En période de hausse de taux d'intérêt, l'investisseur conserve son obligation et profite du réajustement à la hausse du coupon versé selon la formule décrite à l'émission. Les réajustements de coupons peuvent être annuels, trimestriels, mensuels ou même quotidiens.

La « durée » des FRN est par nature très basse et convient donc particulièrement bien aux investisseurs ayant des anticipations de hausse de taux.

Le gouvernement américain a commencé à émettre des FRN à deux ans en janvier 2014, basés sur les taux des Treasury bills à 3 mois. Ceux-ci constituent une alternative intéressante aux placements à court terme, dans la mesure où les FRN permettent de bénéficier de la hausse des taux courts pendant la période de détention de l'obligation (deux ans).

Le département du Trésor a émis une première tranche de 15 milliards de dollars arrivant à maturité en janvier 2016. Il s'agissait de la première nouvelle forme de titres émis par le Trésor américain après l'introduction des TIPS en 1997. Le département du Trésor espère pouvoir émettre 130 milliards de FRN en 2014. Les montants accumulés ces dernières années dans des instruments monétaires et « money market funds » sont très importants et devraient constituer la source principale de financement pour les émissions de FRN.

En Europe, le seul Etat ayant déjà eu recours à ce type de placement est l'Italie, qui a régulièrement émis des CCT (Certificat du Trésor à taux flottant) indexés au BOT 6 mois ou à l'Euribor 6 mois. La durée de ces certificats varie mais correspond souvent à la maturité moyenne de la dette italienne (7ans).

Dans la zone euro, la politique monétaire de la banque centrale ne devrait pas devenir restrictive prochainement.

La croissance restera très faible en 2014 et l'inflation n'a encore que peu de risques de se développer. La politique monétaire de la BCE devrait même devenir plus accommodante et au contraire des Etats-Unis ou du Royaume-Uni, les taux directeurs ne devraient pas monter en 2015. Il n'y a donc pas de raison de voir immédiatement se développer un marché européen des FRN.

C'est peut-être au Royaume-Uni que ceux-ci ont le plus de chance d'apparaître.

En règle générale, le prix d'un FRN ne varie pas beaucoup du prix d'émission, puisque le coupon est réajusté fréquemment, mais l'évolution de la qualité du débiteur ou du risque de crédit peut provoquer et expliquer des déviations de prix.

Conclusion

La nouvelle présidente de la Fed provoque un ajustement des anticipations de remontée des taux directeurs et une baisse des marchés obligataires.

Les perspectives de croissance solides soutiennent une diminution à rythme régulier du programme d'assouplissement quantitatif.

La révision positive de l'évolution probable du marché de l'emploi aux Etats-Unis pour l'année 2014 renforce la politique de hausse des Fed Funds pour mars 2015 mais n'affecte pas encore les attentes inflationnistes.

Les TIPS indiquent des attentes inflationnistes stables à 2.15%, soit déjà un peu plus que l'objectif de la Fed.

Les investisseurs semblent plus enclins à souscrire à des FRN qu'à des TIPS pour l'instant.

Aujourd'hui, l'environnement paraît donc globalement défavorable aux marchés de taux.

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