

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Les taux européens au plus bas depuis 1517 !

7 septembre 2012



Focus : L'action de la BCE abaissera-t-elle encore plus bas les taux d'intérêt ?

Points clés:

- La BCE annonce une nouvelle mesure phare (OMT)
- Les marchés semblent convaincus par cette nouvelle mesure concrète
- Les spreads de taux entre débiteurs de 1^{ère} qualité et les obligations d'états périphériques se resserrent
- La BCE relance le processus de réduction globale des taux d'intérêt en Europe
- Une situation historique inconnue et totalement exceptionnelle, les taux aux plus bas depuis 6 siècles

Une situation totalement unique qui aurait dans le passé été génératrice d'inflation, pourquoi ne serait-ce pas le cas cette fois ?

La BCE a finalement annoncé une mesure qui ne decevra pas les investisseurs et restaurera un peu plus la confiance

La BCE a annoncé jeudi 6 septembre qu'elle procéderait à des achats de dettes gouvernementales d'états membres de l'union européenne d'une maturité inférieure à 3 ans. Le président de la BCE a confirmé qu'un nouveau mécanisme d'achat de titres publics serait créé à cette fin, dénommé OMT (Outright Monetary Transactions). Ce mécanisme prendra la suite du SMP (Securities Market Programme) qui est dès lors clos. Depuis quelques jours, les marchés financiers anticipaient de plus en plus la création d'un tel système sans trop oser l'espérer tant ce mécanisme semblait impossible à mettre sur pied au début de l'été seulement.

La mise en œuvre de ce système de rachat de dettes gouvernementale comporte toutefois une clause conditionnelle importante : les pays qui souhaiteront en bénéficier devront au préalable avoir négocié un programme de soutien de l'EFSF-ESM avec les contraintes que cela implique. Ce mécanisme peut

donc déjà s'appliquer aux pays ayant signé des protocoles d'accords.

Il vise toutefois à pouvoir apporter une aide efficace aux autres pays qui pourraient se trouver en difficulté et demander une aide préventive comme l'Espagne par exemple. Comme le mécanisme est conditionnel à un accord et au respect des conditions d'assistance fixées, les pays qui voudront y avoir recours devront réellement mettre en œuvre les politiques décidées sous peine de ne plus pouvoir bénéficier du soutien de ce programme pour maîtriser le coût de financement de leur dette publique. **La BCE pourra donc suspendre son programme d'aide si elle considère que le protocole convenu n'est pas respecté.**

Pour l'heure, aucune limite ou objectif maximal n'a été fixé comme plafond d'action de la BCE pour le programme d'OMT. Cela signifie qu'il pourra durer aussi longtemps que la BCE le juge nécessaire sans limite de montant.

Conformément à son mandat, la BCE ne pourra intervenir que sur le marché secondaire sur des titres de maturités n'excèdent pas 3 ans. Le président de la BCE justifiait cette horizon temps en rappelant qu'il s'inscrit dans la continuité de son action précédente puisque les LTRO avaient également un horizon temps de 3 ans.

Le président de la BCE relevait aussi que ces achats de titres seront « stérilisés » pour éviter toute spéculation des marchés sur un éventuel effet inflationniste de ce nouveau plan d'action.

La BCE a donc agit de manière convaincante jeudi en présentant un programme concret effectif et réalisable sans attendre. En se plaçant au même niveau que les autres créanciers par des interventions dans le marché secondaire, la BCE renforce la confiance des investisseurs.

La marge de manœuvre de la BCE s'en trouve renforcée et devrait permettre aux marchés financiers de ne plus douter de sa capacité d'action.

Ce nouveau programme OMT devrait progressivement régler les dysfonctionnements observés dans les marchés des capitaux et apporter une aide substantielle à terme aux états en difficulté. Elle assure notamment qu'aucun pays ne manquera de liquidités.

Par cette nouvelle action, la BCE diminue également les spéculations contre l'euro ce qui permettra sans doute d'ailleurs à la BNS de réduire ses interventions sur les marchés des changes dans les prochains mois.

Une dynamique politique positive est donc en train de se mettre en place. M. Draghi s'est voulu très confiant et rassurant, démontrant sa capacité à imaginer les solutions indispensables pour permettre une résolution de la crise de financement de l'Europe. Cette étape est sans doute à considérer comme l'une des plus importantes dans la lutte contre la fragmentation des marchés de capitaux en Europe.

Les reproches de manque de clarté et de vision à long terme souvent adressés aux autorités monétaires et politiques trouvent une première réponse nette dans l'introduction de cette mesure.

Le calendrier des événements politiques reste pourtant chargé pour les prochaines semaines. Les investisseurs devront rester attentifs aux annonces et décisions de la banque centrale américaine et de la cour constitutionnelle allemande notamment.

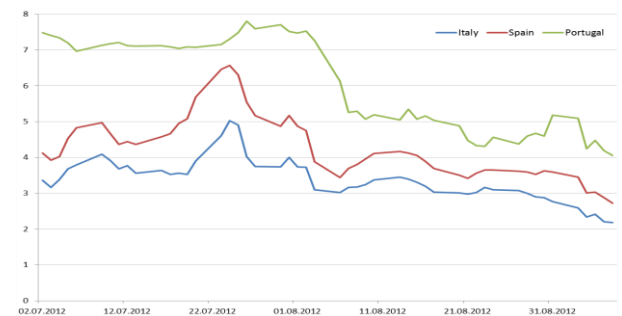
Quoi qu'il en soit, l'annonce de M. Draghi va dans la bonne direction et n'a pas déçu les marchés financiers qui devraient rester dans un mode optimiste.

Les taux d'intérêt peuvent donc baisser dès à présent et les spreads se réduire

Les spreads entre les rendements du Schatz allemand et ceux des dettes à court terme des obligations d'états périphériques devraient se réduire sensiblement. Cette tendance était déjà en place depuis quelques semaines et devrait simplement se renforcer. Le spread des obligations d'état espagnoles à deux ans avaient atteint un taux de 6% en juillet, ce dernier est désormais inférieur à 3%. Le spread de la dette italienne à deux ans avait touché un plus haut à 7% au dernier trimestre 2011, celui-ci est désormais proche de 2%.

Le corollaire de cela est que, comme nous l'avions suggéré dans nos précédentes analyses hebdomadaires, le resserrement des spreads de crédits devrait se faire au détriment des obligations de 1^{ère} qualité. Les taux des obligations gouvernementales de la Confédération et le Bund allemand devraient donc faire les frais de cette tendance à la baisse des taux italiens, espagnols et portugais.

Taux à 2 ans des gouvernements italiens, espagnols et portugais



Source: Bloomberg, BBGI

Taux à 2 ans des gouvernements suisses, français et allemands



Source: Bloomberg, BBGI

La politique monétaire européenne se relâche encore plus, les taux chutent à des niveaux records

Avec cette décision de la BCE, la politique monétaire devient encore plus accommodante en Europe. En apportant une réponse devant permettre de réduire et d'éliminer les dysfonctionnements sur les marchés des capitaux européens, la BCE va sans doute permettre un resserrement des spreads sur l'ensemble de la courbe des taux entre les taux de financement de l'état allemand et ceux des autres pays de l'union.

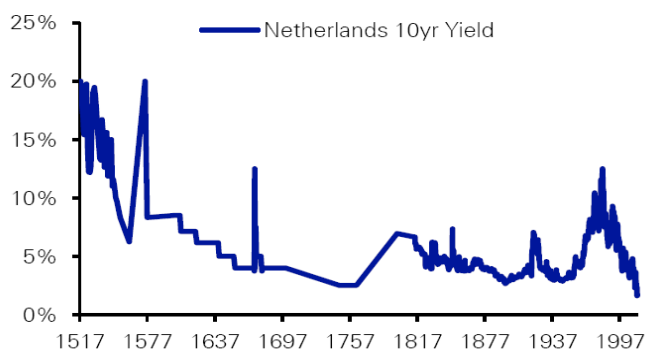
Globalement, le coût de financement moyen ou taux de financement de la dette globale des états en Europe devrait se réduire sensiblement.

Une diminution du coût de financement devrait aussi améliorer la perception des investisseurs de la

capacité des états européens à faire face à leurs engagements, mais aussi diminuer les besoins d'austérité dogmatique et favoriser leur capacité à mettre en application des plans de relance de la croissance. Cette stratégie rejoint celle adoptée par la FED américaine et renforce l'idée que nous vivons aujourd'hui une situation tout à fait exceptionnelle dont peu d'entre nous ne mesurent réellement l'ampleur historique.

En effet, si chacun d'entre nous réalise que les taux sont au plus bas depuis un cycle économique ou une décennie, il est cependant difficile d'imaginer qu'ils se situent en réalité à des niveaux historiquement exceptionnellement bas. En prenant les taux du gouvernement hollandais à long terme depuis qu'une statistique existe au début du 16^{ème} siècle, on observe que les taux actuels n'ont jamais été aussi bas.

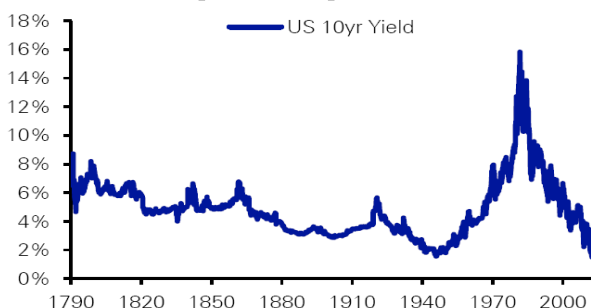
Taux gouvernement hollandais 10ans au plus bas depuis 1517



Source: Deutsche Bank, GFD

C'est aussi le cas des taux américains dont les statistiques remontent à 1790.

Taux 10 ans du gouvernement US Au plus bas depuis 1790



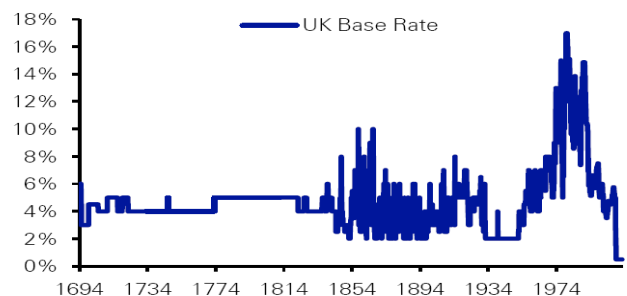
Source : Bloomberg, BBGI

Politique monétaires des banques centrales plus accomodantes que jamais

Les taux directeurs des banques centrales également n'ont jamais été aussi bas depuis que ces dernières existent et tiennent des statistiques. Le Royaume-Uni a créé sa banque centrale en 1694, il y a 318 ans. Les

taux directeurs de la Banque d'Angleterre ont souvent atteint des niveaux bas à 2%, mais aujourd'hui, à 0,5%, les taux directeurs sont 150 points de base plus bas que le niveau plancher observé au 19^{ème} siècle. Cette constatation démontre s'il en était encore besoin le caractère exceptionnel et la gravité de la situation actuelle.

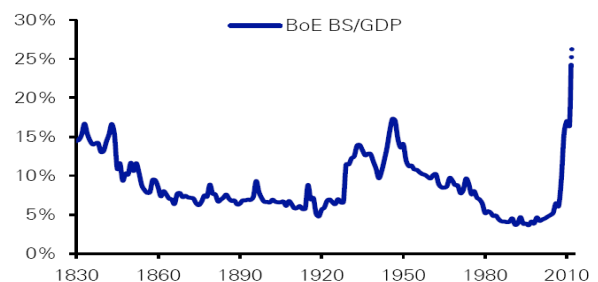
Taux directeur de la BoE Au plus bas depuis 1694



Source: Haldane, A G (2009), Deutsche Bank calculations (from 2007), GFD

Mais plus frappant encore est la statistique du bilan de la BoE par rapport au PIB. Les statistiques calculées par cette dernière montrent que depuis 1830, malgré toutes les crises économiques, les guerres, les révolutions technologiques et évolutions de la société, le ratio actuel est très largement supérieur à ceux observés historiquement.

Bilan de la BoE / PIB du Royaume-Uni



Source : Bloomberg, BBGI

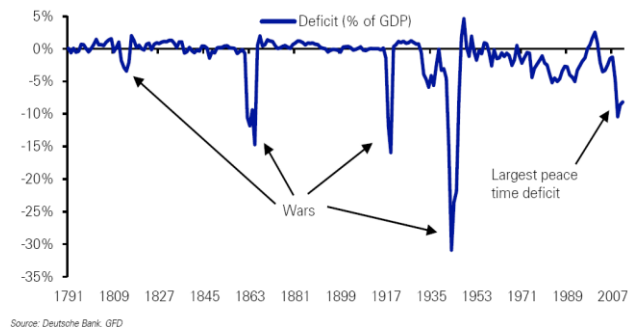
La aussi, l'observation historique démontre le caractère tout à fait exceptionnel de la situation présente. Une analyse de la situation dans d'autres pays conduirait aux mêmes constatations.

Déficits budgétaires historiques en temps de paix

Avec des politiques monétaires aussi accomodantes et des taux d'intérêts aussi bas, il est incroyable de constater que les déficits budgétaires actuels sont exceptionnellement élevés. Depuis 1791, le gouvernement américain a traditionnellement enregistré un solde budgétaire par rapport à son PIB proche de zéro en temps de paix. En d'autres termes,

à l'exception de quelques périodes de guerre ou de crises économiques sévères pendant lesquelles le déficit budgétaire explosait naturellement temporairement, le budget de l'état retrouvait un équilibre rapidement.

Déficit US en % du PIB depuis 1791



Et si la crise financière avait débuté avec la fin de la convertibilité du dollar en or ?

La fin de la convertibilité du dollar en or a sans doute effectivement marqué le début de la création illimitée de monnaie et de dette. L'inflation aurait alors du faire un retour marqué, mais alors que les gouvernements relançaient leurs croissances économiques par l'endettement et la baisse de taux, la globalisation et en particulier l'entrée de la Chine dans l'économie mondiale, permettait de contrôler les coûts de production et l'inflation. Grâce à la globalisation, les pressions inflationnistes restaient contenues et les états ont ainsi pu stimuler systématiquement leurs économies par des baisses de taux et par une hausse massive de l'endettement. Dans un autre contexte, ces politiques auraient du être inflationnistes, mais dans ce cas, chaque ralentissement conjoncturel a pu être traité par des politiques monétaires accomodantes et des baisses de taux dopant l'endettement global sans effet sur les prix.

L'endettement des entreprises, des ménages et finalement des états a ainsi atteint le point actuel devenu insoutenable. Un tel développement n'aurait pas pu avoir lieu sous le système de changes précédent.

Les excès de ces 40 dernières années ont été plus ou moins pilotés et gérés parce qu'il existait encore une certaine marge de manœuvre. Mais aujourd'hui, les politiques monétaires arrivent en bout de course, les états ne peuvent plus augmenter leur endettement et les taux ne peuvent pas non plus être d'un recours suffisant.

Cinq ans après le début de la crise financière et l'éclatement de la bulle de l'endettement, il n'y a encore que très peu de pays qui peuvent montrer un réel désendettement. A l'exception des USA en avance sur les autres pays, le processus n'en est qu'à ces débuts.

Alors, que restera-t-il comme moyen aux banques centrales et aux gouvernements lorsqu'ils auront réussi (espérons-le) à réenclencher un cycle de croissance durable pour équilibrer leurs comptes et réduire leur endettement relatif ? Un peu d'inflation peut-être ? C'est aussi ce que semble anticiper la relance du cycle haussier de l'or depuis quelques semaines.

Conclusion

La BCE a fait ce qu'elle devait faire pour traiter la question du dysfonctionnement du marché des capitaux en Europe et les taux devraient encore globalement pouvoir s'abaisser dans la zone euro.

Mais le problème de l'endettement global n'est pas résolu. Les effets sur la croissance de cette nouvelle stratégie ne pourront se faire sentir que très indirectement.

La BCE a fait un pas dans la bonne direction que les marchés salueront mais qui laisse encore ouvertes de nombreuses questions.

Mais il ne s'agit pas de boudier notre plaisir, profitons de cette amélioration du climat des investissements avant le retour des prochaines incertitudes.

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