



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
28 mai 2018

Où vont les taux longs américains et européens ?

Avant toute chose, rappelons les faits. Les taux longs américains remontent très graduellement depuis juillet 2016 (et un point bas historique de 1,36%) pour se situer aujourd'hui à près de 3%. Les taux longs allemands et européens (moyenne pondérée de la Zone Euro) remontent depuis cette même période de façon beaucoup plus graduelle pour se situer aujourd'hui à respectivement 0,40% (vs un point bas historique de -0,18%) et 1,10% (vs un point bas historique de 0,35%).

L'essentiel de l'écart des taux longs américains et allemands s'explique par le différentiel d'anticipation de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique. L'écart entre les taux longs américains et les taux moyens (pondérés) de la Zone Euro s'explique quant à lui, outre par le spread USA/Allemagne, par l'évolution des écarts de taux des pays périphériques vis-à-vis de l'Allemagne.

Le spread T-note/ Bund 10 ans se situe aujourd'hui à 250 pb, le niveau le plus élevé depuis 30 ans. Mais rappelons qu'il se situait encore à plus de 500 pb au milieu des années 80 (voir graph ci-dessous).



Dans la période récente, l'écart a progressé (depuis un niveau nul) de façon quasi-continue à partir de 2012, grâce à la politique (enfin) adaptée de la BCE de M. Draghi. Il a commencé à baisser à partir du début 2017 grâce au rerating économique et politique de la Zone Euro, mais ce processus s'est interrompu à partir de l'automne 2017 (entame de la réforme fiscale américaine, révision à la hausse des taux courts américains anticipés). La dynamique d'écartement s'est accélérée depuis le début 2018 en raison d'une dynamique macro (et d'inflation) plutôt décevante en Europe.

Quant à l'écart entre les taux longs américains et le taux long moyen (pondéré) de la Zone Euro, il est, malgré la récente montée des taux italiens, au plus haut (voir graph ci-dessous) de toute l'histoire contemporaine (200 pb). Il résulte évidemment de la baisse du spread T-note/Bund et de la chute des spreads souverains périphériques depuis l'été 2012¹.



Quid de la suite ?

Nous avions au début de l'année anticipé un pic de taux longs américains de 3,10% pour le 1^{er} semestre². En revanche, nous ne pensions pas que l'écart de taux avec l'Allemagne s'élargirait autant.

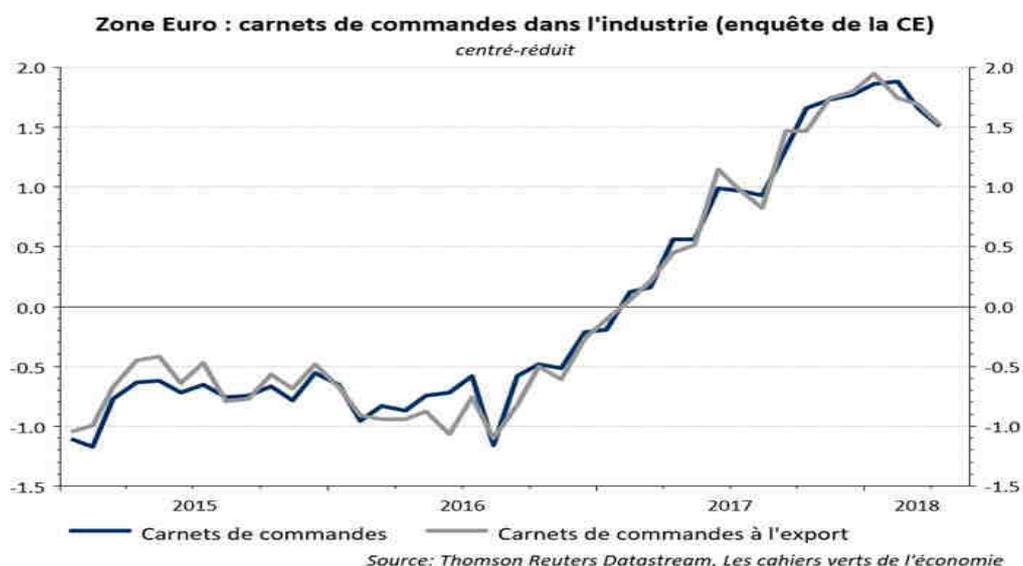
D'ici la fin de l'année, nous pensons qu'il y a un léger potentiel de tension sur les taux longs américains (prime de terme encore basse, conditions macro-financières encore accommodantes, hausse graduelle de l'inflation, écart encore non négligeable entre les taux directeurs futurs prisés par le marché et les prévisions de la Fed en 2019-2020 et « taux d'équilibre de moyen terme » de 3,50/3,70%). Notre objectif est de 3,25% (fourchette de 3-3,50%).

Et les taux européens ?

¹ On rappellera que le spread était, de façon « invraisemblable », négatif (en défaveur de l'Europe) en 2012

² Voir notamment notre chronique du 15 janvier dernier : « La hausse des taux longs n'est pas (encore) terminée : so what pour la stratégie d'investissement ? »

Nous pensons que le spread T-note/ Bund a vocation à encore se creuser quelque peu à court terme. La conjoncture macro risque de rester assez hésitante en Zone Euro dans le court terme. Les chocs d'offre pétrolier (même s'ils sont faibles) ont un impact un peu plus marqué en Europe qu'aux USA. Les thématiques de guerre commerciale affectent plus la zone euro que les USA, compte tenu notamment du degré d'ouverture extérieure de l'Allemagne et de l'Europe du Nord. Les chiffres de carnets de commandes de la Commission montrent que les commandes étrangères baissent autant que les commandes totales, ce qui tend à montrer cette pression négative de la demande mondiale.



Notons à ce propos que les récentes concessions chinoises aux États-Unis pourraient se faire au détriment de l'Europe. L'impact des interminables grèves de transport en France n'est aussi pas encore intégré. Ajoutons que l'Italie représente un certain risque à court terme qui doit plutôt favoriser la prudence pour la BCE.

Quant à l'inflation, la « déception » récente pourrait amener la BCE à réviser mécaniquement à la baisse ses prévisions en juin, même si la hausse du prix du baril et le repli récent de l'euro sont ultérieurement haussiers.

Que pense le marché sur la séquence de normalisation monétaire de la BCE ?³ Annonce de la fin du QE en juillet 2018 ; début de la réduction des achats en octobre pour une fin définitive du QE en décembre 2018 (en 3 mois) ; 1^{ère} hausse des taux de 10pb pour le T2 2019. Tout ceci nous paraît en l'état quelque peu trop rapide. Du côté de la Fed, le processus de resserrement graduel qu'elle envisage dans ses prévisions ne nous pose pas de problème. D'où ce risque de léger écartement des taux américains et allemands à court terme.

Au-delà (à partir de l'été), la normalisation de la conjoncture européenne devrait favoriser un progressif resserrement. Un spread de l'ordre de 220 pb vers la fin 2018 nous semble plausible. D'où un rendement du Bund à 10 ans proche de 1%.

Les taux longs moyens européens resteront très bas car nous croyons encore dans le potentiel de compression des spreads souverains (voir graph ci-dessous).

³ A partir notamment d'enquêtes de Bloomberg.

Spreads contre Allemagne à 10 ans

(en points de base)



Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Comme nous l'avons écrit la semaine dernière⁴, nous pensons que la situation politique italienne va se « normaliser », même si, à court terme, les tensions peuvent se maintenir. Notons que comme attendu, le Président Mattarella a bien joué jusqu'à présent son rôle régulateur, notamment sur la nomination du ministre des finances. Nous estimions la semaine dernière que l'espérance de vie de « la nouvelle coalition nous semblait assez objectivement courte ». Nous ne pensons pas pour autant que cela irait aussi vite. Aujourd'hui, les compteurs sont remis à zéro et il n'est pas en l'état possible de savoir aujourd'hui quelles seront les alliances et les programmes des principaux protagonistes pour les prochaines élections.

La question centrale reste celle du timing⁵. Il est possible que la pression des agences de rating (fin de la revue pour Fitch fin août et début septembre pour Moody's) joue un rôle d'accélérateur provisoire de stress au cours des prochaines semaines. Mais au total, nous pensons que les spreads souverains vont reprendre leur mouvement de compression. Au total, le taux long moyen pondéré sera à peine supérieur à son niveau actuel.

Quelles conséquences opérationnelles pour un investisseur européen à horizon 6 mois ?

-Au niveau mondial, il faut privilégier modérément les actions sur les obligations, l'essentiel du choc de taux étant derrière nous. En Europe, le carry des obligations est particulièrement faible et il faut plus clairement privilégier les actions.

-L'écart de rendement dividend yield/bond yield rend le marché américain moins attractif que le marché européen

⁴ Chronique du 22 mai : « Italie : quoi de vraiment nouveau ? »

⁵ Il va très vraisemblablement y avoir de nouvelles élections à l'automne prochain (70 jours au plus après la dissolution), sachant que le nouveau 1^{er} ministre (Carlo Cottarelli) n'obtiendra pas la confiance des 2 assemblées. Certains dirigeants de M5S évoquent une possible destitution du Président de la République, mais la Constitution italienne établit des règles contraignantes dans ce domaine.

-La prime de risque relative de l'Europe par rapport aux USA nous semble excessive eu égard aux conditions politiques et économiques de l'Europe, ce qui va dans le même sens

-Le marché actions italien a vocation à reprendre sa sur performance (notons que les flux ETF ont été massivement vendeurs dernièrement)

- Le crédit européen a vocation à être privilégié face au crédit américain (moindre risque de taux, positionnement dans le cycle, moindre impact du risque italien dernièrement,...)

- Il y a matière à encore jouer la compression des spreads souverains en Europe, y compris le BTP italien

-L'euro-dollar pourrait rester fragilisé à court terme, mais il a vocation à se redresser avec la réduction du spread de taux et d'autres facteurs fondamentaux (twin deficits aux USA, dégradation de la position extérieure américaine, dollar plus surévalué que l'euro dans les modèles d'équilibre de moyen terme, réduction du risque italien, épuisement des transferts vers les USA liés à la réforme fiscale, ...).