



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

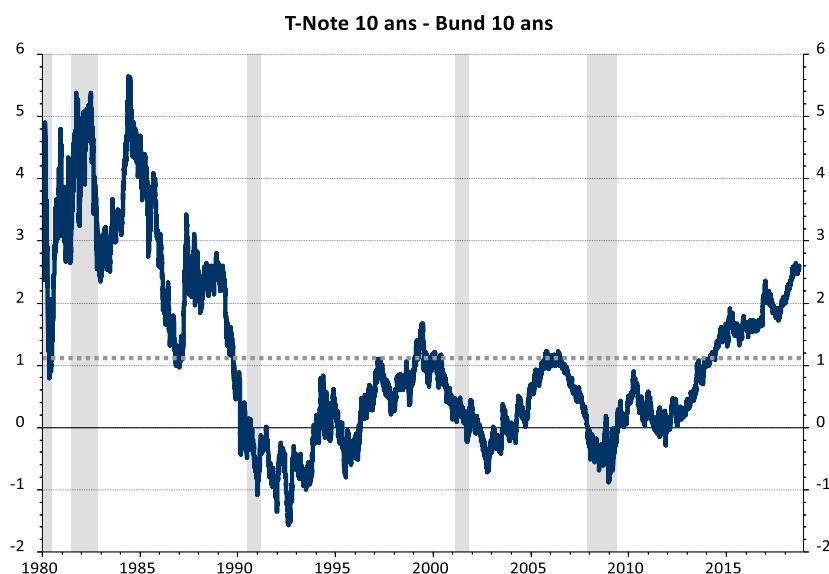
Chronique hebdomadaire
24 septembre 2018

Les taux longs montent (un peu) : quid de la stratégie d'investissement ?

Depuis un mois, les taux longs se tendent quelque peu. Le T-note 10 ans a progressé de 25 pb et le Bund de presque 20 pb. Mais il faut avant toute chose, prendre du recul et rappeler le contexte dans lequel nous évoluons. Les taux longs américains remontent, en fait, très graduellement depuis juillet 2016 (et un point bas historique de 1,36%) pour se situer aujourd'hui à un peu plus de 3%. Les taux longs allemands et européens (moyenne pondérée de la Zone Euro) progressent depuis cette même période de façon beaucoup plus graduelle pour se situer aujourd'hui à respectivement un peu moins de 0,50% (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.

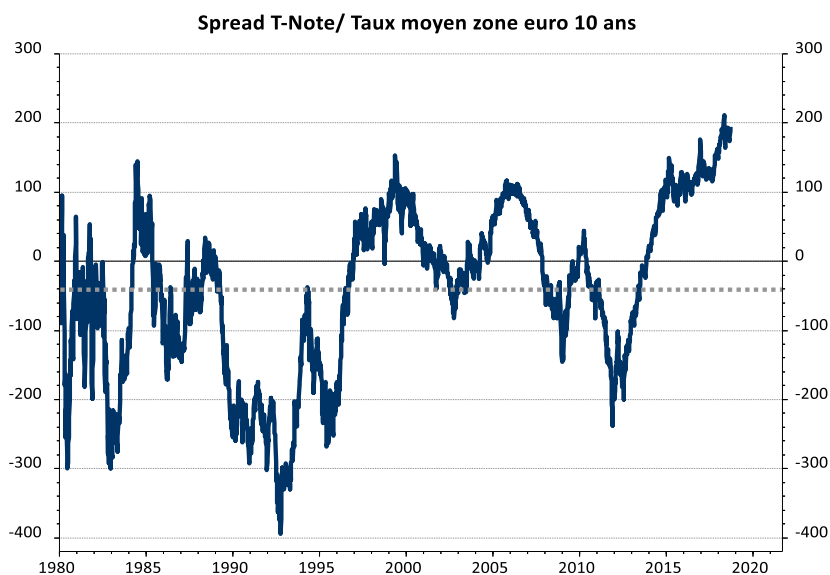
Le spread T-note/ Bund 10 ans se situe encore aujourd'hui à 260 pb, le niveau le plus élevé depuis 30 ans. Mais rappelons qu'il se situait encore à plus de 500 pb au milieu des années 80 (voir graph ci-dessous).



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

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 à nouveau accélérée depuis le début 2018 en raison d'un momentum macro (et d'inflation) plutôt décevante en Europe ainsi que d'une aversion spécifique au risque européen (situation en Italie, guerre commerciale, Turquie,...).

Quant à l'écart entre les taux longs américains et le taux long moyen (pondéré) de la Zone Euro, il est, malgré la montée des taux italiens depuis mai dernier, au plus haut (voir graph ci-dessous) de toute l'histoire contemporaine (près de 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.



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

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 et il fut atteint en mai dernier. 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 encore 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 pricés

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 ? »

par le marché et les prévisions de la Fed en 2019³ et « taux long d'équilibre de moyen terme » de 3,50/3,70%). Notre objectif reste toujours de 3,25% (fourchette de 3-3,50%).

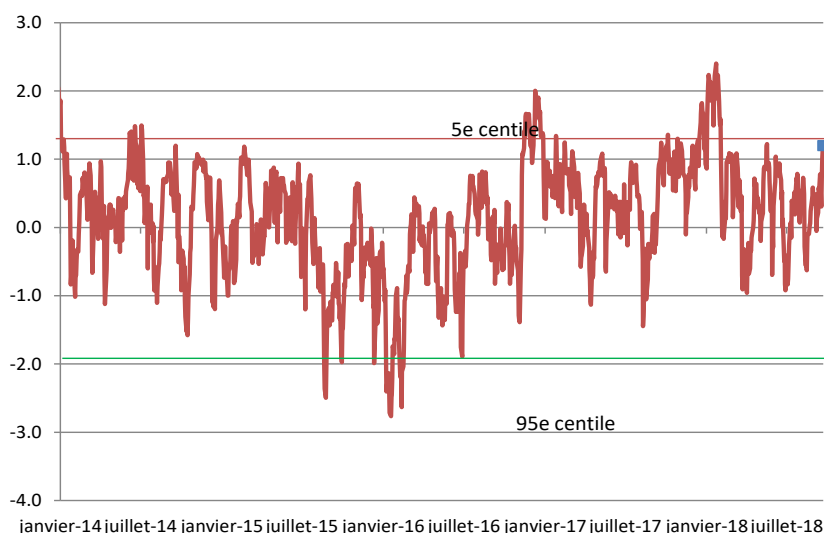
Et les taux européens ?

Nous pensons que le spread T-note/ Bund a désormais vocation à se resserrer quelque peu d'ici la fin de l'année. La normalisation de la conjoncture européenne et de la situation politique (Italie, Turquie, Brexit, guerre commerciale) devrait favoriser un progressif resserrement. Un spread de l'ordre de 230/240 pb vers la fin 2018 nous semble plausible. D'où un rendement du Bund à 10 ans à un pic proche de 0,80%. Les taux longs moyens européens resteront de leur côté très bas car nous croyons encore dans le potentiel de compression des spreads souverains.

Quid de la stratégie d'investissement ?

A très court terme (prochaines semaines), nous ne sommes pas complètement certain que la dynamique de hausse des taux longs va se poursuivre car notre indicateur d'appétit pour le risque de court terme est élevé (voir graph ci-dessous) et de nombreuses incertitudes risquent d'être à nouveau soulevées (budget italien, guerre commerciale, Turquie, hard Brexit,...).

Indicateur composite d'appétit pour le risque de court terme *



Sources : Datastream, Les Cahiers

* basé sur des données de marché (bollinger, RSI) et de confiance des investisseurs

Mais au-delà, cette remontée tendancielle des taux longs implique plusieurs choses ;

- Il faut continuer à surpondérer modérément les actions par rapport aux obligations. Nous demeurons dans un régime où la corrélation entre la hausse des taux longs et les actions est positive. Rappelons que les corrections obligataires depuis le milieu des années 90 n'ont pas

³ La Fed prévoit ainsi 3 resserrements en 2019 vs 1,9 seulement pour les marchés.

eu d'impact négatif sur le marché actions. Si l'on prend le cycle haussier actions en cours (qui a démarré en mars 2009), on a pu observer 10 corrections obligataires (définies par une remontée des taux longs d'au moins 50pb). Dans 9 cas⁴, le marché actions américain a progressé durant ces corrections (avec une progression médiane de 5%). Quelles sont les variables-clé ? Avant tout est la soudaineté et l'ampleur de la correction bien sûr. Le niveau des taux ensuite est aussi déterminant. Lorsque les taux sont excessivement bas, une hausse correspond à une réduction des anticipations dépressives et déflationnistes, ce qui est favorable aux marchés d'actifs risqués. Aujourd'hui, malgré une valorisation absolue élevée du marché actions, la prime de risque instantanée reste largement positive et peut en partie absorber un choc sur les taux. En 3^{ème} lieu, beaucoup dépend des raisons de la hausse des taux. Si celle-ci est justifiée par l'amélioration de l'activité comme c'est le cas aujourd'hui, il n'y a pas de question. Si elle comprend une forte composante monétaire, elle limitera, à tout le moins, la poursuite du rally actions. Notons qu'en Europe, le carry des obligations est particulièrement faible et qu'il faut plus clairement privilégier les actions.

- Au sein des actions, il faut recommencer prudemment à privilégier les cycliques et les bancaires.
- 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 surperformance.
- 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.

Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.

⁴ Seule la correction de mai-juin 2013, de près de 100 pb, impulsée par le Taper Tantrum de Bernanke, s'est traduite par une légère baisse du marché actions (-1%).