RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

25 avril 2014

Schizophrénie obligataire

Monteront, monteront pas ? L'incertitude sur l'évolution à venir des taux d'intérêt à long terme n'en finit pas, et l'impatience grandit, avec, toutefois, ce paradoxe : la crainte d'être surpris par une chute intempestive des marchés obligataires (soit une envolée des taux longs), face au désir contradictoire, de pouvoir, enfin, envisager une remontée de ces mêmes taux, qui viendrait signer une amélioration définitive des perspectives économiques. Alors que ces incertitudes animent le marché américain depuis déjà près d'un an, moment à partir duquel la Fed a laissé entendre une possible fin du QE, voilà que la Banque du Japon s'inquiète de l'absence de prise en considération du changement de contexte inflationniste du pays par le marché obligataire japonais, se disant préoccupée du risque que représenterait un réveil tardif de ce dernier. De tels commentaires ne manquent pas de surprendre…

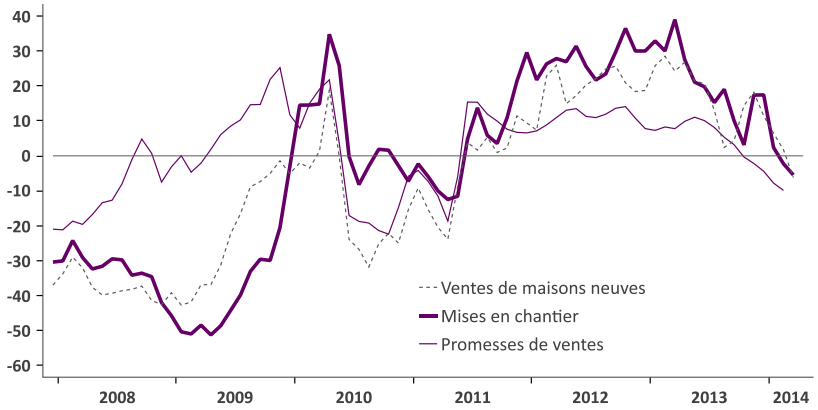
Marché américain : l'autre éventualité

Que le marché américain hésite n'est pas totalement surprenant dans le contexte actuel de tapering. Il serait en effet assez logique, dès lors que la Fed réduit ses interventions, voire les cesse complètement d'ici quelques mois comme que le marché l'anticipe, que les taux longs remontent. Un tel scénario se justifierait, à la fois, par les effets techniques liés à la baisse de la demande de titres ainsi que par la normalisation des anticipations des taux courts que supposerait un contexte économique plus porteur. Aussi logique que puisse être ce raisonnement, il risque toutefois d'être pris à contre-pied, notamment s'il venait à ce que la seconde condition ne soit jamais remplie, en d'autres termes, que la fin du QE ne puisse être suivie de hausses de taux directeurs de la Fed. Les raisons pour envisager un tel scénario - en l'occurrence, le nôtre -, ne manquent pas.

En effet, le cycle américain en cours va bientôt souffler sa cinquième bougie. Cela commence à être non négligeable pour une économie dont la croissance de la productivité ne parvient pas à décoller. Difficile en effet d'envisager que le cycle entamé au printemps 2009 se prolonge beaucoup en l'absence d'une meilleure tenue de la productivité et de l'investissement. Il se pourrait donc que nous ayons déjà entamé sa deuxième moitié...

Le marché de l'immobilier ne contrarie guère, d'ailleurs, ce pressentiment. Comme nous le craignions, les grands froids ne pouvaient être tenus pour uniques responsables du décrochage de l'activité du secteur ces derniers mois. Selon les dernières statistiques, mises en chantier, permis de construire, ventes, ont continué à se replier en mars-avril, poursuivant leur glissage entamée au printemps 2013, quand le niveau des taux d'emprunts hypothécaires a commencé à se tendre.

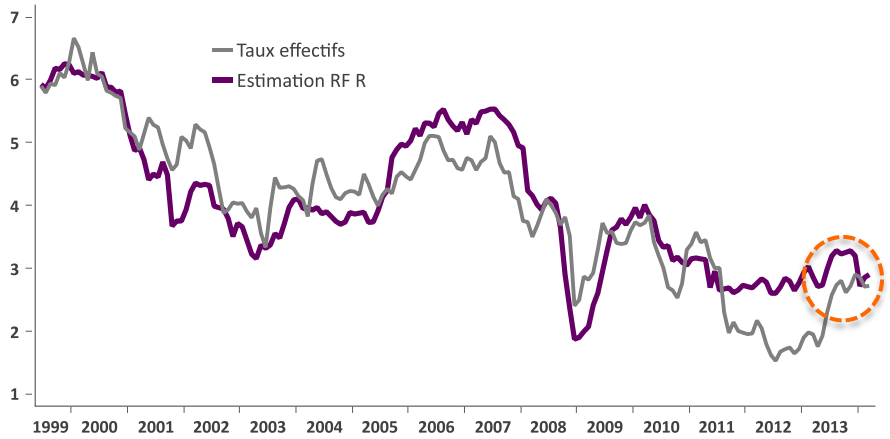
Indicateurs de l'activité immobilière américaine, GA en % MM2



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il y a là un frein important à toute velléité de normalisation des taux directeurs qui ne devrait pas manquer d'influencer les choix de la Fed. Or, le niveau actuel des taux à dix ans n'étant pas particulièrement sous-évalué (voir graphique ci-dessous), ceux-ci n'ont pas de raison fondamentale de monter si les anticipations de taux directeurs ne se redressent pas. Ils pourraient même, dans ce dernier cas, refluer au fur et à mesure de la correction à la baisse des anticipations sur la croissance future, ce qui aurait au moins l'avantage de mettre fin à l'incertitude présente…

T-Bonds à 10 ans effectifs et estimés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

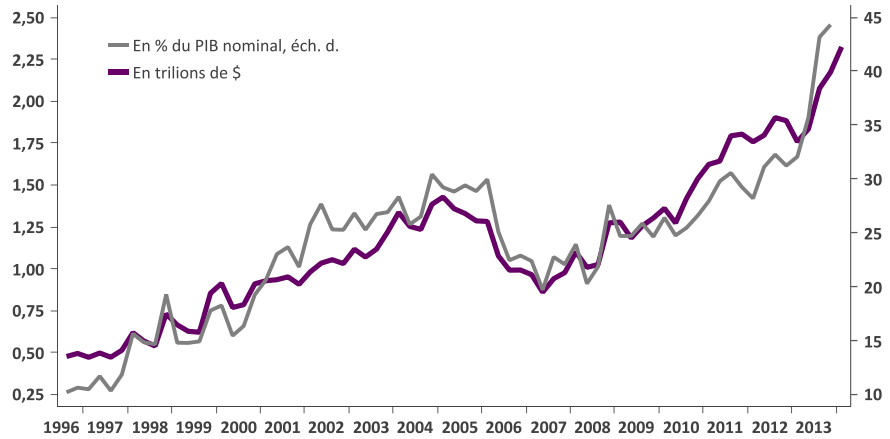
La BoJ prétentieuse ou en préparation d'une nouvelle action ?

Comment comprendre, par ailleurs, les commentaires de la BoJ ? S'agit-il d'un excès de prétention à l'égard des chances de succès des Abenomics ou de préparer le terrain de manière, un tant soit peu tirée par les cheveux, d'une nouvelle action d'assouplissement d'envergure ? Car, rappelons-le, la BOJ intervient massivement sur le marché obligataire, achetant l'équivalent annuel de 550 milliards de dollars de JGB, dans le but précisément d'abaisser le niveau des taux longs. Son bilan s'est ainsi gonflé de 11 points de PIB depuis le début de l'année dernière. Difficile dans de telles conditions d'envisager que des investisseurs tentent le diable en pariant sur une remontée des taux à terme, quand, par ailleurs, la réussite des Abenomics en matière de lutte contre la déflation reste à démontrer. Car si les tendances de ces derniers mois ont été plutôt encourageantes, notamment en matière d'inflation, elles s'inscrivaient néanmoins dans la ligne directe de mesures exceptionnelles. Or, le plus dur sera maintenant de pouvoir maintenir ce cap, ce qui est loin d'être garanti. Non seulement la hausse des taxes à la consommation fragilise la conjoncture domestique immédiate, ce qui risque de confisquer une bonne partie des avancées récentes, mais les retombées régionales des Abenomics sont loin d'être anodines et largement susceptibles d'entraver la poursuite du regain de l'activité exportatrice. Sans être intégralement responsable de la détérioration de la croissance du Sud-Est asiatique, la politique de change du Japon a incontestablement aggravé la situation qui se solde aujourd'hui, non seulement par un affaissement de la croissance mais par des turbulences récurrentes sur les marchés des changes. La dépréciation orchestrée du yuan depuis le début mars n'est pas étrangère à cette situation et risque bien de contrarier les objectifs nippons….

C'est peut-être de ce risque que commence à s'inquiéter la BoJ, que tout semble orienter vers une accentuation de ses mesures quantitatives.

Autant dire que les hausses de taux longs ne sont pas encore à l'ordre du jour.

Bilan de la BOJ



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com