

Flash Stratégie

Janvier 2017



2017

Perspectives obligataires pour 2017 et impact sur les actions

Paris, le 20 janvier 2017

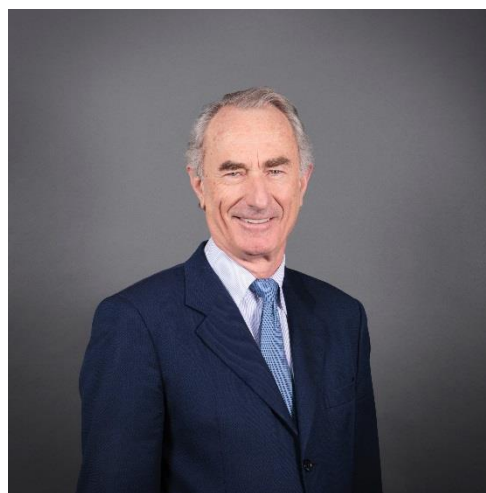
Obligataire: 2017 est-elle vraiment l'année de tous les dangers ?

Les marchés obligataires inquiètent les investisseurs.

A les entendre, les taux de rendement sont descendus si bas qu'ils sont supposés remonter fortement. Ce serait écrit dans le marbre. Pire: le mouvement risque d'être si violent que l'on pourrait évoquer un Krach. Après 36 ans d'un parcours quasiment sans faille l'histoire des taux longs semble avoir touché le fond avec les taux négatifs. Désormais des arbitrages pourraient déclencher des ventes importantes de titres.

Doit-on contester cette analyse et doit-on être aussi alarmiste?

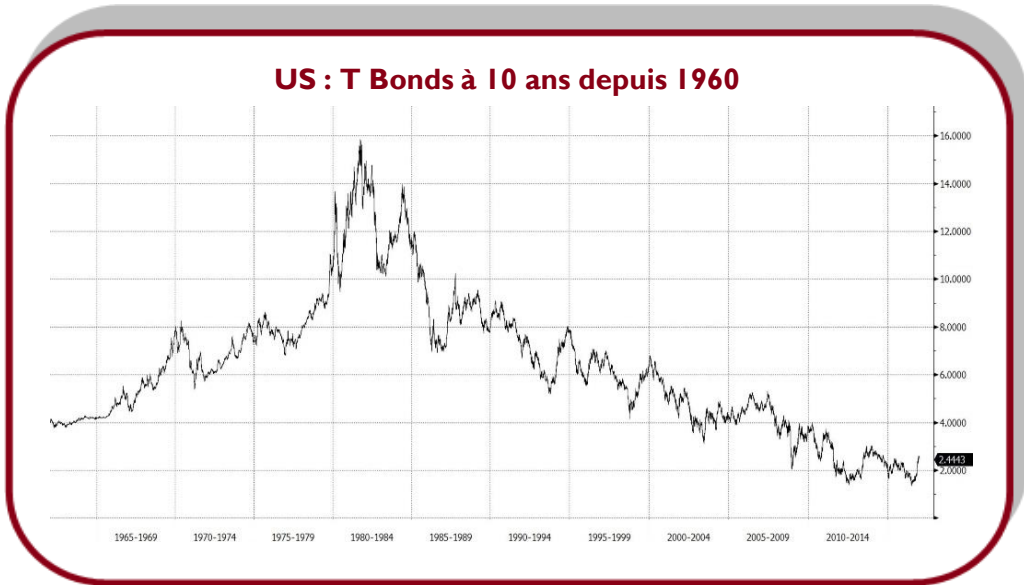
Au-delà des simples réactions à des événements passagers, les mouvements sur les taux sont toujours supportés par de vraies tendances de fond. Un certain nombre de données conjoncturelles peuvent expliquer les mouvements de taux mais la corrélation la plus claire est établie avec l'inflation. Or depuis la crise de 2008/2009 l'inflation a sensiblement et régulièrement baissé dans les grands pays.



Jean Borjeix
Président du Comité d'investissement

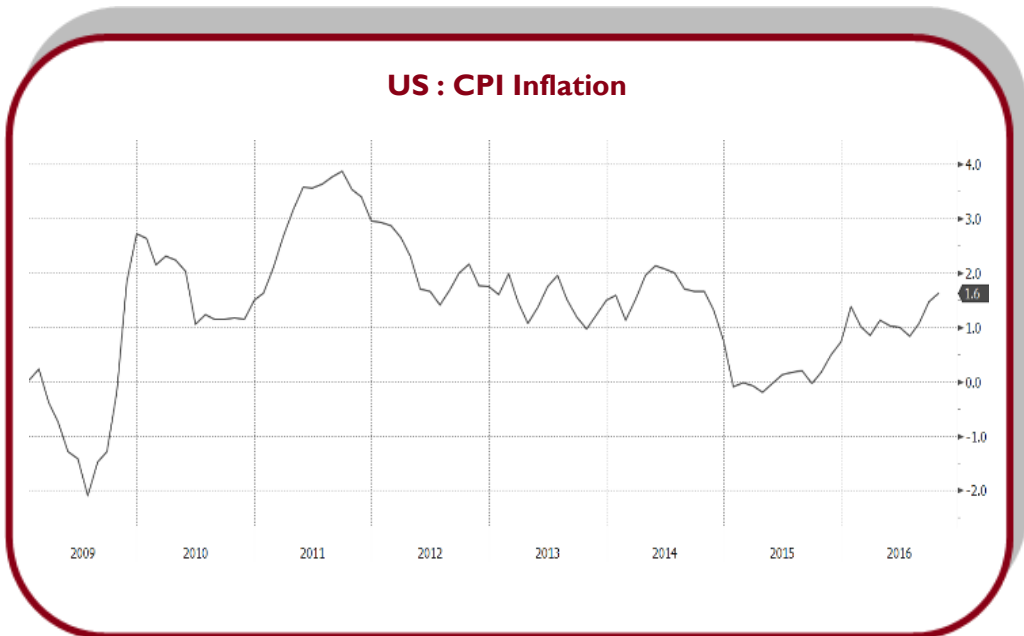
Graphique n°1: Rendement Obligataire US à 10 ans depuis 1960

Evolution du rendement offert par les T Bonds (gris)



Graphique n°2: L'inflation américaine

Evolution du Consumer Price Index (CPI) aux Etats Unis.



De 2009 à 2016 : De l'inflation à la déflation.

La baisse de l'inflation a touché toutes les zones.

Aux Etats-Unis les prix à la consommation sont passés de 4 % en 2011 à 0 % au début de 2015, avant de remonter entre 1.5 % et 2.% en 2016.

En zone Euro les prix sont passés de 3% en 2011 à moins de 0 % en 2015 avant de remonter difficilement autour de 0.5%.

Le Japon a tenté un rebond spectaculaire avec la hausse de la TVA en 2014. Mais cette poussée artificielle a été rapidement effacée et l'inflation est revenue proche de 0 en quelques mois en 2015 et 2016.

Au Royaume Uni le glissement annuel sur les prix a perdu plus de 500 points de base entre 2011 et 2016.

Enfin plusieurs pays émergents ont connu des reculs sensibles dans les variations annuelles des prix entre 2011 et 2016: de 6 à 2 % pour la Chine, de 15 à 5% pour l'Inde, de 5 à 1% pour la Corée.

Dans tous ces pays, les taux des emprunts à 10 ans se sont repliés dans des proportions comparables au repli de l'inflation mesurée en glissement annuel.

Depuis la période 2010/2011, les taux des emprunts se sont nettement repliés dans toutes les zones économiques.

Aux Etats-Unis l'un des pays les moins touchés par la baisse de l'inflation, les taux des emprunts à 10 ans se sont repliés de 2011 à 2016 de quelque 150 points de base.

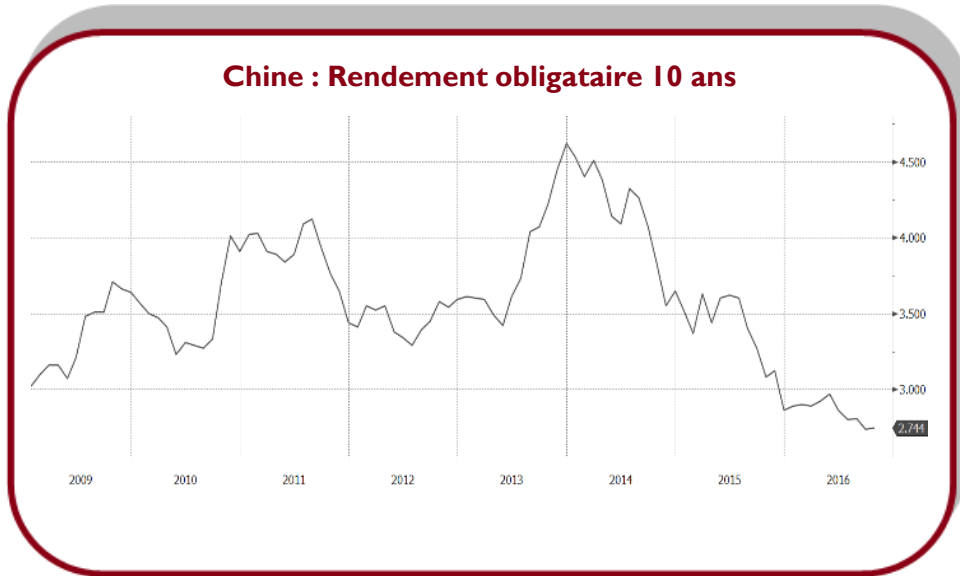
En zone euro, les principaux pays ont tous affichés des replis de taux significatifs de 3.5 à 0 % pour l'Allemagne ; de près de 4 % à 0.1% pour la France ; de 7.5 à 1% pour l'Espagne ; de 7 à 2% pour l'Italie ; de 16 à 2 puis 3.5 % pour le Portugal.

Hors zone Euro et Etats-Unis, les taux des emprunts 10 ans ont aussi baissé sensiblement comme au Royaume uni de 4 à 1 % ou au Japon (taux négatifs).

Ces résultats ne sont pas surprenants et ils permettent de cerner la relation entre l'inflation et le risque de hausse de taux.

Graphique n°3: Rendement Obligataire chinois à 10 ans

Evolution du rendement offert par les Bons du Trésor Chinois à 10 ans



Graphique n°4: L'inflation chinoise

Evolution du Consumer Price Index (CPI) en Chine.



Des risques limités de hausse des taux en 2017.

Théoriquement, la réduction des politiques de Quantitative Easing (ou QE) et surtout leur arrêt pourrait ramener les taux autour de ceux de la période 2009/2010 aux Etats-Unis (deuxième QE) ou 2011/2012 en Europe (premières interventions de M. Draghi).

Pour autant, **le rebond des taux longs** qui pourrait être envisagé et qui l'a été à plusieurs reprises par les opérateurs de marchés ne paraît pas simple à analyser (financement de déficits excessifs, dégradation des ratings...).

Notre thèse est que seule une reprise de l'inflation qui implique des mutations économiques profondes, dont une baisse de l'impact de la globalisation, pas forcément souhaitées, **pourrait permettre de l'envisager avec certitude.**

Les différents facteurs **autres que l'inflation ne jouent pas un rôle décisif** sur les taux, même si certains (comme la croissance) peuvent avoir une influence indirecte non négligeable.

Les indicateurs d'activité, tels les ISM ou PMI, la confiance des ménages, les positions vis-à-vis de l'extérieur (la balance courante) et les variations de taux de changes qui en découlent ne poussent pas les taux longs à la hausse.

Les statistiques de ces dernières années montrent une faible corrélation de ces indicateurs d'activité avec les taux longs.

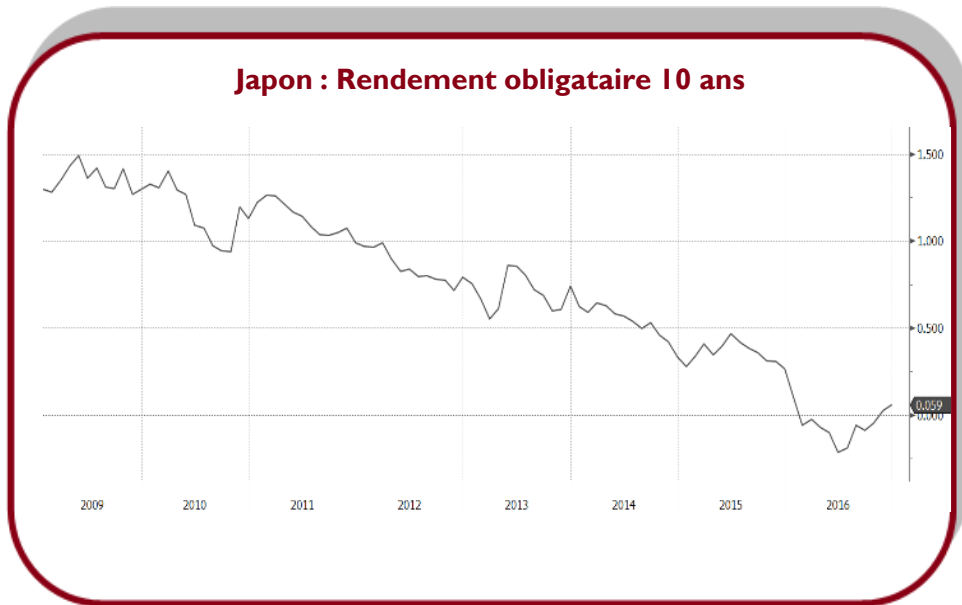
L'emploi pourrait être un indicateur avancé des taux longs via l'inflation: la baisse des taux de chômage entraînant des hausses de salaires elles-mêmes génératrices d'inflation. Toutefois cette relation que traduisait la **courbe de Philips ne fonctionne plus** : les pays qui affichent les plus fortes baisses de leur taux de chômage, comme les Etats-Unis, l'Allemagne, le Royaume Uni ou le Japon ne constatent pas des pressions inflationnistes qui entraîneraient des hausses de taux. C'est même le contraire qui se produit, les baisses de taux accompagnant la baisse du chômage. Ceci traduit une profonde mutation du marché de l'emploi sur laquelle nous reviendrons une autre fois.

D'une façon générale, si la croissance reste en toile de fond du marché des taux, les données sont trop erratiques pour fonder à court ou moyen terme une politique de taux longs, contrairement aux données d'inflation.

En somme l'environnement actuel devrait être propice à une hausse des taux mais, **faute d'une progression nette de l'inflation**, en partie en raison de l'effet QE qui s'avère déflationniste, les **taux longs ne devraient pas décoller en 2017**. C'est bien ce que la FED donne comme signal en bridant ses possibilités de hausse des taux directeurs.

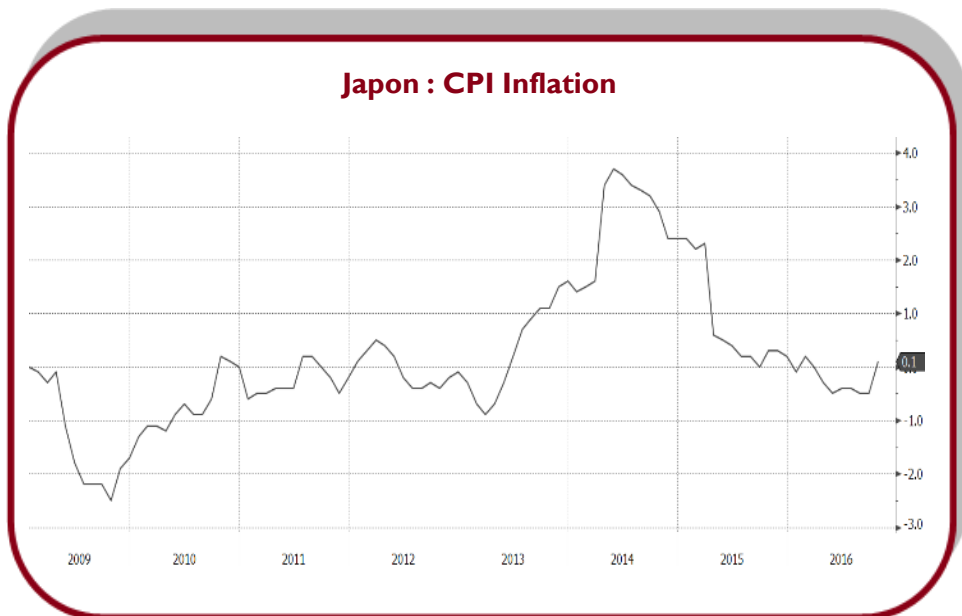
Graphique n°5: Rendement Obligataire japonais à 10 ans

Evolution du rendement offert par le JGB à 10 ans



Graphique n°6: L'inflation japonaise

Evolution du Consumer Price Index (CPI) au Japon.



L'impact de l'élection de Donald Trump: les marchés d'actions gagnants par rapport aux marchés obligataires

L'élément nouveau est la politique annoncée par **D.Trump**.

Les analyses keynésiennes de Donald Trump étaient attendues, toutefois elles semblent en porte à faux avec la situation actuelle, moins mauvaise que ne l'exigerait une intervention de type Keynésien.

L'économie américaine dans les années 40 ne connaissait pas une situation d'endettement et de déficit budgétaire comme aujourd'hui.

La difficulté de financer les déficits pourrait augmenter sensiblement la tension sur les taux des emprunts d'Etat. **Ce scénario serait défavorable aux emprunts mais plutôt favorable aux actions.**

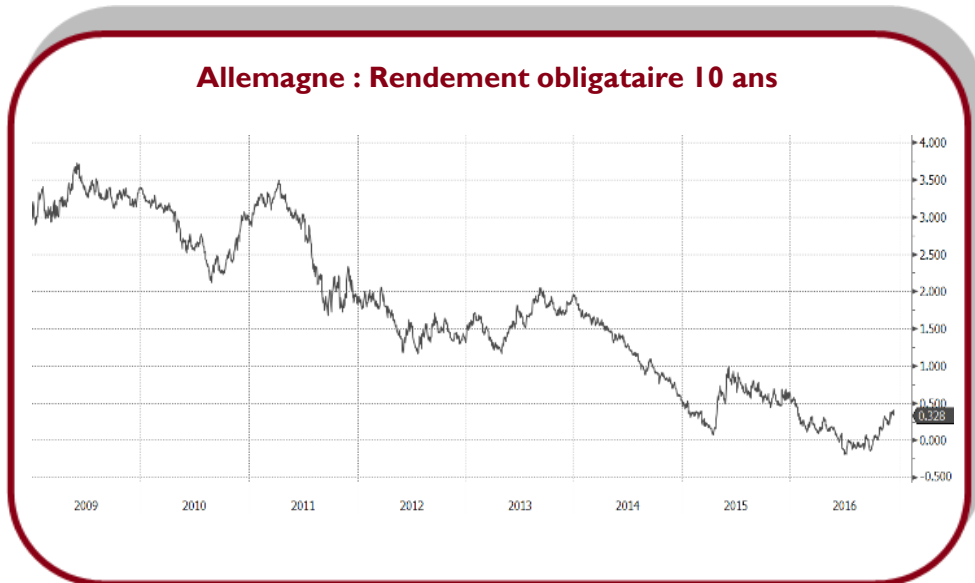
L'appui de la croissance « keynésienne » à la reprise économique déjà en cours serait favorable aux entreprises (marchés actions).

Aujourd'hui, les entreprises américaines vont mieux. Elles ont subi une récession des marges entre 2014 et 2016, mais les dernières données concernant le troisième trimestre 2016 montrent un redressement des marges à tous les niveaux.

Si ce redressement se confirme les résultats des sociétés serviront de support à un nouveau cycle haussier. Même si tous les engagements de D. Trump ne sont pas tenus le cycle des résultats des entreprises peut se poursuivre.

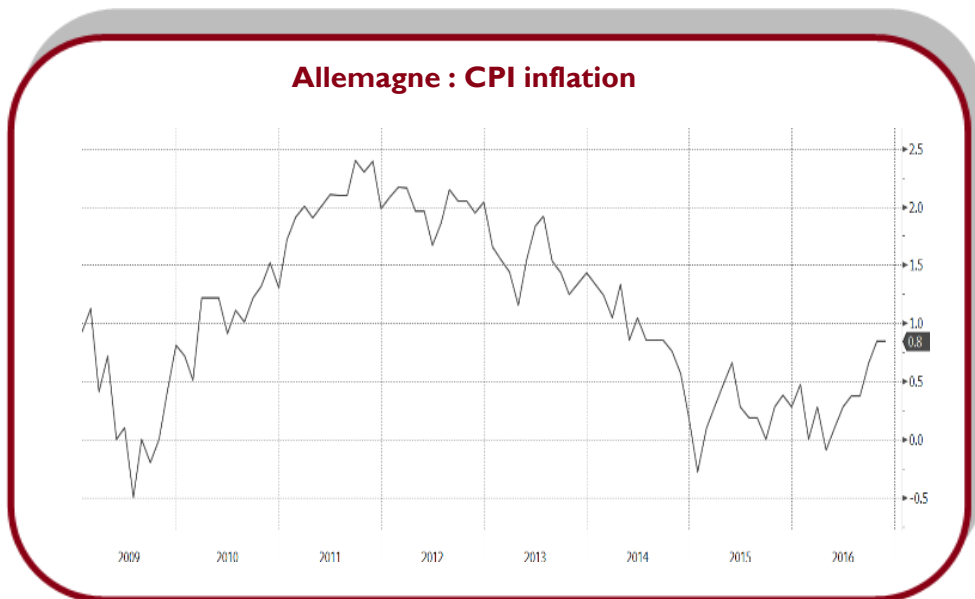
Graphique n°7: Rendement Obligataire allemand à 10 ans

Evolution du rendement offert par le Bund à 10 ans



Graphique n°6: L'inflation allemande

Evolution du Consumer Price Index (CPI) en Allemagne.



Des promesses à la réalité

Les promesses de la nouvelle administration américaine vont rencontrer deux types de risques.

Le premier est lié à **l'élargissement inévitable du déficit budgétaire** que le parlement, même s'il est républicain, pourrait refuser. Toutefois les comportements du parlement lors des demandes de relèvement du plafond de la dette entre 2010 et 2012, ont toujours fini par être conciliants.

Le second tient à la **réaction de la FED** qui pourrait changer de cap, revenir à ses fonctions traditionnelles et opposer l'orthodoxie monétaire aux dérapages des dépenses publiques.

Ce scénario ne semble pas réalisable dans l'immédiat. La FED comme la BCE, la BOE ou la BOJ ont en effet demandé à plusieurs reprises aux politiques de contribuer à la reprise économique. C'est bien ce que fait D.Trump et, en ce sens, il ne peut s'attirer les foudres de la FED.

A priori donc, il ne devrait pas y avoir de conflit entre banques centrales et gouvernements, mais attention à d'éventuels dérapages très « inflationnistes » comme ceux que pourraient générer les hausses de salaires dans les entreprises concernées par les grands travaux. Attention également au manque de programmes de restructuration demandés par les banques centrales notamment la BCE.

Rappelons que les banques centrales sont encore indépendantes et qu'elles pourraient contrer des actions gouvernementales qui génèreraient des dérapages inflationnistes par des **durcissements de politique monétaire qui prendraient inévitablement la forme de hausses répétées de leurs taux directeurs.**

De telles réactions seraient très défavorable aux emprunts longs.

Conclusion: la recherche de la croissance et de taux d'inflation plus élevés ne peuvent pas être favorables aux emprunts.

L'importance du rôle de l'inflation dans le comportement des taux long permet d'envisager un rebond progressif de ceux-ci sans dérapage. Les niveaux de l'inflation sont encore très bas et ces dernières années les mouvements de hausse, lorsqu'ils interviennent, ont été très modérés (hors effet pétrole). Cependant, les hausses de prix du pétrole ne seront probablement pas prises en compte directement par les banques centrales.

Comme l'a, en effet, expliqué M. Draghi lors du dernier comité de 2016 de la BCE, on ne mesure pas encore les effets des hausses de prix du pétrole sur l'inflation générale. Autrement dit, il n'est pas question de réagir directement à son évolution. Par ailleurs, les banques centrales sont disposées à accompagner un retour vers des taux d'inflation un peu supérieurs à 2 % sans déclencher un resserrement monétaire. Le retour à la croissance reste la priorité. Il n'est pas forcément favorable aux obligations.

Bien qu'un risque de Krach obligataire soit a priori à exclure, l'arbitrage vers les placements en actions devrait se poursuivre. Dans ce cas, les secteurs liés à une conjoncture haussière devraient continuer d'afficher les meilleures performances. De même, le secteur bancaire devrait se restructurer pour accompagner la reprise économique. Notamment, en Europe, où la reprise du crédit reste insuffisante. Dans le cadre de la gestion obligataire, les échéances courtes sont mieux adaptées parce que moins sensibles aux hausses de taux des marchés.

Que retenir ?

Pendant des années l'inflation a reculé entraînant la baisse des taux des emprunts et la hausse de leurs cours.

Désormais, reprise de l'inflation et croissance sont privilégiées, au détriment des obligations.

Les promesses de D.Trump, si elles se concrétisent, renforceront le scénario croissance/ inflation.

Au-delà des mesures de l'administration américaine et de celles de la BCE, les résultats des sociétés vont confirmer l'intérêt des arbitrages des emprunts vers les actions.



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.



Dominique CARRIERE

Directeur Général

dcarriere@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 47 / 06 11 48 61 61

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS



Boris MICHEL

Responsable développement

bmichel@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 48 / 06 71 44 03 29

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS

Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005

Numéro ORIAS : 14001677 – www.orias.fr

SAS au capital de 1.828.910 Euros - 480 778 687 RCS Paris