

Flash Stratégie

Mai 2018



Les marchés doivent-ils craindre une inéluctable hausse des taux ?

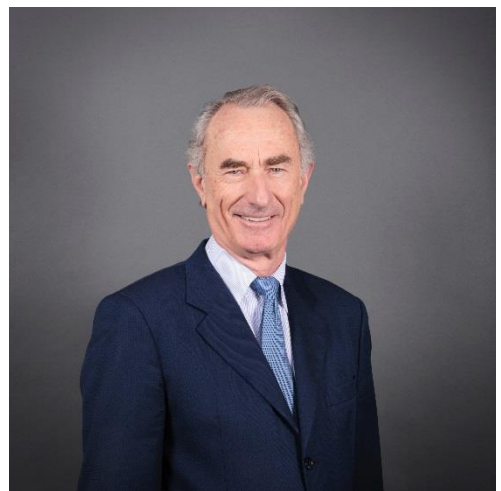
Paris, le 24 Mai 2018

Les marchés doivent-ils craindre une inéluctable hausse des taux ?

Si les mouvements des marchés boursiers au jour le jour sont influencés par la situation politique et notamment les tweets de Donald Trump, les tendances à moyen terme restent immunisées de ce contexte politique et seuls les facteurs économiques affectent ces dernières.

Il est donc important de faire un point pour comprendre les tendances boursières des mois à venir et notamment de comprendre les impacts potentiels d'une hausse des taux.

La bonne conjoncture mondiale sera nécessairement accompagnée par une hausse des taux. Faut-il s'en inquiéter comme le fait le consensus ?



Jean Borjeix
Président du Comité d'investissement

La situation actuelle : l'équilibre

La conjoncture mondiale actuelle s'appuie sur un scénario qui a démarré en 2015/2016.

Il est basé, pour la partie américaine, sur la sortie d'une « pseudo récession » comportant des chiffres de croissance plus faibles que prévus et, surtout, une baisse marquée des marges des entreprises. La sortie de ce net ralentissement est intervenue au cours de l'année 2016 et a alimenté la hausse de l'activité en 2017 et début 2018.

La croissance mondiale en a profité d'autant plus que la zone euro a alors bénéficié elle-même d'une reprise d'activité. Il est difficile de connaître la contribution de l'opération de QE opérée par la BCE (Banque Centrale Européenne) sur cette reprise européenne. Rappelons que le QE (ou Quantitative Easing) est une opération de la BCE consistant à racheter des titres obligataires sur les marchés dans une enveloppe de 60 milliards d'euros par mois, ramenée à 30 milliards en Octobre 2017. En injectant de la liquidité dans le secteur financier, les instigateurs du QE espèrent que les banques réinjectent cet argent dans le circuit économique en le prêtant aux entreprises.

Ce fonctionnement s'est trouvé contrarié par les opérations de normalisation de sa politique monétaire engagées par la FED : remontée des taux directeurs et réduction de son bilan

Aujourd'hui, les marchés actions et ceux de taux se trouvent pris entre les deux opérations: normalisation américaine d'un côté et aisance monétaire prolongée en Europe.

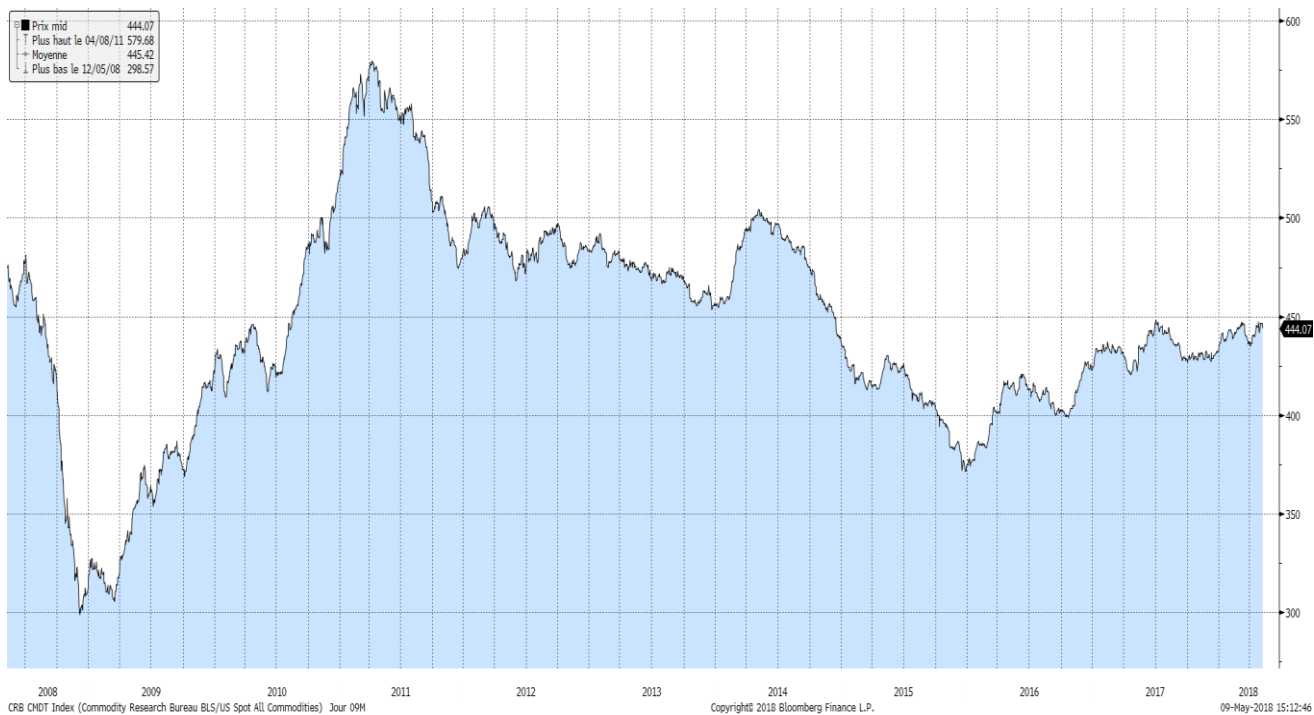
Toujours très optimistes à court terme, les opérateurs de marchés semblent plus sceptiques sur le long terme. Peut-on s'affranchir de cette opposition de politiques monétaires entre les deux zones les plus riches ou faut-il être plus prudent à long terme ? Pour l'instant, il est difficile de prendre parti : les signaux sont contradictoires.

La normalisation de la politique monétaire des Etats-Unis est au centre du débat. Le QE américain lancé en 2008 et arrêté en 2017 a **gonflé le bilan de la FED** qui doit désormais être ramené à ses dimensions d'avant crise financière.

Au total, l'arrêt des injections de liquidités des QE successifs, la hausse des taux directeurs et la réduction du total du bilan de la FED constituent un ensemble **déflationniste** qui vient contrer le processus **inflationniste** résultant de la prolongation du cycle en cours.

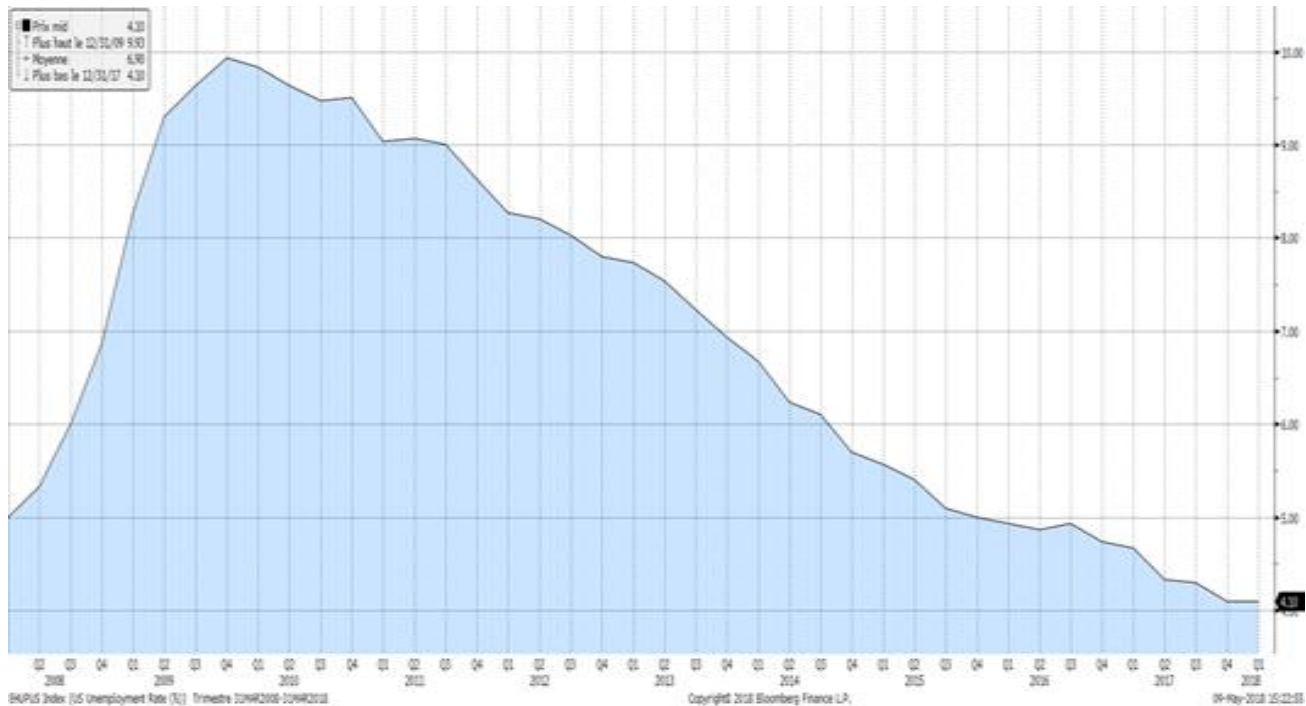
Pour le moment cette opposition Europe Etats Unis contribue à maintenir un **scénario économique équilibré**.

Graphique n°1 – Indice des prix des matières premières



Source : Bloomberg

Graphique n°2 – Taux de chômage Etats-Unis



Source : Bloomberg

Vers une remise en question de l'équilibre ?

Pour autant cet équilibre est **fragile**. Il implique que les deux grands contributeurs ne soient pas eux-mêmes trop déséquilibrés.

Déséquilibres européens

L'Europe peut être déséquilibrée par :

- la poursuite de la politique accommodante et la création excessive d'euros dont la valeur pourrait sensiblement baisser ;
- un ralentissement de l'activité économique à la suite des signaux mitigés du premier trimestre, certains s'interrogent sur un possible retournement de l'activité économique européenne.

En revanche le risque inflationniste semble écarté.

Déséquilibre américain

La croissance se poursuit à un rythme, certes faible, mais réel. Le principal risque identifié est l'inflation. Les Etats-Unis bénéficient d'un cycle prolongé dans lequel les goulots d'étranglement pourraient s'accumuler et engendrer de l'inflation.

Aujourd'hui l'inflation est regardée différemment des périodes de grande inflation qui ont culminé fin des années 70, début des années 80: il en faut un niveau raisonnable, autour de 2%. Mais les autorités monétaires ne souhaitent pas aller au-delà de ce niveau.

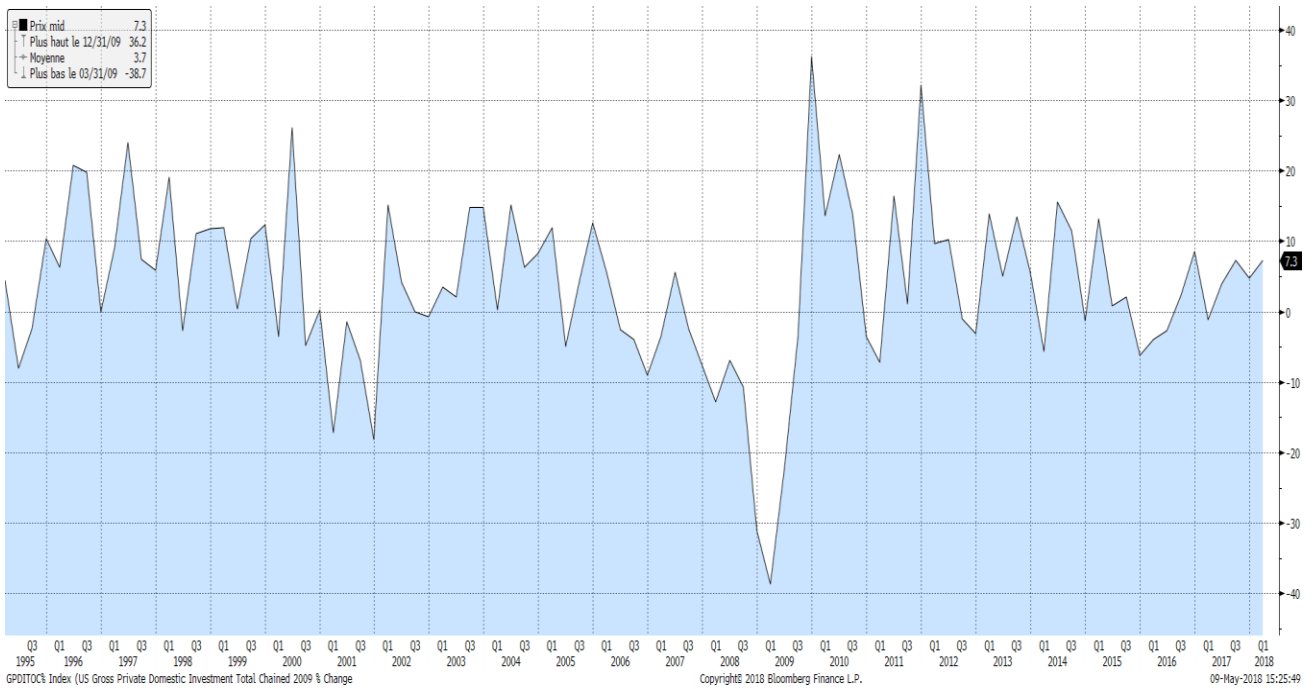
Les principaux facteurs inflationnistes envisageables sont:

- a) la répercussion des hausses de prix d'achat des **matières premières**

(pétrole notamment) dans les prix à la consommation. Ce processus est en cours. Ses effets sont annoncés avec les résultats publiés (ex. Caterpillar, 3M.).

- b) La hausse de **salaires** : la baisse du taux de chômage n'a pas déclenché de pression sur les salaires des entreprises et la progression reste limitée sans grande répercussion sur les prix de vente. Mais la pénurie de main d'œuvre qualifiée est souvent évoquée dans les « *guidances* » lors des publications de résultats. Avec un chômage tombé à 4%, le marché de l'emploi aurait du se tendre et créer de l'inflation salariale.
- c) **Les investissements**. L'activité reste soutenue par les investissements qui ne donnent pas de signes de faiblesse. Toutefois ils ne donnent pas non plus de signes d'accélération. La fin du cycle risque d'être difficile sans les capacités de production nécessaires. A un moment la demande peut dépasser l'offre. Traditionnellement, c'est l'inflation qui ajuste alors les capacités de production à la demande.
- d) **Le change**. Pendant plusieurs trimestres le dollar s'est affaibli contre euro et contre les principales monnaies d'échange. Cette baisse a été inflationniste pour les Etats-Unis et déflationniste pour l'Europe. Mais les choses changent. La tendance à long terme du dollar reste haussière et le dollar s'est remis à se renforcer.

Graphique n°3 – Investissement dans l'économie américaine



Source : Bloomberg

Graphique n°4 – Taux de change sur 10 ans de l'Euro contre le Dollar



Source : Bloomberg

Les taux longs américains peuvent donc monter dans les mois à venir.

Cette hausse se produira sous deux influences :

- la poursuite du mouvement des taux directeurs court terme impulsé par la FED ;
- une reprise inflationniste telle que nous venons de l'invoquer.

Cette hausse des taux finira par se propager à l'Europe: l'écart de taux entre les taux longs américains et les taux européens ne peut s'accroître indéfiniment sans avoir des conséquences significatives, notamment sur la parité €/\$. Historiquement, la gestion du cycle par les américains s'est toujours imposée aux autres zones économiques.

La remontée des taux directeurs américains est programmée avec précision et sera appliquée sauf si l'environnement économique ne s'y prête pas.

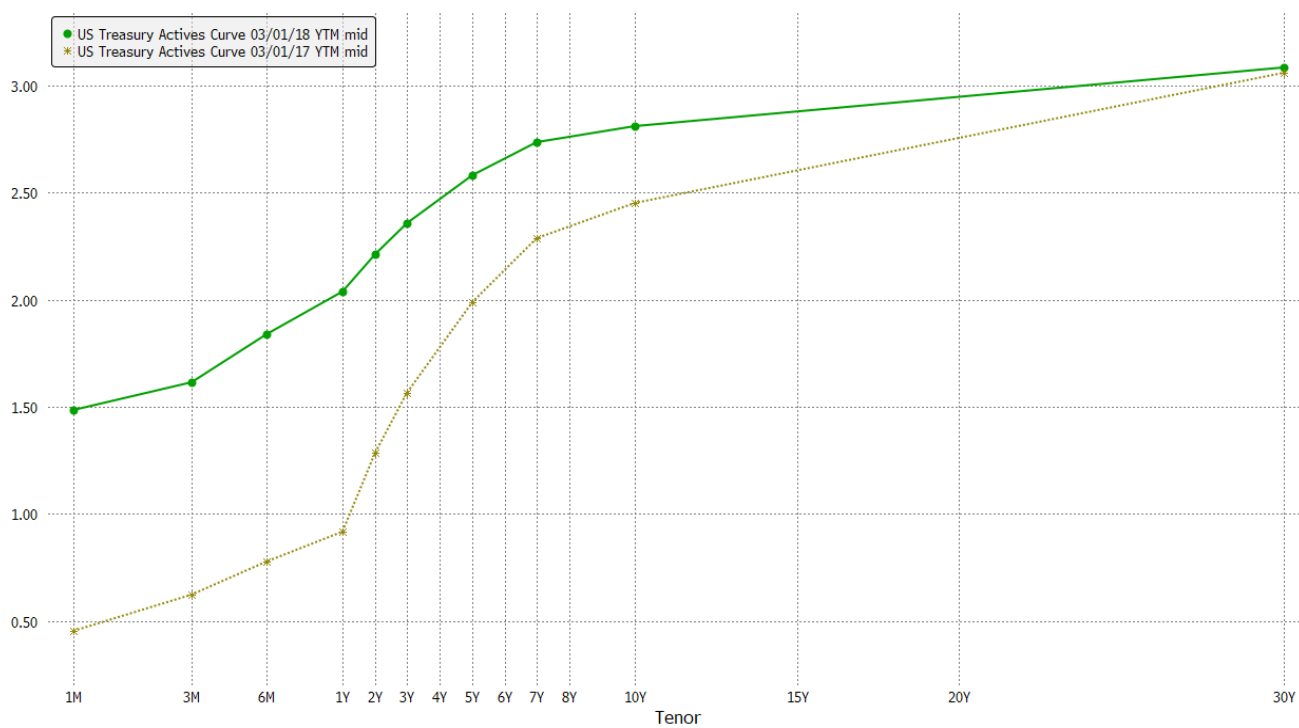
La hausse des taux directeurs devrait ainsi atteindre la zone 2.5% - 3 % fin 2019. Dans ce schéma la croissance du pays en volume doit être soutenue autour de 3% et la croissance en valeur doit se situer autour de 5%.

L'inconnue dans ce domaine réside dans la **réaction du marché obligataire** par rapport au marché monétaire. Si le marché obligataire considère que la politique monétaire n'est pas adaptée au niveau de croissance du PIB et aux risques qui l'entoure, les taux longs baisseront et pourraient atteindre un niveau comparable à celui des taux directeurs l'ensemble étant une courbe des taux plate voire inversée qui bloque le mécanisme de prêt des banques. Celles-ci n'ont plus alors la marge entre les taux longs et les taux courts qui constitue la base du produit net bancaire. Une récession s'en suit en général. C'est la situation qui pouvait être observée en 2006, un an avant la récession 2007/2009.

Dans ce scénario, une chute importante des marchés est presque certaine. On a assisté à ce phénomène en 2006-2007.

Sinon, la hausse des taux long terme aura certainement une faible influence négative sur les niveaux de valorisation des actions mais ceci sera compensé par la poursuite du cycle économique.

Graphique n°5 – Courbe des taux Mars 2018



Source : Bloomberg

Conclusion la courbe des taux « juge de paix » du cycle en cours.

En soi la hausse des taux longs n'est pas un facteur négatif d'influence des marchés à 2 conditions :

- que la hausse des taux longs traduise bien la croissance soutenue de l'activité du cycle en cours ;
- que les taux courts restent à un niveau nettement inférieur à celui des taux longs.

Dans ces conditions, le cycle économique n'offrira pas aux marchés des occasions de fortes baisses. Les reculs seront liés aux mouvements internes au cycle économique : surstockage, surinvestissement ou suremploi, les uns et les autres devant être corrigés pour revenir dans la tendance de la croissance organique.

De son côté, la politique monétaire menée par les banques centrales va retrouver son rôle traditionnel: aider le cycle économique, et éviter des emballements de valorisations.

Cette action contribue à prévenir les krachs obligataires ou les fortes chutes des marchés actions si, comme on l'a dit, les banques centrales ne font pas d'erreur d'appréciation du taux de croissance et que la politique monétaire s'adapte au rythme de croissance organique de l'économie.

On sera alors sorti de cette période dite des « mesures non conventionnelles, ouverte après 2007.



Jean BORJEIX
Responsable de l'analyse
stratégique
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 Carrière

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



Antoine Gucemas

Directeur Commercial

agucemas@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 40 / 06 38 58 50 15

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75 008 - PARIS



Gianni d'Andréa

Responsable Distribution

gdandrea@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 50 / 06 72 69 62 67

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