



Fallait-il légaliser les taux d'intérêt négatifs ?

La semaine passée a été celle de Banques Centrales divergentes (cf Fideas flash) : après une FED « hawkish », une BCE « dovish » non sur son bilan (le QE va bien s'arrêter à la fin de l'année après une période de transition au T4), mais du côté des taux directeurs qui ne devraient pas être revus à la hausse avant la fin de l'été 2019. Il faudra être patient avant de voir monter les taux BCE, afin de s'assurer que les patients (l'économie, les finances publiques, les marchés) se désaccoutument graduellement du QE puis des taux d'intérêt négatifs. Résultat ? Force du dollar, le dollar index gagnant 1,34% sur la semaine, alors que l'euro perd du terrain, contre dollar certes, mais aussi contre autres devises, l'euro index reculant de 0,6%.

Autres réactions sur les marchés : en Europe baisse des taux d'Etat (Allemagne - 10bps), hausse des bourses (+1,8% pour l'Euro Stoxx), baisse des spreads de crédit ; dans les pays émergents baisse des actions de près de 2% sur la semaine.

Une fois de plus, les décisions d'adaptation du QE et d'évolution des taux, ne sont pas éloignées des attentes du consensus. Pourquoi donc de telles réactions ?

Les scénarii économiques et de marché paraissent se polariser.

Pour les uns, les dynamiques actuelles vont perdurer : croissance économique aux Etats-Unis plus forte qu'en Europe, la Fed continue à monter ses taux, le dollar se renforce, le tout fragilise les pays émergents. L'Europe se montrerait molle. La dynamique économique américaine est forte et la politique économique de Trump conduit à davantage d'inflation, la Fed n'a d'autre choix que de continuer à monter les taux... jusqu'à obtenir un retournement de cycle qui pourrait se produire au plus tard en 2020 et être anticipé avant. La BCE, quant à elle, aurait à peine commencé à monter ses taux fin 2019, qu'elle aurait déjà fini de le faire ! Une telle analyse conduit à ne pas anticiper de hausse significative des taux d'Etat en Europe pour longtemps, à être prudent sur les actions bancaires (rentabilité faible), à apprécier les foncières et à chercher du rendement pour suppléer le manque à gagner sur les taux (exposition sur les spreads par exemple). Les actions seraient dans un premier temps de bons véhicules d'investissement en Europe, jusqu'à contagion d'une correction significative aux Etats-Unis. Les pays émergents seraient vulnérables à un tel scénario.

Pour les autres, les réactions des marchés aux décisions de la BCE ont été excessives. Par prudence, celle-ci prendra certes son temps pour laisser le temps à l'économie européenne de repartir. Les réformes structurelles économiques et de la zone€, le retour progressif de l'inflation, une politique économique plus accommodante en Italie, permettent d'entretenir la dynamique économique minimum permettant une normalisation graduelle de la politique monétaire. Dans un tel scénario, toujours pas de remontée brutale des taux d'Etat, mais une remontée quand même, à partir de niveaux toujours

très bas sur les pays « core ». De son côté, la Fed, qui a en réalité déjà commencé à monter ses taux et à réduire son bilan depuis de nombreux trimestres, n'est pas en retard sur le cycle et aurait les moyens de baisser les taux, reprendre son QE si besoin. Un tel scénario est relativement porteur pour le crédit, moins négatif pour les actions notamment bancaires, les actions resteront toutefois vulnérables à une correction des marchés américains, sans doute moins importante que dans le scénario précédent et qui serait normale à ce stade du cycle.

Et avant ?

Avant de choisir le scénario de moyen terme, quelle séquence attendre pour les prochaines semaines : réunion zone € dont les progrès des négociations ont été masquées par les récentes déclarations sur la crise migratoire, réunion de l'OPEP dont on suivra la capacité à augmenter la production tout en soutenant un certain niveau de prix du baril, puis résultats des entreprises au T2.

Durant l'été, la thématique des élections de mi-mandat aux Etats-Unis devrait progressivement prendre de l'ampleur et pourrait impacter les marchés, même si un Congrès repassant à majorité démocrate, ce qui est loin d'être certain, ne serait pas à même de s'opposer réellement à la guerre commerciale qui relève aujourd'hui des pouvoirs d'urgence du président.

En toile de fond, la guerre commerciale pourrait donc s'aggraver. Sur ce sujet, nous pensons que les prévisions du consensus aussi bien sur la croissance économique que sur les résultats des entreprises, ne prennent pas en compte cette aggravation, qui est un risque difficilement quantifiable. Il faudra donc suivre les résultats et les prévisions des entreprises au fur et à mesure.

En conclusion, pour l'été, nous conservons de manière générale une certaine prudence sur les marchés, neutres sur les actions européennes, mais sous-pondérés sur les actions américaines (valorisations tendues) et émergentes (fondamentaux et vulnérabilité à la hausse des taux US) ; prudents sur les taux d'Etat « core ». Une mention spéciale toutefois pour le crédit européen, où l'on peut sans doute conserver, transférer, placer du risque. Même en cas d'écartement des spreads, il devrait être soutenu techniquement par un environnement de taux poussant les investisseurs à continuer à rechercher des suppléments de rendement avec des risques de défaut faibles, rendements qui se sont améliorés depuis quelques semaines.

Finalement, dans ce contexte où, avec D. Trump, aucune vérité ne dure plus de quelques semaines, une diversification active des sources de rendement et une politique de limitation des risques nous paraît plus que jamais recommandable dans un environnement qui ne manquera pas de révéler régulièrement des événements inattendus.

Achévé de rédiger par Alexis Merville le 19/06/18 à 21h00