

> ACTUALITÉ

PAS D'EFFONDREMENT DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES AUX ETATS-UNIS EN 2020

L'analyse quantitative suggère que les taux des bons du Trésor américain à dix ans se situeraient à 2 % à la fin de l'année prochaine. Le Bund, lui, devrait demeurer en deçà de 0 %.

Par Sandrine Lunven et Léa Dauphas, TAC Economics

L'évolution des rendements obligataires en 2019 a de quoi préoccuper les marchés. Elle est caractérisée par des ajustements brutaux et de larges oscillations (avec des écarts entre les points hauts et bas de l'année de l'ordre de 120 points de base sur les bons du Trésor américain, 100 pb pour le Bund allemand, 115 bp sur l'OAT français, 190 pb pour le BTP italien), une part croissante d'actifs en territoire négatif (environ 17 000 milliards de dollars en août, au lieu de 8 500 milliards en janvier) et une inversion des courbes de taux pour les principaux marchés (américain et allemand).

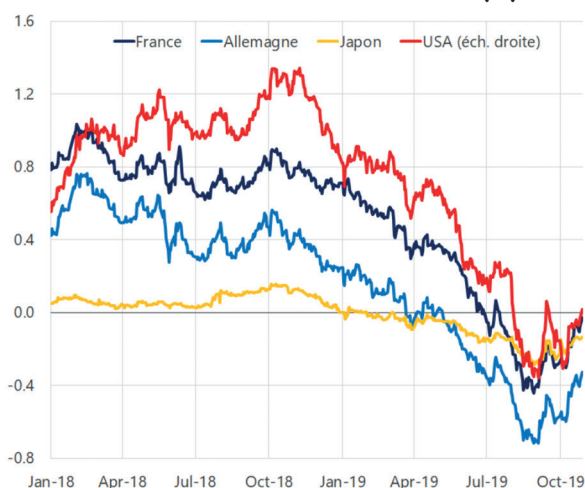
Le contexte global d'incertitudes croissantes liées aux tensions politiques et géopolitiques et les pers-

pectives plus négatives sur la croissance mondiale depuis le dernier trimestre de 2018 expliquent cette tendance et sont à l'origine de la forte baisse des marchés d'actions observée fin 2018 et le pivot soudain des politiques monétaires de la plupart des banques centrales, Réserve fédérale (Fed), Banque centrale européenne (BCE), Banque du Japon, au premier trimestre de 2019. Cette tendance s'est accélérée à partir de mai 2019 en raison, d'une part, de la confirmation du ralentissement de l'économie mondiale, comme l'illustre l'indice PMI manufacturier mondial, en baisse depuis début 2018 et franchissant le seuil critique de 50 en mai 2019 et, d'autre part, de la résurgence des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, avec une rupture des

négociations commerciales en mai 2019 et des risques géopolitiques croissants. A partir de septembre 2019, cette tendance s'est inversée avec une hausse des taux obligataires qui fait suite à une stabilisation des indicateurs manufacturiers (qui restent toutefois sous le seuil critique de 50) et à une indication de « pause » dans le resserrement monétaire de la Fed. Dans ce contexte de forts ajustements, il paraît important de s'interroger sur la tendance à attendre en 2020.

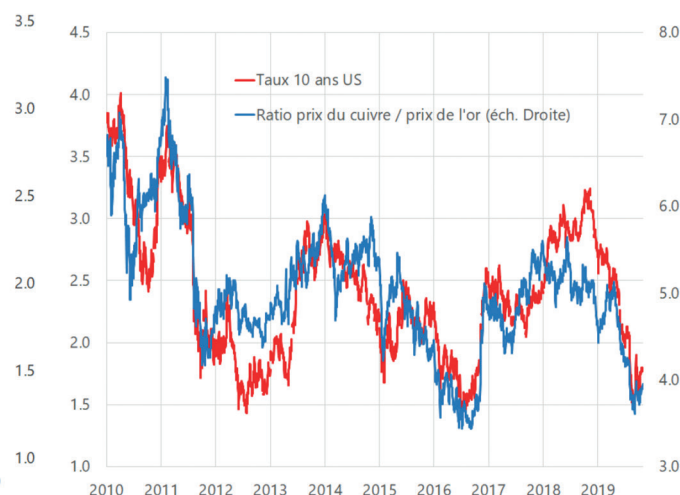
Les fondamentaux macroéconomiques ne laissent pas présager de nouvelles baisses substantielles des taux à dix ans, particulièrement aux Etats-Unis compte tenu de perspectives de ralentissement économique modéré (croissance entre 2 % et 2,5 % en 2020), d'une

TAUX OBLIGATAIRES À 10 ANS (%)

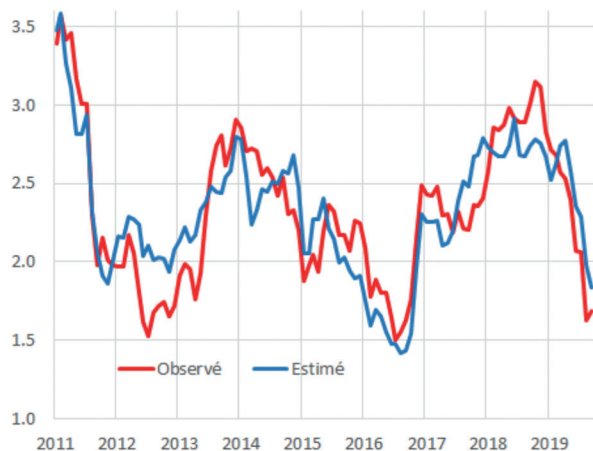


Sources: TAC Economics, Datastream

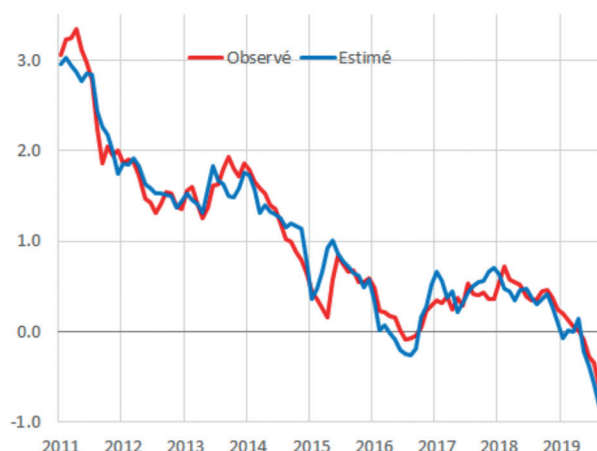
TAUX 10 ANS US ET RATIO PRIX DU CUIVRE/OR



ESTIMATION TAUX OBLIGATAIRE 10 ANS US



ESTIMATION TAUX OBLIGATAIRE 10 ANS ALLEMAND



Sources: TAC Economics, Datastream

inflation autour de 1,5 %-2,0 % et d'une Fed gardant toute crédibilité, c'est-à-dire appliquant les mesures appropriées pour prévenir une véritable récession économique et contrôler la stabilité systémique. D'ailleurs, les mesures prises par la BCE et la Fed en septembre 2019 ont permis une remontée des rendements obligataires, cassant la tendance baissière observée depuis un an. A l'inverse, la recherche de rendements et/ou de fuite vers des actifs de qualité devrait continuer de peser sur les rendements obligataires.

Face à ces vents contraires, nos outils quantitatifs identifient les indicateurs les plus pertinents pour mesurer d'une part les fondamentaux nationaux, à savoir l'activité, l'inflation et la politique monétaire, d'autre part les facteurs externes pour intégrer l'aversion au risque, la recherche de rendement et de fuite vers les actifs de qualité. Le ratio du prix du cuivre rapporté à celui de l'or s'avère un excellent proxy. Le prix du cuivre reflète la vigueur de la demande industrielle et est donc un bon indicateur de la croissance économique mondiale. Le prix de l'or est lié à son statut de valeur refuge, reflétant les inquiétudes sur l'environnement mon-

dial et l'aversion pour le risque. Ainsi, ce ratio combinant le cycle économique et les attentes du marché mesure bien l'appétit du marché pour les actifs risqués versus les actifs sans risque.

Notre scénario central pour les perspectives économiques de 2020 n'est pas celui d'une récession économique majeure, mais plutôt d'un ralentissement de l'économie mondiale jusqu'à la mi 2020, suivi d'un rebond modeste au second semestre. Avec les décalages habituels, cela suggérerait une hausse des prix du cuivre au premier semestre 2020. Les perspectives du prix de l'or sont plus incertaines mais l'aversion au risque devrait persister en 2020, directement liée aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et aux tensions géopolitiques très fortes.

En intégrant ces scénarios, nos modèles suggèrent une résistance autour de 1,5 % sur le taux 10 ans américain jusqu'à fin 2019. Dès le premier semestre 2020, les perspectives plus optimistes sur une possible reprise cyclique aux États-Unis soutenue par la crédibilité de la Fed suggèrent une remontée modérée des taux à dix ans pour atteindre un seuil proche de 2 % fin 2020. A l'inverse, le Bund devrait

rester en territoire négatif en 2020, dans une fourchette comprise entre -1 % et 0 %, dans l'hypothèse d'une politique monétaire accommodante persistante de la BCE, d'un ralentissement économique avec une période plausible de récession de courte durée au premier semestre de 2020 (nos projections indiquant une croissance du PIB dans la zone euro à respectivement 1,1 % et 1 % en 2019 et 2020) et d'un taux d'inflation en-deçà de la cible (dans une fourchette de 1 % à 1,5 %).

Un scénario des taux obligataires américains à 0 % en 2020 (comme le suggérerait une simple prolongation de la tendance observée depuis un an) semble à l'inverse peu probable et suggérerait soit une récession mondiale plus marquée et durable liée par exemple à une escalade des tensions géopolitiques entraînant des perturbations majeures (sur les marchés pétroliers, dans les relations avec la Chine, etc), soit une crise financière engendrée par des problèmes de nature systémique de certaines institutions financières amplifiant des comportements type fuite vers la qualité. ■