

Où vont les taux souverains européens ?

Depuis le 20 avril, le Bund allemand s'est tendu de 90 points de base, provoquant une correction sévère des marchés obligataires. D'un point de vue fondamental, ce phénomène de repricing des taux longs européens n'est pas illogique et pourrait se poursuivre dans les trimestres à venir.

« Mini crash » ou correction obligataire durable ? La sévère tension subie par les taux longs souverains, dans le sillage du Bund allemand, a de quoi désarçonner les investisseurs. Ces dernières semaines, la contreperformance des marchés obligataires a, par contagion, contribué au regain de volatilité des actions qui sont entrées dans une phase de consolidation. Mais surtout, la hausse du Bund remet profondément en question le scénario d'un environnement de taux bas à long terme, qui jusqu'ici faisait aisément consensus.

L'ampleur et le timing de cette soudaine hausse des taux sont assez surprenants, alors qu'au cours des deux dernières années les taux souverains européens n'ont cessé de se replier jusqu'à atteindre des niveaux proches de zéro, voire négatifs dans le cas de certaines maturités courtes. Les mesures non conventionnelles de la BCE et l'anticipation d'un programme massif de rachats d'actifs ont sensiblement soutenu cette tendance et il était entendu que ces niveaux planchers seraient tenus pendant de longs mois, une fois le « quantitative easing » européen déployé.

Arbitrage technique et révision des anticipations d'inflation

Alors, que s'est-il produit depuis le 20 avril, pour que le taux à dix ans allemand grimpe de 90 points de base et atteigne 1% le 10 juin ? Cette flambée est due à un mouvement technique avec un « sell-off » initié par certains fonds d'arbitrage,

en particulier des hedge funds. Les flux vendeurs sur les emprunts souverains à long terme se sont concrétisés via des positions short sur le marché des futures de taux, ce qui, par conséquent, a amplifié les mouvements du fait du levier intrinsèque à ces instruments.

Et si les banques et assureurs de la zone euro, détenteurs de montants massifs d'obligations souveraines européennes, s'inscrivent dans une logique de « buy and hold », c'est-à-dire de conservation de leurs titres (notamment pour respecter leurs engagements prudentiels), les opérateurs de marché étrangers, eux, n'ont pas hésité à déboucler leurs positions. C'est le cas des investisseurs institutionnels japonais, fréquemment vendeurs au début du deuxième trimestre en raison de leur calendrier financier et fiscal spécifique. Certains investisseurs ont aussi acheté l'annonce du programme de rachats d'actifs mais vendu sa mise en œuvre, un phénomène pas si singulier puisqu'il a déjà été observé aux Etats-Unis ou au Japon par le passé.

Un autre facteur, plus puissant, explique le déclenchement de la hausse des taux : la récente révision haussière des fondamentaux macroéconomiques. Le mois dernier, les anticipations d'inflation en zone euro ont été relevées, écartant le spectre d'une japonisation de l'environnement économique européen. La reprise de la hausse des prix à la consommation est encouragée par le raffermissement des cours pétroliers qui ont rebondi de plus de 40% depuis leur point bas, en mars. Parallèlement, les perspectives de croissance du PIB semblent s'améliorer en zone euro, avec une progression de +0,4% constatée au premier trimestre et +1,5% anticipé pour l'année 2015.

Le Bund à 1,50% d'ici la fin d'année ?

Il est encore difficile de savoir si nous assistons à un véritable changement de cycle sur les marchés obligataires, d'autant que la BCE compte poursuivre sa politique monétaire expansionniste

jusqu'en septembre 2016 et même accélérer le rythme des rachats de dette, selon les récents propos de Benoit Cœuré, membre du directoire de la banque centrale. Mais d'un point de vue fondamental, le « repricing » des taux souverains a du sens. A l'heure où la reflation de l'économie réelle semble en bonne voie (grâce, d'ailleurs, aux mesures de la BCE), comment justifier plus longtemps des taux d'intérêt ne rémunérant pas, ou trop peu, les créanciers obligataires ?

La nouvelle donne économique, si elle se confirmait, justifierait la poursuite de la hausse du Bund. En effet, dans l'hypothèse (crédible) où l'inflation allemande s'établirait à 1% d'ici la fin d'année – en mai l'inflation allemande est ressortie à 0,7% –, il semblerait légitime que le taux à dix ans allemand atteigne un niveau de 1,50% à cet horizon, pour que le taux d'intérêt réel soit *in fine* positif, en l'occurrence proche de 0,50%. Un tel équilibre est désormais souhaitable, à considérer que la situation économique de la zone euro soit en voie de normalisation. De ce point de vue, les indicateurs conjoncturels publiés dans les mois à venir seront riches d'enseignement et redeviendront des catalyseurs de premier ordre pour les marchés obligataires. Le temps des valorisations artificielles est peut-être révolu et on ne pourra que s'en réjouir.