

## 2 La pérennité de l'environnement de taux longs : quels sont les facteurs critiques ?

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

L'année a démarré avec une nouvelle baisse des taux longs, désormais (le 11 février) à 0,19 % en Allemagne et à 1,67 % aux États-Unis. Rien ne semble arrêter la baisse des taux longs, ou, à tout le moins, le maintien à de bas niveaux. Cet environnement est-il pérenne... et est-il favorable? Telle est la question qu'il convient de se poser, car la baisse des taux longs peut provenir d'une montée des risques ou de conditions monétaires et financières favorables... deux situations aux antipodes pour les allocations d'actifs. Ajoutons également que cela fait plus de 4 ans que les prévisions de marché se trompent sur les taux longs, tout le monde – ou presque – ayant sous-estimé les forces laissant les taux longs à des niveaux historiquement ultra-faibles. L'objet de cet article est d'analyser les facteurs susceptibles de pousser les taux à la hausse (ou de les maintenir à un bas niveau).

**Six facteurs essentiels sont susceptibles de modifier – ou de conforter – l'environnement actuel. Pour une remontée des taux longs, il faudrait :**

### # 1 Une remontée de la croissance potentielle

Le monde fait face à une croissance potentielle affaiblie et à un excès d'épargne mondiale. Autrement dit, le taux d'intérêt d'équilibre mondial a fortement décliné au cours de ces dernières années. Difficile de conclure que les niveaux actuels de taux sont excessifs, comme il est difficile de croire en un éclatement de bulle obligataire. Que ce soit en Chine (où elle a sans doute été réduite de 50 % en l'espace de 10 à 15 ans), au Japon, en Europe ou encore aux États-Unis, la croissance potentielle a fortement baissé. Nous sommes donc entrés dans un nouveau régime de croissance, avec des rythmes d'expansion beaucoup plus faibles que par le passé. Pour que la croissance potentielle remonte, il faudrait un renversement des tendances démographiques (à long terme par le taux de natalité, à court terme par l'immigration) et une progression plus conséquente des gains de productivité. Rien qui ne puisse se produire à très court terme.

La stabilité macrofinancière de ce nouveau régime requiert désormais des taux d'intérêt plus bas, et sans doute pour longtemps car il s'agit de modifications structurelles et non pas seulement conjoncturelles. À tout cela viennent s'ajouter les niveaux de dette accumulés qui « interdisent » une forte remontée des taux.

### # 2 Un regain d'inflation

Du fait de la chute des prix du pétrole et de l'absence d'inflation salariale dans la plupart des économies avancées, un retour rapide de l'inflation vers les cibles des banques centrales est hors de portée en 2016. Les politiques monétaires peuvent donc rester très accommodantes. Au total, personne ou presque ne mise sur un retour de l'inflation, d'une part parce que les indicateurs économiques ne plaident pas en faveur de cela, mais aussi parce que les banques centrales qui le souhaitent (Banque du Japon en particulier) n'y parviennent pas. Les tendances déflationnistes (salaires, Chine, prix des matières premières, prix des biens industriels, commerce mondial...) restent puissantes et les anticipations d'inflation restent sous contrôle, parfois à l'excès.

### # 3 Un changement radical dans l'attitude des grandes banques centrales

Pour qu'il y ait une remontée des taux courts et longs, il faudrait assister à une remontée des taux directeurs des banques centrales. Certes, la Fed vient tout juste d'entamer son cycle de resserrement monétaire, mais il ne s'agira ni d'une « normalisation monétaire », ni d'un véritable cycle de

## L'essentiel

**Le niveau des taux – courts et longs – et leur maintien à un faible niveau sont des éléments déterminants – et critiques – de notre scénario et de notre allocation d'actifs. L'impact sur les obligations d'entreprises et sur les actions notamment, est particulièrement important. Attention toutefois: la baisse des taux longs peut provenir d'une montée des risques ou de conditions monétaires et financières favorables... deux situations aux antipodes pour les allocations d'actifs.**

L'objet de cet article est de passer en revue les différents facteurs susceptibles de pousser les taux longs à la hausse et de sortir de la situation d'ancrage des taux à de bas niveaux dans laquelle nous vivons depuis plusieurs années. Nous en développons six : la hausse de la croissance potentielle, la progression du niveau d'inflation et des anticipations d'inflation, le resserrement des politiques monétaires, la réduction de la taille des bilans des banques centrales (Fed en tête), le recours plus large à des déficits budgétaires, l'éclatement de bulles obligataires. Notre conclusion est sans équivoque : il est bien difficile de trouver actuellement des facteurs déterminants poussant durablement les taux longs à la hausse. Tant que cela sera le cas, et hormis une situation de crise et d'aversion au risque, il y a peu de chances que nous changions radicalement nos allocations d'actifs.

“ La baisse des taux longs peut provenir d'une montée des risques ou de conditions monétaires et financières favorables ”

“ Rien ne semble arrêter la baisse des taux longs, ou, à tout le moins, leur maintien à de bas niveaux ”

resserrement. Nous préférons parler de « mini-cycle » de resserrement. En fait, il faut noter que la Réserve Fédérale procède à sa première hausse des taux alors que le cycle économique est déjà bien entamé. La Fed a pris du retard du fait des risques sur les grands équilibres financiers, et du fait de la – trop – forte appréciation du dollar. Il n'y a pas actuellement un bloc de banques centrales en phase de resserrement contre éventuellement un bloc de banques centrales désirant garder des taux bas ou désirant resserrer plus tard, mais plutôt une banque centrale qui relève ses taux (la Fed) face au reste du monde – ou presque – qui désire et va poursuivre les assouplissements monétaires. Autant dire que cela limite les marges de manœuvre de la Fed... et le potentiel de hausse des taux.

**# 4 Une réduction drastique des bilans des grandes banques centrales**

Les grandes banques centrales ont toutes procédé à la mise en place d'un programme de *Quantitative Easing* (QE), certaines l'ont interrompu (Fed et Banque d'Angleterre), d'autres l'ont entamé il y a moins d'un an (BCE), et d'autres enfin n'ont pas d'autre choix que de le poursuivre (Banque du Japon et sans doute Banque centrale chinoise). Dans tous les cas, cela s'est traduit par d'importants achats de titres obligataires (souverains et autres) et par un fort accroissement du bilan de la Banque centrale. Il apparaît également de façon claire qu'une fois les QE terminés, les banques centrales n'ont pas procédé à un dégonflement de leur bilan, et ont réinvesti les actifs venant à maturité. Les risques sur la stabilité financière ne permettent pas qu'il en soit autrement. Cela ne devrait pas changer dans l'immédiat.

**# 5 Un nouveau – et important – recours aux déficits budgétaires**

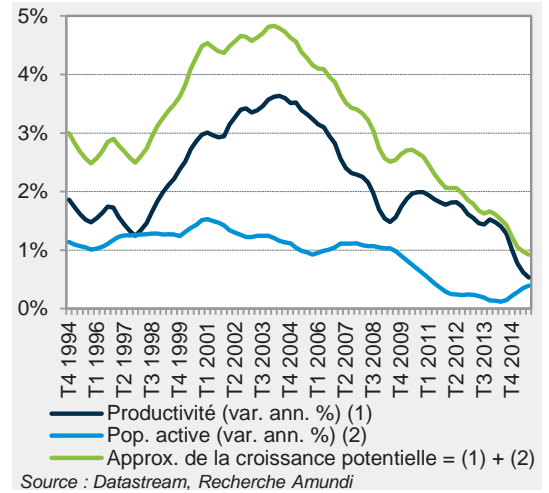
Le recours à des déficits budgétaires accrus serait un autre facteur pouvant pousser à la hausse les taux longs. Attention toutefois: la relation entre ces déficits et taux longs ne fait pas l'unanimité parmi les économistes, tant s'en faut. Selon les adeptes de l'effet d'éviction, une hausse des dépenses publiques se traduirait par une baisse de l'investissement et de la consommation privée. Pour financer les déficits, l'État se finance sur les marchés financiers, ce qui va mobiliser une partie de l'épargne au détriment de l'investissement productif (effet volume), et donc de la croissance (c'est pour cela que les politiques budgétaires keynésiennes de relance de la demande globale sont contestées, et que les libéraux sont plutôt favorables à une baisse des dépenses publiques). En conséquence, l'action de l'État raréfie une épargne dont le prix s'accroît (effet prix). Au total, les taux d'intérêt s'inscrivent à la hausse, toutes choses égales par ailleurs. Il a cependant été abondamment démontré que la réalisation de l'effet d'éviction ne se produit que sous des hypothèses très restrictives (plein-emploi, politique monétaire neutre). Par ailleurs, lorsque l'investissement public intervient alors que l'investissement privé est défaillant, l'impact sur les taux est peu probable. Au total, il est difficile de se prononcer: d'autres facteurs bien plus puissants déterminent les taux d'intérêt et le taux d'intérêt n'est pas non plus le seul élément déterminant de l'investissement.

Il est probable que la politique budgétaire américaine soit assouplie (maturité du cycle de croissance, année électorale...) alors que l'austérité budgétaire en zone euro cède du terrain... mais on ne pourra pas parler de relance budgétaire pour autant. Au total, l'impact sur les taux, s'il existe, sera limité.

**# 6 Des bulles obligataires qui éclatent**

Pour que des bulles éclatent, encore faut-il qu'elles existent. Le niveau des taux peut paraître excessif au regard des données passées, mais il n'est pas cependant pas irrationnel au regard des conditions actuelles évoquées ci-dessus. Un krach peut intervenir sans pour autant que des bulles aient été identifiées, mais les remontées de taux auxquelles nous allons assister, si elles sont inévitables compte tenu de la volatilité ambiante et des niveaux de taux, ne nous semblent pas soutenables.

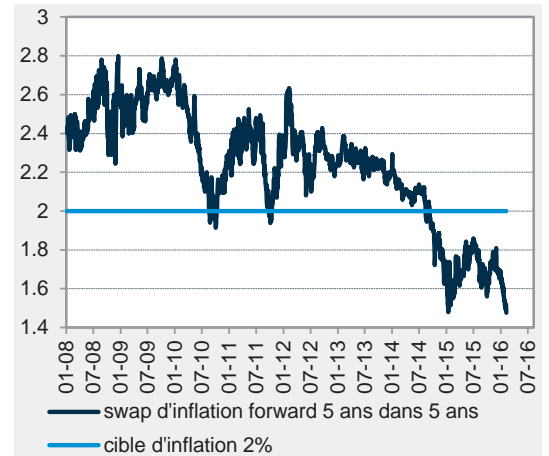
**1 États-Unis : approximation de la croissance potentielle (tendance à 5 ans)**



Les marges de manœuvre de la Fed à la hausse des taux sont limitées



**2 Zone euro : swap d'inflation forward 5 ans dans 5 ans**



Les déficits publics ne sont pas, tant s'en faut, le facteur de détermination des taux d'intérêt le plus puissant



**En conclusion**, les taux longs sont bas, et ils devraient le rester. Mais il faut bien distinguer des baisses de taux provenant d'une montée de l'aversion au risque et des baisses de taux provenant de conditions monétaires et financières amples. **Le mouvement de l'été dernier et de ce début d'année, accompagné d'une hausse de la volatilité et de chocs sur les devises, relève clairement du premier cas de figure, et il incite donc à la prudence.** Nous avons évoqué à de nombreuses reprises les stratégies de *macro-hedging* qu'il est nécessaire de mettre en place dans les portefeuilles et les allocations d'actifs : long obligations américaines, long USD, long JPY, long cash en USD, long volatilité, et long or.



Nos stratégies de macro-hedging prennent tout leur sens dans le contexte actuel





## Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
**Fixed Income**



**Foreign Exchange**  
Money Markets **Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Monetary Policies**  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate **High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Towards Greater Diversification in Central Bank Reserves**  
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE MIGNON, *EconomiX-CNRS, University of Paris Ouest and CEPII*, KIM OOSTERLINCK, *Université Libre de Bruxelles (ULB), SBS-EM, CEB*, ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Markets: Evidence from the BRICS**  
JULIEN MOUSSAVI – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Sovereign default in Emerging market countries: A transition model allowing for heterogeneity**  
ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique* & GILLES DUFRÉNOT – *AMSE, CEPII, Banque de France*

### Discussion Papers Series

- **Les banques centrales: premier pilier du cycle d'investissement**  
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Investir dans les facteurs de risque des actions en fonction de l'environnement macroéconomique**  
ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*
- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**  
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**  
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*

### Spécial Focus

- **L'approche par facteurs: quels bénéfices pour l'allocation d'actifs?**  
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*, ÉRIC TAZÉ-BERNARD, *Conseil en allocation d'actifs*
- **Hybrid Pensions Schemes with Risk-Sharing: Are They the Future of Occupational Pensions?**  
MARIE BRIÈRE, LING-NI BOON, *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Brésil: la fête doit continuer. Mais est-ce possible?**  
KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Brésil: à la croisée des chemins**  
NICOLAS DOISY, KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique*

### Correspondants

#### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

#### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,  
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

#### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*  
– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - kwanisik