

Obligations : Dynagest SA

La Fed exhibe son arsenal anti-déflation, la BCE reste tournée vers la « sortie »

Bien orientées jusqu'à vendredi, les obligations gouvernementales ont vu leur élan brisé par Ben Bernanke, prêt à tout pour éviter la spirale déflationniste.

Aux Etats-Unis, le rendement du T-Note à dix ans est tombé près de 2.4 %, avant de se redresser vendredi aux environs de 2.6 %. Dans un premier temps, le déclin des rendements a été alimenté par de multiples symptômes de faiblesse de l'économie. L'effondrement des ventes de maisons existantes (3.8 millions d'unités en juillet, en recul de 27 % par rapport au mois précédent et de 25 % en glissement annuel) et la chute des ventes de maisons neuves (-32 % en glissement annuel) se sont révélés pires que prévu. Le déclin sévère des commandes de biens d'équipement (-8 % mensuel hors défense et aéronautique) a renforcé les craintes des investisseurs.

La révision à la baisse de la croissance du PIB au deuxième trimestre (1.6 % en lieu et place d'une estimation préliminaire à 2.4 %) s'est toutefois révélée un peu moins prononcée que prévu. Une progression un peu plus ferme de la consommation privée a partiellement compensé les effets d'une révision à la baisse des exportations nettes et des reconstitutions d'inventaires. On relèvera par ailleurs le repli des demandes d'indemnités de chômage (474'000 selon le dernier relevé hebdomadaire) ainsi que la baisse modeste des taux de défaillances sur les emprunts hypothécaires (9.85 % au deuxième trimestre après 10.06 %) et des procédures de saisies immobilières.

Le vent a néanmoins tourné à la suite du discours du Président de la Réserve Fédérale américaine, à l'occasion de la grande messe des banquiers centraux à Jackson Hole. Ben Bernanke a dressé un état des lieux assez complet de l'économie américaine et de la politique monétaire. Une grande partie de ce dernier discours est consacrée aux différentes options dont la Fed dispose encore pour accentuer ses efforts de relance. Ben Bernanke a énuméré quatre pistes qui permettraient d'assouplir davantage la politique monétaire : acquérir plus de titres à long terme (1), communiquer différemment (2), abaisser le taux de rémunération des réserves bancaires excédentaires actuellement fixé à 0.25 % (3) et, en dernier recours, annoncer un objectif d'inflation supérieur à celui compatible avec la stabilité des prix (4).

Concrètement, cette quatrième option pourrait conduire le FOMC à exprimer sa volonté de viser temporairement un taux d'inflation de 4 % ou 5 %, voire davantage. En supposant que la Fed soit jugée crédible (ce qui reste à démontrer...), une telle annonce devrait se répercuter sur les anticipations d'inflation et impliquer une réduction des taux d'intérêt 'réels' ex ante de nature à stimuler le crédit et à réduire l'attrait de l'épargne. Selon Ben Bernanke, cette option n'est pas d'actualité... mais elle pourrait être adoptée si les anticipations d'inflation devaient fortement baisser sous l'effet d'une baisse prolongée des prix.

En résumé, le Président de la Réserve Fédérale se dit prêt à tout pour empêcher une baisse durable du niveau des prix. Ce faisant, le banquier central applique déjà l'approche rhétorique (2) citée plus haut. Sachant que l'option (3) serait quasiment sans effet, le FOMC devrait privilégier l'approche quantitative consistant à augmenter les achats de titres à long terme (1). Annoncée au début du mois, la décision de réinvestir les sommes issues des remboursements des obligations hypothécaires acquises par la Fed (400 milliards d'ici à fin 2011) constitue un premier geste dans ce sens.

En Europe, les emprunts allemands ont atteint de nouveaux sommets, avant de perdre un peu d'altitude tandis que Ben Bernanke dévoilait son arsenal anti-déflation. Le rendement du Bund à dix ans s'établit aujourd'hui près de 2.1 %, alors que l'économie allemande fait preuve d'un surprenant dynamisme. Supérieure à 8 % en rythme annualisé, la croissance du PIB germanique au deuxième trimestre est amplement alimentée par les exportations et les dépenses d'investissement. Les chiffres détaillés publiés la semaine passée montrent cependant que la consommation des ménages se reprend également.

Bien qu'un tassement de la croissance allemande semble inévitable, l'amélioration du climat des affaires mis en lumière par la dernière enquête de l'IFO (106.7 après 106.2) n'annonce pas de fléchissement marqué de l'activité. Si le reste de la zone euro semble distancé par la locomotive allemande, les nouvelles récentes sont plutôt réjouissantes : outre une baisse des demandeurs d'emploi en France, on relève une modeste expansion de l'économie espagnole, une vive progression des commandes industrielles et des indices de confiance assez solides à l'échelle de la zone euro.

Au plan monétaire, la stagnation de M3 (0.2 % en glissement annuel) montre que la générosité extrême de la BCE reste pratiquement sans effets sur les crédits alloués aux ménages et aux entreprises. En dépit de ce constat, qui invite à diagnostiquer une « trappe de liquidité », les responsables de la BCE tiennent un discours différent de celui formulé par Ben Bernanke. Alors que la Fed envisage d'accentuer ses efforts de relance, la BCE continue à penser « stratégie de sortie », sans toutefois afficher le moindre empressement.

Hors zone euro, les emprunts britanniques se sont appréciés en dépit des signes de renforcement de l'activité. La croissance du PIB (1.2 % au deuxième trimestre) est principalement alimentée par la consommation des ménages, qui a retrouvé une certaine vigueur reflétée par un regain d'activité dans le commerce de détail. En Suisse, les emprunts de la Confédération présentent des rendements à peu près inchangés au terme de la semaine écoulée. Cette stabilité masque toutefois une chute temporaire des rendements à des niveaux surréalistes : à peine plus de 1 % à dix ans d'échéance !

***www.dynagest.ch**

Le volontarisme de Ben Bernanke semble avoir temporairement refroidi les marchés des emprunts publics

Taux 30.08.10	Etats-Unis	Canada	vs US en p.d.b.	Japon	vs US en p.d.b.	Zone euro (Allemagne)	vs US en p.d.b.	Royaume-Uni	vs All. en p.d.b.	Suisse	vs All. en p.d.b.
Dépôt 3 mois	0.33	0.86	53	0.16	-17	0.82	49	0.71	-11	0.10	-72
<i>Variation hebdo en p.d.b.</i>	0	0		-2		0		0		0	
Trésor 2 ans	0.51	1.27	76	0.11	-40	0.59	8	0.60	1	0.28	-31
<i>Variation hebdo en p.d.b.</i>	3	-2		1		-2		0		2	
Trésor 5 ans	1.43	2.10	67	0.27	-116	1.21	-22	1.66	45	0.59	-62
<i>Variation hebdo en p.d.b.</i>	-2	-9		3		-9		-3		1	
Trésor 10 ans	2.61	2.82	21	1.01	-160	2.14	-47	2.91	77	1.15	-99
<i>Variation hebdo en p.d.b.</i>	-2	-12		8		-14		-9		2	
Swap vs Trésor 10 ans	5	17		6		22		9		51	
<i>Variation hebdo en p.d.b.</i>	1	5		-1		0		9		7	
Inflation actuelle	1.2	1.8		-0.9		1.7		2.6		0.4	
Consensus 2010	1.6	1.8		-1.0		1.3		4.4		0.8	
Consensus 2011	1.4	2.2		-0.2		1.4		3.3		0.9	