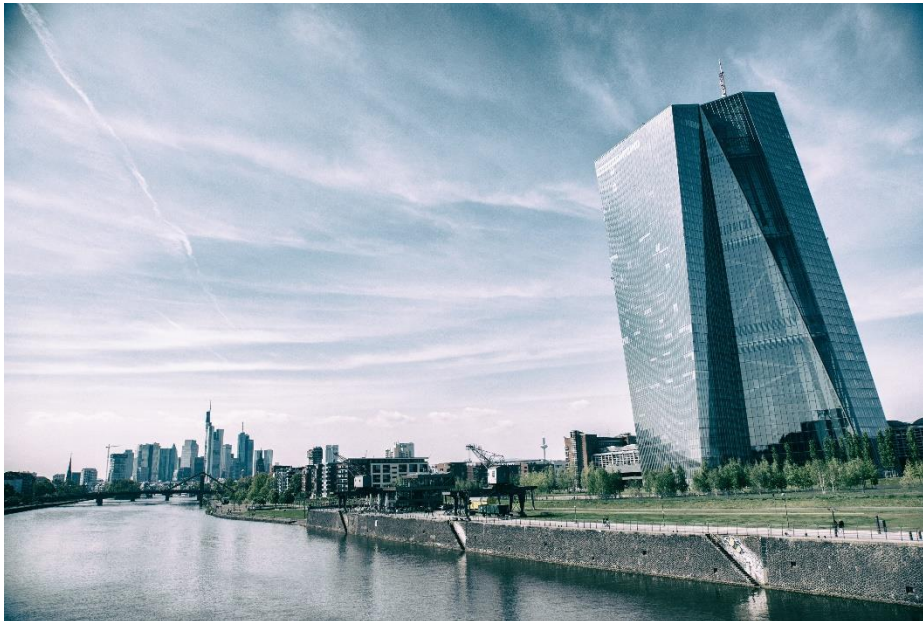


Les marchés et les banques centrales face au ralentissement économique (Note)



Résumé :

- Le probable ralentissement de l'économie mondiale devrait être un défi majeur pour les banques centrales et les marchés obligataires souverains et FX¹ en 2019. En Zone Euro, alors que les dernières données économiques ont montré des signes de ralentissement, la BCE adopte une politique monétaire de moins en moins accommodante ;
- Après 4 hausses de taux en 2018, la FED fait désormais preuve de prudence et devrait ralentir le rythme sur les prochaines hausses de taux à la suite des incertitudes économiques. Les taux d'intérêt directeurs sont sur la fourchette 2,25 %-2,50 %. Le marché n'anticipe aucune hausse de taux supplémentaires sur l'année et le consensus Bloomberg² établit seulement une hausse de taux en 2019 contre 3 en novembre dernier ;
- Entre tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, prudence des banques centrales et ralentissement économique dans les pays avancés, les rendements des obligations souveraines seraient amenés à évoluer faiblement à la hausse. La hausse des taux en Zone Euro sera aussi sensible à la politique de réinvestissement des obligations détenues par l'Eurosystem qui arriveront à échéance.

Mots clefs : Marchés financiers, volatilité, politique monétaire, zone euro, États-Unis, macroéconomie, obligations souveraines

Utilité de l'article : *L'objectif de cette note est d'appréhender les différentes perspectives possibles pour les marchés obligataires souverains et FX sur le reste de l'année 2019 et d'identifier les risques pouvant faire augmenter la volatilité sur les marchés actions, obligataires et FX.*

¹ Marché des changes

² Consensus des économistes établi par Bloomberg

La fin de l'année 2018 a été marquée par le risque d'un ralentissement de l'économie mondiale. L'inflation sous-jacente est notamment restée stable et inférieure aux prévisions en Zone Euro alors qu'une bonne partie des économies de l'Union économique et monétaire sont au plein-emploi.

De fait, l'année 2019 débute sur le thème d'un ralentissement économique mondial, et cela s'observe dans les enquêtes conjoncturelles. Enfin, les risques globaux continuent d'augmenter l'incertitude et des corrections de marché sont à prévoir.

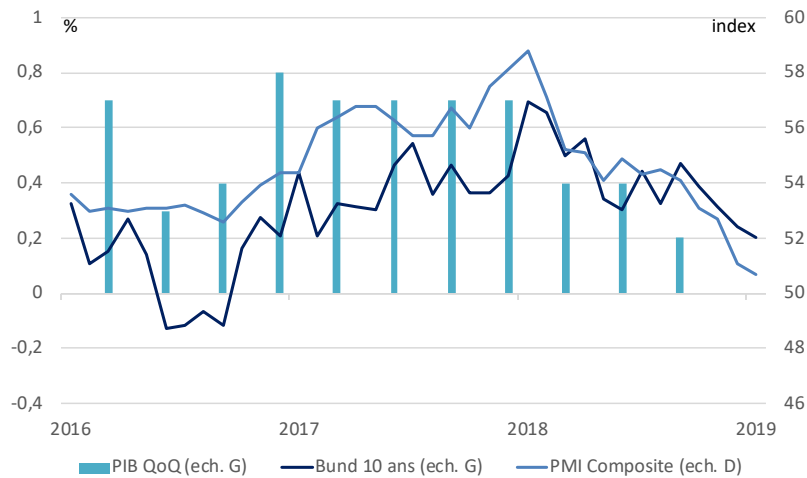
1. Évolution macroéconomiques et possibles réactions de marché

1.1) La croissance devrait continuer sur un rythme au-dessus de son potentiel : la théorie de l'atterrissage en douceur (*soft landing*) aux États-Unis et en Zone Euro

En dépit de la situation macroéconomique décevante en 2018 (graphique 1) qui a surpris à la baisse les marchés, la conjoncture est restée positive avec des chiffres de croissance toujours au-dessus du niveau potentiel (1,8 % en 2018 pour la Zone Euro pour une croissance potentielle estimée à 1,5 % selon la Commission Européenne). Cependant, la confiance des entreprises qui réalisent leur chiffre d'affaires principalement à l'export a fortement baissé ces derniers mois notamment en Allemagne en raison des tensions commerciales et de l'introduction de nouvelles normes antipollution dans l'industrie automobile. Cela commence à s'observer à travers les données macroéconomiques « Hard Data³ ». À titre d'exemple, l'Allemagne et l'Italie ont enregistré une croissance négative au troisième trimestre 2018 (respectivement -0,2 % et -0,1 %), alors que l'Espagne a conservé un dynamisme certain (0,7 % au T3 2018 et 2,4 % en glissement annuel). L'indice PMI composite de l'activité en Zone Euro (flash) est de nouveau en baisse au mois de janvier (-0,4 pt à 50,7), mais moins sensiblement qu'en décembre. L'indice recule dans les services (-0,3 pt à 50,8) et plus nettement dans l'industrie (-0,9 pt à 50,5). Si une récession économique mondiale ne fait pas partie des scénarios centraux pour l'instant, l'annonce de nouveaux droits de douane pourrait peser à la baisse sur l'économie mondiale et le ralentissement de la croissance économique en Zone Euro pourrait venir de la diminution de la demande externe.

³« Hard Data » : données fournies par les organismes statistiques gouvernementaux, utilisées dans la construction du produit intérieur brut (PIB) réel. « Soft Data » : données fournies dans les enquêtes menées auprès des entreprises, concernant la confiance des consommateurs par exemple.

Graphique 1 – Zone Euro : Evolution des PMI, Croissance du PIB trimestriel et taux d'intérêt allemands à 10 ans



Sources : Bloomberg, Markit, Eurostat, Macrobond, BSI Economics

1.2) Aux États-Unis, le gouvernement a creusé le déficit en fin de cycle ce qui limite l'effet positif sur la croissance

La croissance américaine devrait ralentir autour des 2,2 % cette année contre 2,9% prévu en 2018. Les craintes sur les tensions commerciales pèsent fortement sur le climat des affaires. De plus, des enquêtes pointent vers un ralentissement des investissements des entreprises. L'inflation sous-jacente devrait être stable (2,0 % en 2019 selon le consensus) et commence même à montrer des signes baissiers (en excluant une hausse des tensions commerciales pouvant affecter à la hausse les prix des produits importés). Enfin, l'interruption partielle des services fédéraux (*shutdown*) aura probablement un impact non négligeable sur les chiffres de croissance du premier trimestre 2019. En effet, son coût hebdomadaire serait de 5 à 10 Mds USD⁴. Les effets de la politique budgétaire de l'Administration américaine, qui a amélioré le niveau de profit après impôts et le revenu disponible des ménages, s'estomperont fortement en 2019 pour probablement disparaître en 2020. Avec un déficit de 3,9 % du PIB en 2018, les marges de manœuvre du gouvernement sont plus faible qu'auparavant et ce particulièrement avec la nouvelle majorité démocrate à Chambre des représentants. Le consensus prévoit une dégradation du déficit à 4,6 % du PIB en 2019.

L'application des droits de douane vont probablement peser à la baisse sur la croissance par le biais de la montée des incertitudes pour les entreprises, la perturbation des chaînes d'approvisionnement et la hausse des prix importés qui pourrait diminuer le pouvoir d'achat des ménages. Enfin, selon un sondage Bloomberg, la probabilité de récession dans les douze mois est passée de 15 % en décembre 2018 à 25 % en février 2019.

⁴ Estimations basées sur les études du coût du shutdown de l'automne 2013 et repris par une étude de BNP Paribas. Cf. Committee for A Responsible Federal Budget (2013), The Economic Cost of the Shutdown.

1.3) En Zone Euro, la croissance économique sera plus portée par la demande intérieure en raison de la hausse des salaires

En ce début d'année, le FMI et les économistes du secteur privé ainsi que la Commission européenne ont révisé à la baisse les perspectives de croissance de la Zone Euro en 2019. Selon la Commission européenne, le PIB serait désormais attendu à 1,3 % cette année contre 1,9 % auparavant. Selon un sondage Bloomberg, la probabilité de récession dans les douze mois est passée de 16,5 % en décembre dernier à 20 % en février.

Les composantes de la demande interne (en particulier l'emploi et les salaires) restent bien orientées, mais l'*output gap* s'est probablement refermé en 2018, ce qui devrait être suivi d'une décélération.

La croissance pourra s'appuyer sur un soutien modéré des politiques budgétaires (du moins en Allemagne et, temporairement, en France, alors que l'effet des mesures prises en Italie devrait être compensé, au moins en partie, par la hausse des rendements obligataires).

2. Resserrement des politiques monétaires dans les pays avancés face aux incertitudes économiques

Une croissance plus faible et divergente ainsi que des signes annonçant la fin du cycle ont compliqué la tâche pour les banques centrales. Alors qu'auparavant les conditions macroéconomiques étaient clairement réunies pour la normalisation: (1) amélioration de l'inflation sous-jacente; (2) une nouvelle baisse du chômage; (3) une hausse de la croissance des salaires et (4) une baisse des déficits publics permettent aux banquiers centraux de justifier la normalisation. Les signaux vont maintenant dans des directions différentes: l'incertitude politique, les tensions commerciales, le ralentissement de la croissance et enfin les récents ajustements à la baisse de la valorisation des actifs financiers amènent à beaucoup plus de prudence.

Cette année va être une année pleine de défis pour les banques centrales qui doivent gérer la normalisation en même temps que le ralentissement de l'économie. La Fed se dirige progressivement vers un ralentissement voir de la fin de sa normalisation et reste dépendante des données économiques (« *data dependant* »), tandis que la BCE se tourne vers une politique monétaire de moins en moins accommodante. Néanmoins, en fonction des évolutions de la conjoncture et de la volatilité de marché, la BCE devra adapter sa communication aux marchés sur ses intentions en matière de politique monétaire.

2.1) Des signes de ralentissement alors que la BCE adopte une politique monétaire de moins en moins accommodante

La Banque Centrale Européenne a arrêté au mois de décembre son programme d'achats nets d'actifs (EAPP – Expanded asset purchase programme). Désormais, les obligations souveraines, à l'actif des banques nationales de l'Eurosystem et de la BCE, arrivant à maturité seront réinvesties au moins jusqu'à la date à laquelle la BCE commencera à relever les taux d'intérêt directeurs. Les flux de réinvestissement maintiendront le stock d'actifs

détenu à un niveau constant et l'effet stock (obligations détenues à l'actif du bilan de la BCE) permettra de maintenir une pression baissière sur les taux d'intérêt⁵.

Concernant les premières hausses de taux, elles ne devraient pas avoir lieu avant le mois de septembre 2019 ou décembre 2019, ce qui a bien été communiqué par la BCE dans sa *forward Guidance* en juin 2018 (« au moins jusqu'à l'été 2019 ») et réaffirmé lors du dernier Conseil des Gouverneurs du mois de janvier. La première hausse de taux pourrait se faire sur le taux de dépôt⁶ qui sera suivi d'une hausse sur l'ensemble des taux directeurs à la fin de 2019.

Dans le cas d'un ralentissement plus rapide de l'économie en Zone Euro, d'une inflation sous-jacente décevante (graphique 2) ou d'une forte baisse de la croissance de la distribution de crédit, la BCE pourrait annoncer avant le mois de juin de nouvelles TLTRO (opérations ciblées de refinancement de long terme) mais aussi repousser la première hausse de taux en 2020 comme l'anticipe le marché actuellement.

Le principal argument en faveur d'une annonce de nouvelles TLTRO est le remboursement par les banques commerciales des précédentes opérations TLTRO de maturité 4 ans qui arrivent à échéance au courant de l'été 2019. De plus, près de 80 % des montants concernent les banques italiennes et espagnoles qui connaissent actuellement des difficultés pour respecter la hausse des ratios macroprudentiels qui ont lieu cette année. L'annonce de ces nouvelles mesures pourrait donc les soulager.

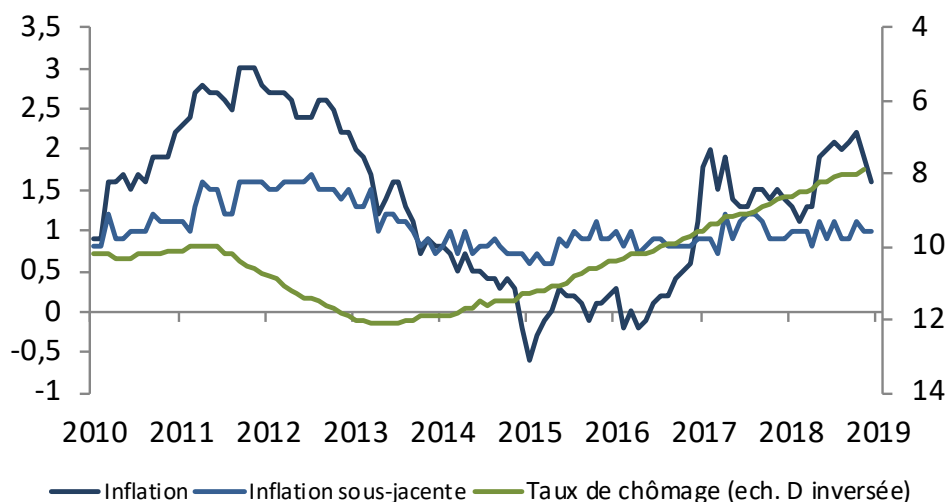
La BCE a bien reconnu, lors de la dernière conférence de presse du Conseil des Gouverneurs du 24 janvier, une certaine détérioration des perspectives économiques⁷ (« si l'incidence de certains de ces facteurs devait s'estomper, la dynamique de croissance à court terme devrait être plus faible qu'anticipé précédemment ») en montrant sa balance des risques à la baisse (« Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la Zone Euro ont évolué à la baisse »). La BCE publiera ses nouvelles projections macroéconomiques le 7 mars prochain lors du prochain Conseil des Gouverneurs.

⁵ Dalbard, J., Le Bihan, H., Vives, R. (2018), « L'arrêt des achats nets d'actifs ne met pas fin au quantitative easing », Bloc-notes Éco, Banque de France

⁶ Cependant, aucune communication officielle de la BCE à ce propos.

⁷ La révision en baisse de l'évaluation des risques est perçue comme un premier pas de la BCE vers la reconnaissance d'un ralentissement de la croissance plus marqué qu'anticipé par ses services et une révision de des projections macroéconomiques pourrait changer les attentes du marché sur d'éventuelles mesures de politique monétaire.

Graphique 2 – Zone Euro : Inflation, inflation sous-jacente et taux de chômage



Sources : Bloomberg, Eurostat, Macrobond, BSI Economics

2.2) Fed : vers un ralentissement du resserrement de la politique monétaire et « *Data dependant* »

Le Président de la FED, J. Powell a récemment mentionné que, compte tenu d'une inflation stable, le FOMC ferait preuve de patience et était prêt à modifier l'orientation de la politique monétaire si besoin. Il considère aussi que les marchés sont trop pessimistes à l'égard des données économiques qui restent encourageantes («Les marchés intègrent, me semble-t-il, des risques baissiers et ils vont manifestement bien au-delà des données d'activité »).

Lors de la dernière réunion du FOMC de janvier, la FED a abandonné sa référence à de nouvelles augmentations progressives des taux, ce qui signifie que le prochain mouvement consisterait tout aussi probablement en une réduction des taux qu'en une hausse des taux.

En ligne avec les attentes du marché, le FOMC a décidé un *statu quo*, laissant la fourchette cible de taux inchangée entre 2,25 % et 2,50 % et a indiqué qu'il ferait preuve de patience lors de la détermination de sa prochaine décision "selon les évolutions économiques et financières mondiales et des pressions inflationnistes modérées".

Au cours de la conférence de presse, le président Powell a expliqué pourquoi la Fed avait apporté des modifications progressives à sa déclaration et a mentionné que l'environnement international jugé préoccupant pouvait peser à la baisse sur l'économie des États-Unis. Cet argument a pu surprendre car l'économie américaine est moins ouverte que l'économie de la Zone Euro (degré d'ouverture à 15 % du PIB contre 45 % en Zone Euro en 2017) donc sa sensibilité aux situations du reste du monde est moins importante en cas de choc.

3. Évolution du marchés des taux souverains et de l'EUR/USD

Le rythme de normalisation des politiques monétaires, les données macroéconomiques ainsi que la poursuite des tensions commerciales seront les principaux facteurs étudiés par les marchés financiers en 2019.

3.1) Évolution des taux américains :

En ce début d'année, les taux américains ont significativement baissé en raison du changement de ton devenant plus « dovish » de la FED.

Les bons du trésor ont finalement joué leur statut de valeur refuge, leur rendement ayant chuté de 67 points de base, passant d'un sommet de 3,23 % le 8 novembre à un minimum de 2,56 % le 3 janvier.

Les taux américains évolueront probablement graduellement à la hausse selon le consensus Bloomberg passant de 2,8 % à la fin de T1-2019 à 3,1 % à la fin du T4-2019.

Dans ce scénario, la Fed ferait une pause dans son cycle de hausse des taux et le mouvement à la hausse des rendements proviendrait principalement d'une hausse des anticipations d'inflation (pouvant venir d'une hausse des prix du pétrole ou d'une hausse de l'inflation sous-jacente).

Cependant, ils dépendront :

- (1) du nombre de hausses de taux par la FED ;
- (2) des émissions de *Treasuries* par le Trésor américain ;
- (3) de la demande externe d'obligation ;
- (4) des perspectives économiques qui devraient être moins favorables qu'auparavant.

Alors que la croissance américaine devrait ralentir en 2019, les estimations de taux neutres⁸ devraient rester proches de 2,75 % à 3 %, c'est-à-dire proches du niveau actuel. Une inflation stable devrait maintenir la prime de terme⁹ sous contrôle.

3.2) Évolution des taux européens : une remontée limitée

En 2018, le Bund¹⁰ a bénéficié d'un mouvement de *rally* (report sur ces obligations en période d'un marché baissier) en raison :

- (1) d'une croissance économique plus faible que prévu en fin d'année
- (2) d'une inflation sous-jacente en-dessous des attentes en 2018 (1,0 % contre 1,1 % attendu sur l'année) ;
- (3) des inquiétudes sur le budget italien depuis le mois de mai ;

⁸ C'est le taux directeur qui serait sans effet sur une économie à l'équilibre et affichant les deux objectifs de la Fed : plein emploi et inflation à 2 %.

⁹ La prime de terme correspond à la rémunération supplémentaire que les investisseurs perçoivent au titre du risque de durée. La durée correspond à la période à l'issue de laquelle la rentabilité d'une obligation n'est plus affectée par les variations de taux d'intérêt.

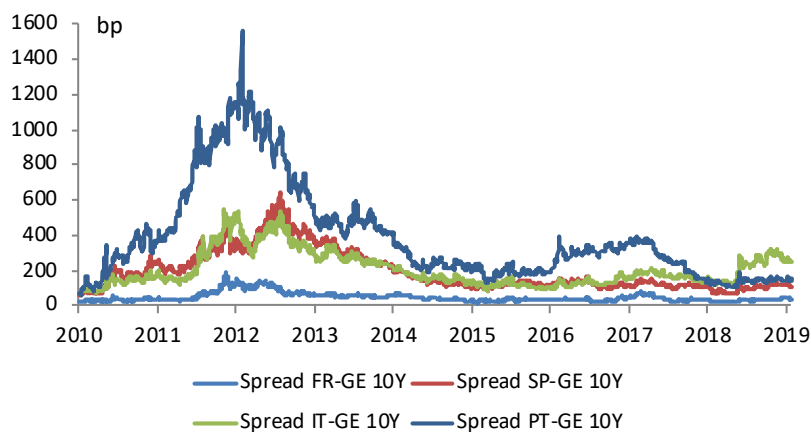
¹⁰ Obligation souveraine allemande à 10 ans

(4) d'un ton plus *dovish* qu'anticipé de la BCE qui a mis en lumière certaines incertitudes

Pour 2019, année marquée par une politique monétaire de moins en moins accommodante (dans le scénario d'une première remontée de taux en septembre 2019), les taux souverains des pays core (Allemagne) et semi-core (France) de la Zone Euro remonteraient graduellement au même titre qu'un léger écartement des spreads souverain (graphique 3).

L'activité économique de la Zone Euro a ralenti en 2018 et les dernières données ne montrent aucun signe encourageant pour 2019 (indice du sentiment économique en baisse, PMI en déclin, enquêtes IFO). Si la situation se détériorait plus significativement qu'anticipé par les marchés, la BCE pourrait être obligée de retarder, voire d'annuler sa normalisation, pouvant donc limiter le potentiel de hausse du rendement du Bund à 10 ans. De plus, l'agenda politique de 2019 et notamment les élections européennes du mois de mai ou les élections anticipées en Espagne et en Italie pourraient faire fluctuer les taux souverains européens. Le consensus Bloomberg prévoit un niveau du rendement à 10 ans allemand passant de 0,34 % à la fin de T1-2019 à 0,71 % à la fin du T4-2019.

Graphique 3 – Evolution des spreads souverains vis-à-vis de taux allemand à 10 ans



Sources : Bloomberg, Macrobond, BSI Economics

3.3) Focus Italie : l'Italie n'est pas à l'abri de nouvelles tensions sur les BTPs (voir : [Italie et Commission Européenne : l'affrontement final](#))

Les obligations italiennes ont été le principal moteur des mouvements affectant les *spreads* entre obligations souveraines de la Zone Euro (entre les pays Core et les pays périphériques) depuis le deuxième trimestre de l'année 2018. Néanmoins, la volatilité a baissé (spread BTP-Bund à 10 ans passant de 327 points de base le 20/11/2018 à 277 bps le 11/02/2019) depuis que le gouvernement a révisé à la baisse ses prévisions de déficit public à 2 % du PIB contre 2,4 % prévus initialement en 2019 et est parvenu à un compromis avec l'Union Européenne.

Pour ne pas subir de nouvelles pressions sur les marchés, le gouvernement italien devra renforcer sa crédibilité budgétaire. Les *spreads* souverains italiens ont la possibilité de se resserrer de nouveau, mais seulement jusqu'à une certaine limite de 250 points de base (spread BTP-Bund à 10 ans) en raison (1) d'un besoin fort d'émissions obligataires en 2019 (environ 250 Mds d'euros), (2) des risques d'élections anticipées, (3) de l'approche des

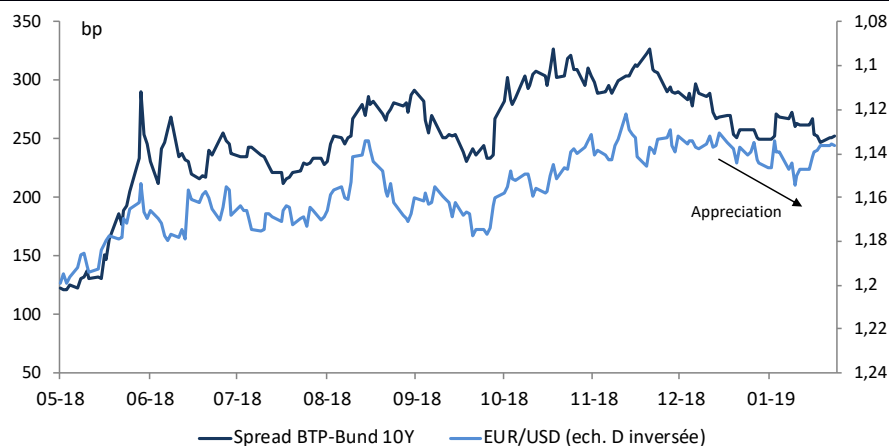
élections européennes de mai et enfin et (4) de la faiblesse de l'économie italienne.

Si on se concentre sur le budget italien, les prévisions de croissance du budget 2019 sont jugées par le marché trop optimiste (à 1 % du PIB en 2019 contre 0,4 % pour le consensus). Par conséquent, le risque de dépassement des cibles budgétaires est très élevé en raison de rentrées fiscales moins importantes (provoquées par une croissance plus faible). Il est possible que les obligations souveraines italiennes soient en milieu d'année de nouveau sous la pression des marchés qui ont déjà fortement réagi en 2018 lors des élections, de la formation du gouvernement et des négociations avec la Commission Européenne. Plusieurs facteurs permettent d'appuyer l'hypothèse du risque de nouvelles tensions : (1) la publication des chiffres du premier trimestre 2019, (2) la tenue des élections européennes, (3) la période d'examen des programmes de stabilité budgétaire par la Commission Européenne et (4) la révision de la note souveraine par les agences de notation.

3.4) Évolution de l'EUR/USD : moins de risques haussier pour l'appréciation du dollar

L'euro n'a pas connu une appréciation graduelle en 2018 comme cela était anticipé par les marchés. Le risque italien à travers le spread BTP-Bund à 10 ans a été le principal facteur déterminant le niveau de l'euro en 2018 (graphique 5), montrant ainsi que la problématique autour du budget italien était la principale source de risque pour le marché.

Graphique 4 - Evolution de l'EUR/USD et de l'écart de taux BTP-Bund 10 ans



Sources : Bloomberg, Macrobond, BSI Economics

Quelques facteurs pourraient peser à la baisse sur le dollar américain :

- Les incertitudes sur la politique de normalisation de la Fed devraient peser à la baisse sur l'USD, et l'aplatissement de la courbe des taux US pourrait accentuer cette baisse ;
- Le taux de change effectif réel suggère que le dollar reste surévalué ;
- Après une politique budgétaire très expansionniste en 2018, le ralentissement attendu de la croissance économique, la hausse du déficit budgétaire aux US et l'augmentation du déficit courant en 2018 et 2019 devraient peser à la baisse sur le dollar en 2019. Il faut aussi rappeler que la position extérieure nette des États-Unis se dégrade davantage depuis 2011.

À long terme, la paire EUR/USD pourrait revenir sur une tendance haussière du fait de la normalisation attendue de la politique monétaire de la BCE. Une certaine stabilité de

l'EUR/USD à court terme autour de 1,15 semble constituer un scénario probable, du fait du discours prudent de la BCE et de la possible annonce des TLTROs. Dans un second temps, la paire pourrait s'apprécier autour 1,20 lorsque la Fed aura communiqué clairement au marché la fin de la normalisation de sa politique monétaire.

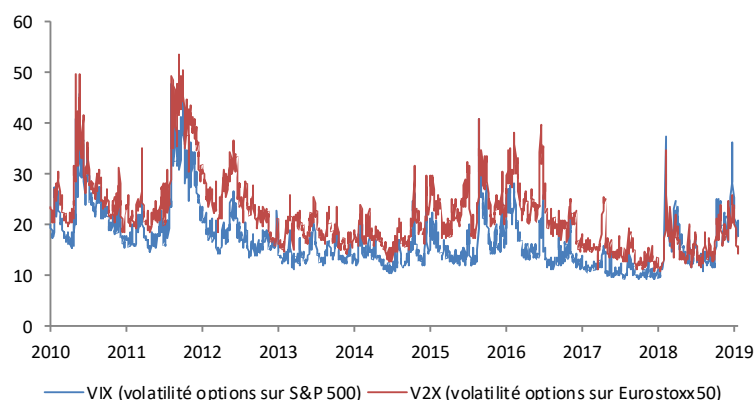
Néanmoins, si les marchés venaient à être bousculés sur le reste de l'année 2019 avec une hausse de l'aversion pour le risque, le dollar pourrait bénéficier du rôle de monnaie de refuge au même titre que le yen.

3.5) Une volatilité orientée à la hausse en 2019

Un nombre important de facteurs sont susceptibles d'augmenter la volatilité sur le marché action, des marchés des changes et obligataires.

- Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis peuvent refaire surface, dès le mois de mars. Même si un accord a été trouvé lors du dernier G20 entre les deux pays, cet accord est temporaire. Les tensions commerciales ont déjà affecté négativement le climat des affaires mondiales. Plusieurs projets d'investissement ont pu être reportés, ce qui peut de nouveau ralentir la croissance mondiale, soit un éventuel nouveau défi pour les banques centrales.
- Incertitudes économiques en zone euro pouvant accroître le ralentissement. La principale question à propos de l'économie de la Zone Euro est de savoir quand la fin du ralentissement sera atteinte. Un rebond était déjà prévu au quatrième trimestre 2018. Mais, au début de l'année 2019, il y a encore peu de signes de reprise. Les outils de politique monétaire sont de moins en moins nombreux pour faire face à un ralentissement et une relance budgétaire coordonnée au sein de la zone euro serait très difficile à mettre en place en raison de l'environnement institutionnel et politique européen. Enfin, un nouveau ralentissement pourrait être négatif pour les actifs européens mais aussi pour l'EUR/USD.
- Les fragilités de l'économie italienne marquées de nouveau par une récession technique aux derniers trimestres 2018 ont davantage modéré le discours de la coalition actuelle italienne dans sa négociation avec la Commission européenne pour le budget.
- D'autres risques faibles existent, à l'image des incertitudes sur le Brexit.

Graphique 5 – Indices de volatilité



Sources : Bloomberg, Macrobond, BSI Economics

Conclusion

Entre des nouveaux risques de tensions commerciales pouvant peser sur la croissance mondiale, des risques politiques toujours aussi présents et le ralentissement économique, divers évènements catalyseurs dans les pays avancés pourraient entraîner une détérioration générale des marchés financiers et une hausse de la volatilité sur les marchés actions, obligataires et des changes.

Les banques centrales (FED et BCE) restent très prudentes sur la gestion de cette fin de cycle dans un contexte d'incertitudes économiques et politiques pouvant faire augmenter l'aversion au risque.

Théophile LEGRAND