Le marché obligataire européen : Qu'y a-t-il au-delà de la politique ?

January 25, 2017

Même si une incertitude politique persistante semble devoir dominer l'ordre du jour lié aux investissements en 2017, davantage qu'en 2016, David Zahn, responsable Taux Europe du Franklin Templeton Fixed Income Group, estime que les investisseurs devraient prendre en compte d'autres thèmes susceptibles de faire progressivement surface au cours de l'année. À cet égard, il livre quelques réflexions sur les politiques dissonantes menées par les banques centrales et sur les divergences en matière de croissance économique, ainsi que sur les événements politiques qui devraient marquer l'année 2017.

Franklin Templeton Fixed Income Group
Lors d'une table ronde à laquelle j'ai récemment assisté, les participants estimaient à la quasi-unanimité que l'incertitude politique persistante sera en 2017 le thème dominant pour les marchés.

Nous tendons à nous accorder sur les points suivants : 2016 a été une année politiquement très riche, et nous pensons que l'année 2017 sera encore plus trépidante, en particulier du point de vue des marchés européens. Mais alors que la politique pourra dominer l'ordre du jour lié aux investissements en Europe et au-delà, nous estimons qu'elle ne sera pas le seul thème important pour les investisseurs.

L’Europe nous dit en ce moment quelque chose d’intéressant : au cours des six derniers mois, les emprunts d’État européens ont sensiblement surperformé les emprunts d’État américains. La charge a été sonnée en juin 2016 à la suite du référendum britannique sur l’Union européenne (UE), avec un été marqué par un début de vente massive d’obligations américaines parallèlement à des obligations européennes bénéficiant toujours d’un ancrage relativement solide.

Où en sommes-nous après les événements de 2016 ?

FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

Un point de base représente 0,01 % et sert à indiquer la différence exprimée en pourcentage dans un instrument financier. Le spread est la différence de rendement entre des titres de créance, calculée en déduisant le rendement d'un titre de celui d'un autre titre.

Sources : Bloomberg, travaux de recherche de Franklin Templeton Fixed Income Group. Données au 30 décembre 2016. Voir www.franklintempletondatasources.com pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.

Au moment où les marchés commençaient à digérer la nouvelle de la victoire de Donald Trump à l’élection présidentielle aux États-Unis, les rendements du Trésor américain ont repris des couleurs, alors que les rendements des obligations européennes restaient stables. Nous pensons que cette tendance d’obligations européennes surperformant les obligations américaines devrait se poursuivre en 2017, en raison de la dynamique politique et des décisions des banques centrales. De notre point de vue, les divergences entre les politiques menées par les banques centrales aux États-Unis et en Europe seront probablement assez prononcées cette année.

La fin de la progression du marché obligataire ?

Un certain nombre d'observateurs du marché se sont demandé si 2017 sonnera le glas de la progression du marché des emprunts d'État. Ils ont souligné que les rendements à 10 ans des emprunts d'État dans la plupart des pays du monde ont sensiblement augmenté au cours des derniers mois, même s'ils restent à des niveaux historiquement bas.

Selon nous, cette tendance à la hausse des rendements obligataires ne durera pas en Europe. Au contraire, nous pensons que les rendements obligataires en Europe devraient rester circonscrits dans une certaine fourchette, en grande partie sous l'influence de la Banque centrale européenne (BCE).

À nos yeux, la BCE sera probablement le moteur des marchés obligataires en Europe pour les 12 à 18 prochains mois. En décembre, le président de la BCE, Mario Draghi, a annoncé que la banque centrale réduirait ses achats d'actifs mensuels tout en accroissant la durée du programme. Nous avons pensé que c'était un choix intelligent.

Cela signifie en substance que l'assouplissement quantitatif (QE) devrait se poursuivre en Europe encore en 2018. Concrètement, cela devrait permettre de reporter les spéculations concernant l'extension ou la réduction par la banque de son programme de QE jusqu'à ce que certains grands événements politiques prévus pour 2017 se soient produits, comme les élections générales néerlandaises, françaises et allemandes. Nous estimons que cela sera favorable au marché obligataire européen.

Par ailleurs, nous pensons que la BCE a agi intelligemment pour apaiser les inquiétudes relatives à la disponibilité d'obligations qu'elle pourrait acheter dans le cadre de son programme. Sa décision consistant à assouplir les restrictions sur le taux de dépôt a ouvert toute une série de nouvelles possibilités d'achat, y compris d'obligations à rendement négatif.

Une reprise fragile

Alors que les données suggèrent une reprise de l'économie européenne, nous estimons que cette reprise est fragile et en aucun cas d'un niveau comparable aux fortes reprises de 2004 et de 2009.

Ce qui ajoute encore à la déception est que cette faible reprise intervient dans un contexte très favorable : la BCE a baissé les taux à des niveaux historiques, l'euro s'est sensiblement déprécié, l'austérité est terminée dans la majorité des pays de la région, et les cours du pétrole ont été nettement inférieurs à la normale.

Ne générer qu'une croissance minimale en dépit de tous ces vents favorables témoigne du manque de vigueur de la croissance.

Élections en France

Des résultats politiques inattendus, représentés par le vote en faveur du Brexit au Royaume-Uni et l'élection de Donald Trump aux États-Unis, ont compté parmi les faits marquants de 2016. Ces résultats ont amené des commentateurs à émettre l'hypothèse d'une élection de Marine Le Pen, la présidente du Front National, le parti français d'extrême droite, aux élections présidentielles du pays qui se tiendront cette année.

Les cours actuels des emprunts d'État français laissent penser que, pour les marchés, les chances de victoire de Mme Le Pen sont très minces. Nous nous attendons donc à une certaine volatilité, quel que soit le résultat. Nous pensons en outre que la méconnaissance du système électoral français pourrait exacerber cette tendance.

Le premier tour de l'élection française est prévu le 23 avril. Il nous semble très probable que Mme Le Pen recueillera suffisamment de suffrages pour parvenir au second tour. Si elle arrivait en tête du premier tour, nous estimons que, à l'extérieur de l'Europe, certaines personnes qui méconnaîtraient le processus électoral pourraient penser qu'elle a remporté la présidence. Les marchés pourraient alors réagir dans cette éventualité. Nous voyons dans cette possibilité une occasion à saisir en cas de vente massive des emprunts d'État français en prévision d'un bon score de Mme Le Pen.

L'élection finale est prévue le 7 mai.

Élections en Allemagne

Il semble y avoir un large consensus autour de la probabilité que la chancelière allemande Angela Merkel conserve le pouvoir sous une forme ou une autre après les élections allemandes, qui doivent se tenir en septembre 2017.

Nous ne sommes toutefois pas convaincus que ce scénario se réalise. Nous pensons qu'il lui faudra peut-être constituer une nouvelle coalition, peut-être formée de trois partis au lieu de deux comme c'est le cas actuellement. Elle pourrait alors se retrouver dans une position moins confortable. Il existe même une faible possibilité qu'elle ne dirige pas le gouvernement. Nous reconnaissons qu'il s'agit là d'une vague possibilité qui, nous semble-t-il, n'a pas été envisagée par les marchés, et après les expériences de 2016, nous pensons que c'est une erreur.

La situation des États-Unis

Nous pouvons voir cette année en Europe un paysage du risque politique à la fois intéressant et complexe. Par-dessus le marché, il nous faut tenir compte de la présidence de Trump outre-Atlantique.

Trump ne semble pas avoir de réelle affinité avec l'Europe, ou du moins avec l'UE. Son attitude à l'égard de l'Organisation du traité de l'Atlantique nord (OTAN) paraît également ambivalente ; ce mois-ci, il a qualifié l'organisation d'« obsolète ».

De ce que nous savons de l'attitude de Trump, nous nous attendons à ce que son administration demande à ses partenaires européens d'accroître leur contribution en matière de défense. Il semble notamment probable que les États-Unis demanderont à leurs partenaires de l'OTAN de respecter leur engagement de consacrer environ 2 % de leur produit intérieur brut à la défense.

À ce titre, l'Espagne aurait à multiplier par quatre ses dépenses militaires, et l'Allemagne devrait doubler celles qu'elle réalise actuellement. Tout effort accru de contribution résulterait soit de dépenses publiques globales plus élevées, ce qui, à nos yeux, pourrait être positif, soit de coupes budgétaires sur d'autres postes.

Brexit : un sujet en soi

Certains d'entre vous peuvent trouver étrange que nous ayons rédigé un commentaire entier sans mentionner le Brexit de façon significative.

La raison est que nous estimons qu'il mérite un commentaire propre, que nous publierons dans environ une semaine. Pour vous assurer de ne pas le manquer, abonnez-vous à notre blog Beyond Bulls & Bears dans la case ci-dessus, ou cliquez ici .

Les commentaires, opinions et analyses du présent document sont communiqués à titre d'information uniquement ; ils ne sauraient être considérés comme un conseil d'investissement individuel ou comme une recommandation d'investir dans un quelconque titre ou d'adopter une quelconque stratégie d'investissement. Les conditions économiques et de marché étant susceptibles d'évoluer rapidement, les commentaires, opinions et analyses sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis. Les présentes ne constituent pas une analyse exhaustive de tous les aspects importants d'un pays, d'une région, d'un marché, d'un secteur, d'un investissement ou d'une stratégie.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document, et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité quant aux éventuelles pertes résultant de l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, analyses et opinions présents dans cet article est laissée à la seule appréciation du lecteur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis par les sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

Pour recevoir d'autres articles de Franklin Templeton par e-mail, abonnez-vous au blog Beyond Bulls & Bears.

Pour recevoir des informations abrégées sur l'investissement, suivez-nous sur Twitter @FTI_Global et sur LinkedIn.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse, et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale. Les prix des obligations évoluent généralement dans le sens opposé des taux d'intérêt. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, la valeur d'un portefeuille obligataire peut reculer. Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques, comme les fluctuations de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique.

© 2017. Franklin Templeton Investments. All rights reserved.