

Le tour de la Fed

Après la BCE, la Fed tourne casaque elle aussi. Une baisse des taux dans un avenir proche est quasi certaine maintenant. Il faut souligner que si cela devrait soutenir le marché, c'est aussi l'entrée dans une phase plus incertaine, ce qui à terme devrait finir par peser sur les investisseurs.

Point de marché : et si l'Italie quittait l'Euro ?

Tout d'abord une mise au point : l'auteur de ces lignes ne pense pas une seconde que l'Italie quittera l'Euro. Si elle le fait, les conséquences auraient des proportions bibliques qui feraient passer le Brexit pour une aimable plaisanterie d'une simplicité confondante.

Sauf que le marché, lui, y croit. Ou en tout cas il se dit que la probabilité n'est pas nulle. Une façon de mesurer cette vue est de regarder les CDS qui permettent à un investisseur de s'assurer contre un risque de défaut. Par exemple le CDS à 5 ans italien coûte ce matin 193,46 points de base : un investisseur qui achèterait ce CDS devrait donc déboursier 193,46 points de base par an mais, si l'Italie fait défaut, il serait remboursé. Il y a toutefois une subtilité : la définition du défaut a été arrêtée par l'ISDA en 2003 et était restrictive, ce qui a permis, par exemple, à la Grèce de restructurer sa dette (de facto il s'agissait d'un défaut) sans que les CDS ne donnent lieu à un remboursement. En 2014 l'Isda a donc changé sa définition pour éviter qu'un pays ne passe entre les gouttes ; le changement principal est d'inclure le risque de redénomination, c'est-à-dire le risque qu'un pays sorte de l'Euro et rembourse sa dette en monnaie locale, drachme, lire, franc, peseta, roupies, bitcoins, que sais-je

Bien sûr un CDS Isda 2014 offre une meilleure protection, et donc est plus cher. La différence entre un CDS Isda 2003 et Isda 2014 est donc fonction de la perception du risque de redénomination.

Que nous dit le marché ? Il y a deux messages principaux :

Les craintes de sortie de l'Euro ont très nettement progressé après la constitution du gouvernement actuel en mai 2018. En fait ces craintes expliquent 70 pdb d'augmentation des taux italiens, presque la moitié de l'augmentation des taux. L'ambiguïté sur l'Euro a donc coûté très cher au gouvernement italien.

D'autre part, le risque n'a que très peu bougé depuis. Ni les déclarations rassurantes, qui auraient dû faire baisser le risque, ni les nouvelles insanités sur les mini-BOTS qui auraient dû faire peur au marché, n'ont eu de réel impact.

Un autre point d'inflexion pour la Fed

C'est aujourd'hui la « journée nationale du soda à la crème glacée » aux Etats-Unis et la Fed n'a pas été en reste, elle a fourni quelques gâteries au marché.

La décision de maintenir les taux inchangés était attendue mais la Fed a aussi clairement signalé une baisse des taux dans un avenir proche :

Le « dot chart » qui montre les anticipations des membres de la Fed a beaucoup été révisé. Huit participants attendent maintenant une baisse en 2019, sept d'entre eux attendent même 50 pbs. La majorité du comité attend une baisse l'année prochaine.

Le communiqué ne fait plus état de « patience », la Fed « agira de manière appropriée ».

Enfin le ton de la conférence de presse marque aussi une inflexion, la croissance est « modérée » au lieu de « solide », les perspectives d'investissement « restent faible ».

Janvier-février cette année ont marqué un important point d'inflexion sur la politique de la Fed qui passait d'une phase de resserrement à une phase attentiste. Cette semaine marque un point d'inflexion de plus : l'interview de Benoît Coeuré dans le FT lundi, le discours de Mario Draghi à Sintra mardi et le FOMC d'hier montrent que nous sommes maintenant entrés dans une phase d'assouplissement monétaire.

La réaction du marché ne s'est pas faire attendre : il y a maintenant une probabilité de 100% de baisse attendue lors du prochain FOMC du 31 juillet, les taux 10-ans sont repassés sous 2% pour la première fois depuis novembre 2016 et la bourse a applaudi le dollar s'est déprécié.

Il est à noter qu'il n'existe pas d'exemple par le passé d'une situation où le marché attendait une baisse des taux avec une probabilité de 100% et où la Fed n'a pas effectivement baissé.

Mais la réaction la plus importante du marché est ailleurs. Une banque centrale baisse ses taux lorsqu'il y a un problème. Lorsqu'il y a un problème le marché est stressé. Le graphique ci-dessous montre la volatilité implicite sur le 10-ans américain (swaption vol 10-ans dans un mois). Elle a bondi, elle est au plus haut depuis 10-ans. Tout ceci en grande partie à cause de l'incertitude liée à la guerre commerciale : merci Donald ! C'est le revers de la médaille, une phase de baisse des taux est aussi une phase plus incertaine et plus risquée pour les marchés. La valorisation des actifs risqués est toujours in fine affectée par cette tendance. Si la bourse a applaudi hier, les perspectives de long terme sont plus compliquées.

Paris vaut bien une messe, la BCE vaut bien quelques renoncements

Mea culpa du président de la Bundesbank Jens Weidmann, qui a admis dans une interview à Zeit avoir fait une erreur en s'opposant à l'OMT. L'OMT est un programme annoncé par la BCE en septembre 2012, il permet d'aider, sous conditions assez draconiennes, un pays qui a des difficultés de financement grâce à des achats sur les marchés secondaires de dette souveraine par la BCE.

Un pas de plus de Weidmann pour assouplir ses positions et apparaître comme un candidat crédible au poste de gouverneur de la BCE. Paris vaut bien une messe, la BCE vaut bien un changement d'opinion ou deux.