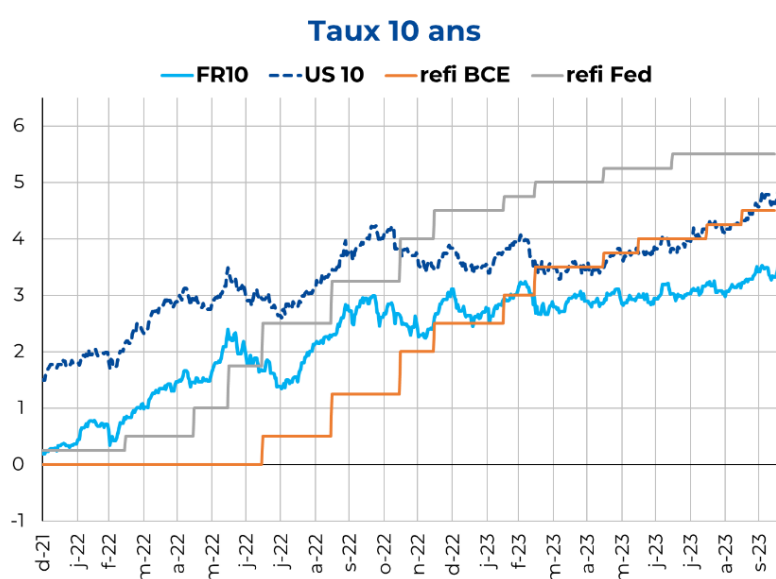


24/10/2023

## Quels effets du double choc « hausse des taux » / « conflit au Moyen-Orient » ?

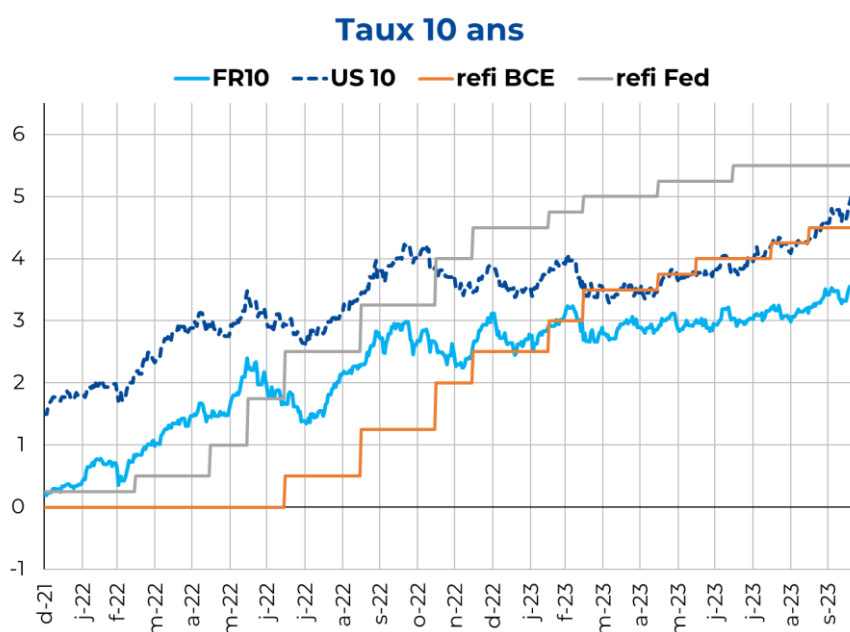


- Alors que les taux longs subissaient une pression haussière depuis quelques semaines, le choc du conflit au Moyen-Orient apporte une nouvelle source de déstabilisation des économies. Ce choc, est-il susceptible de renforcer la hausse des taux via le prix du pétrole et l'inflation ? Pas si sûr.
- Nous rappelons en premier les déterminants actuellement les plus significatifs du niveau des taux : inflation, activité, équilibre offre-demande de titres.
- Nous évoquons ensuite la problématique de l'équilibre dynamique entre hausse de taux et activité économique pour expliquer la réaction des marchés au choc Moyen-oriental récent.
- Nous évoquons ensuite plusieurs scénarios de crise et leurs impacts sur les sphères économique et financière et montrons d'une part la forte dépendance du niveau des taux à ces scénarios et d'autre part la nécessaire prise en compte de la temporalité des effets de rétroaction.

Philippe Aurain.

Alors que les taux longs subissaient une pression haussière depuis quelques semaines, le choc du conflit au Moyen-Orient apporte une nouvelle source de déstabilisation des économies. Ce choc, est-il susceptible de renforcer la hausse des taux via le prix du pétrole et l'inflation ? Pas si sûr.

❖ L'évolution des taux longs depuis 2022.



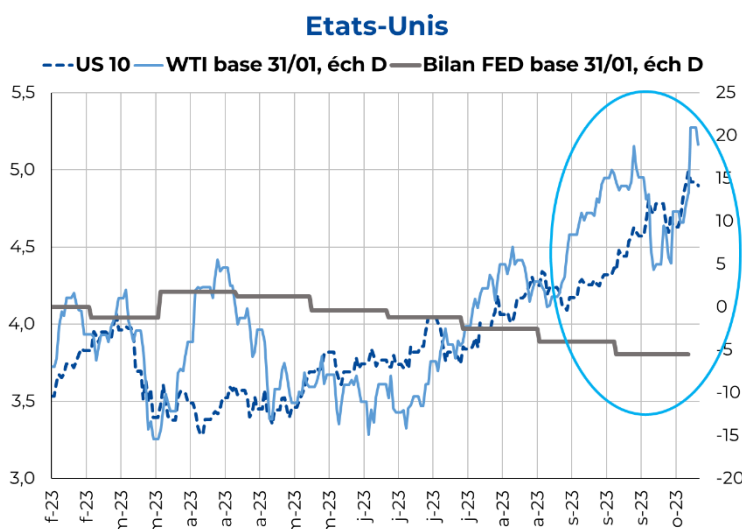
En réponse à la hausse de l'inflation, la hausse des taux directeurs a commencé en mars 2022 aux Etats-Unis et en juillet 2022 dans la Zone euro. A date, les taux « refi » ont augmenté de 5,50% aux Etats-Unis et de 5% en ZE.

Les taux longs ont enregistré les dynamiques suivantes (en variation de points de pct) :

- de mars 2022 à mai 2022 : un gain de 1,6% aux E-U et de 2,3% en France
- de mai 2022 à juillet 2022 : une baisse de 0,8% environ sur les 2 zones actualisant des craintes de récession forte
- de juillet 2022 à septembre 2022 : une hausse de l'ordre de 1,5% avec l'atteinte de pic d'inflation
- de septembre 2022 à février 2023 : une zone de fluctuations fortes sans tendance
- de février 2023 à juin 2023 : un zone de fluctuations faibles sans tendance
- de juin 2023 à aujourd'hui, une tendance haussière, s'accroissant en fin de période, les taux américains gagnant 1,5% et ceux de la France 0,5%.

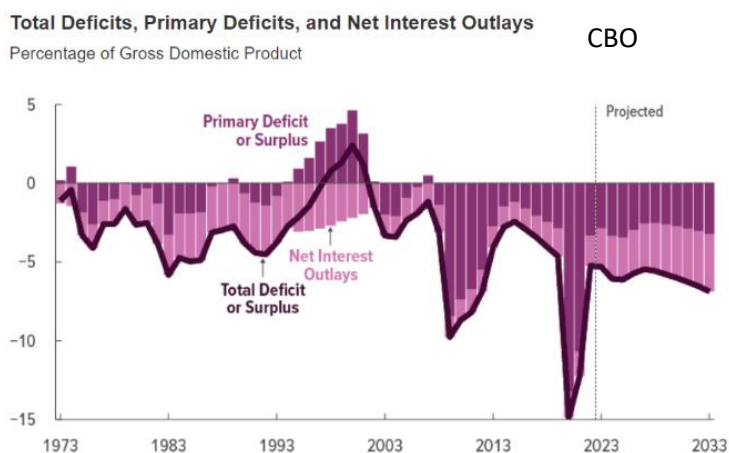
Les mouvements de taux longs ont été dominés sur une grande partie de la période depuis 2022 par la dynamique d'inflation à laquelle répondaient les hausses de taux directeurs. La courbe des taux s'est inversée du fait de l'anticipation dans les taux longs du reflux de l'inflation et des taux directeurs à partir de 2024. Les choses se compliquent depuis quelques semaines, avec la prise en compte de dynamiques sous-jacentes plus complexes.

## ❖ Les déterminants des équilibres actuels.

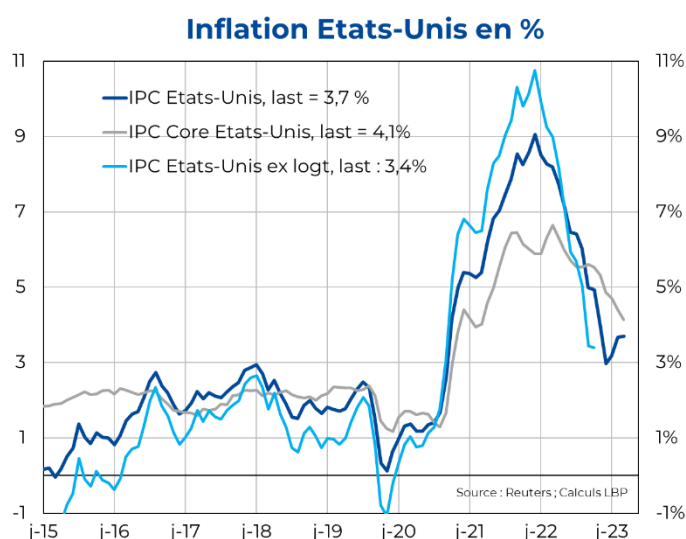


Depuis avril 2023, les taux longs américains subissent des influences diverses :

- Fondamentalement, l'économie américaine s'est montrée beaucoup plus résiliente qu'attendu. Les créations d'emploi sont restées au-dessus de 200 000 par mois à l'exception du mois de juin, le plein emploi s'est maintenu (entre 3,4% et 3,8% de taux de chômage), les salaires s'assagissent progressivement mais leur croissance reste élevée. La consommation a progressé (hausse de +0,9% au T1 et +0,2% au T2). La croissance économique est restée positive alors que de nombreux économistes anticipaient une récession (PIB +0,6% et 0,5% au deux premiers trimestres). Tous ces éléments suggèrent que la politique monétaire n'a pas encore eu tout l'impact escompté par la FED sur le rééquilibrage offre -demande de l'économie.
- Dans le même temps, les soutiens publics aux ménages et à l'investissement (Chips Act, IRA, etc.) ont creusé les déficits publics anticipés. Attendu à 5,3%, le déficit budgétaire pourrait se creuser à 6,3% en 2033 d'après le CBO. La dégradation de la situation des finances publiques a entraîné la revue à la baisse de la notation de la dette souveraine qui est passée de AAA à AA+ le 2 août.



- La remontée des prix du pétrole (WTI sur graphique supra) a également joué un rôle important. Ces tensions sont dues à de multiples causes parmi lesquelles on peut citer : la bonne tenue de l'économie américaine et la reprise (même si plus lente qu'attendu) de l'économie chinoise et la réduction de la production de l'OPEP, notamment des quotas russes et saoudiens (cette réduction visant à soutenir les prix alors que la demande était inférieure à l'offre et que les prévisions de croissance étaient revues en baisse).
- En conséquence, la décrue de l'inflation américaine s'est effectuée à un rythme inférieur à celui anticipé par la banque centrale, pour les motifs cités supra mais aussi en raison de la résistance des loyers eux-mêmes reflétant celle des prix du marché immobilier qui n'ont perdu que 4% entre le point haut de juin 2022 et le point bas de février 2023 et qui remontent depuis. Or les loyers représentent 35% de l'indice des prix à la consommation américain<sup>1</sup> (ce qui le différencie des indices européens ne prenant pas en compte les loyers fictifs des propriétaires). La crainte de la persistance de l'inflation a fait anticiper des taux directeurs élevés pour une plus longue période, ce qui a eu un effet à la hausse sur les anticipations de taux longs.



- Côté demande de titres, la fin du « quantitative easing » et la réduction régulière du bilan de la FED a probablement pesé sur l'équilibre du marché des « treasuries » en réduisant la demande de titres au moment où le déficit public augmente<sup>2</sup>.

Le cas des taux longs européens :

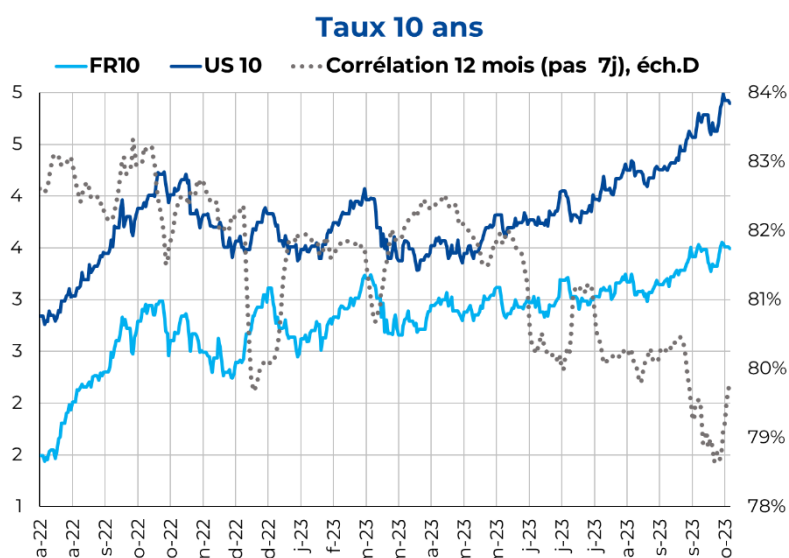
- Les taux longs sont arbitrés au sein d'un marché largement internationalisé. En premier lieu, les chocs macroéconomiques sont largement partagés dans une économie mondialisée (par exemple la crise covid ou le choc inflation suite à la guerre russo-ukrainienne) et les cycles monétaires sont donc assez proches. Par ailleurs, les investisseurs étant eux-mêmes internationaux, ils arbitrent entre différents segments de portefeuilles ce qui relie les différents marchés. Au total, l'ensemble de ces mouvements génère une corrélation importante entre les rendements des émissions souveraines (cf. graphique infra). De plus, le

<sup>1</sup> 8% pour les loyers seuls au sein de l'IPC France.

<sup>2</sup> Le resserrement monétaire en cours a pour effet de « rendre » de la durée aux marchés qui doit l'absorber sous de multiples contraintes (réglementaires, financières, etc.) et qui s'équilibrent, toute chose égale par ailleurs, par la baisse des prix et donc la hausse des rendements.

marché des « treasuries » étant le plus profond et le dollar étant la devise de réserve la plus utilisée, le marché de la dette américaine dispose d'un pouvoir directeur plus important que les autres, même si l'on constate parfois des divergences

Ainsi, la période récente a vu les taux européens largement influencés par les taux américains, même si la corrélation s'est affaiblie en fin de période. Mais l'on sait aussi que la croissance de l'activité est beaucoup plus sensible aux variations des prix de l'énergie en Europe qu'au Etats-Unis, celle-ci étant largement importatrice, ce qui suggère que les dynamiques de taux peuvent théoriquement parfois s'écarter.

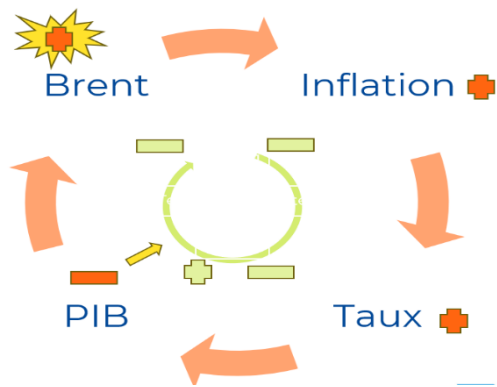


#### ❖ La dialectique taux / activité.

L'équilibre des marchés de taux dépend donc des facteurs précédents mais aussi singulièrement de la manière dont ceux-ci affectent l'activité économique et modifie les dimensions inflation/taux directeur.

Si les taux longs montent « trop » haut, l'activité économique sera affectée (réduction du crédit), à l'image des effets de la politique monétaire et alors l'inflation attendue sera plus faible et les taux longs rebaisseront dans un deuxième temps. Il y a donc un « bouclage » et celui-ci est anticipé autant que possible par les investisseurs pour déterminer le futur taux d'équilibre.

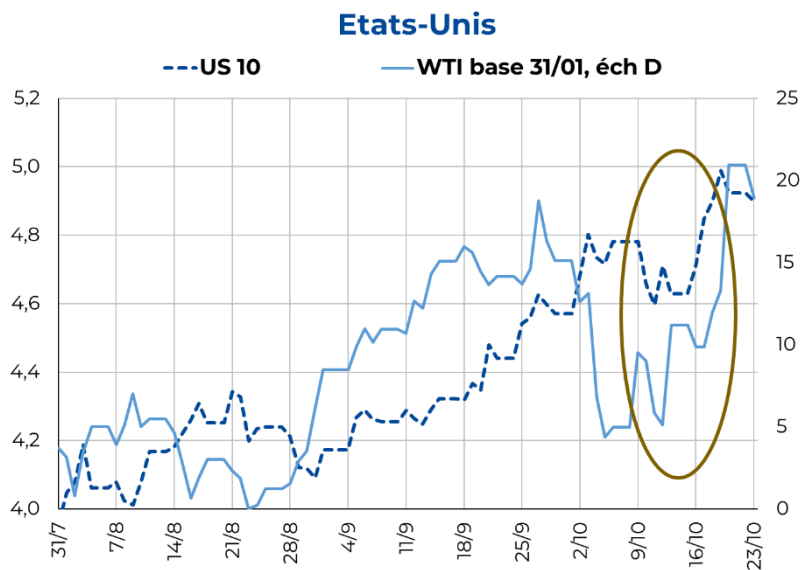
Un choc, par exemple pétrolier, n'est donc pas analysé indépendamment du reste de l'économie mais bien en prenant en compte les effets de rétroaction sur celle-ci. Dans le graphique ci-dessous, un choc pétrolier (hausse du Brent) augmente l'inflation puis les taux longs puis réduit l'activité. On passe alors sur la courbe verte de rétroaction avec réduction de la demande pétrole et de son prix, de l'inflation et finalement des taux d'intérêt.



Si le choc pétrolier est limité, il aura surtout un effet inflationniste et à l'inverse s'il est important un effet dominant récessionniste. Toutes les configurations intermédiaires ou mêlant les deux situations peuvent néanmoins exister.

❖ **Le choc pétrolier post 7 octobre.**

La réaction initiale des marchés a consisté en une hausse du prix du pétrole et une baisse des taux longs puis des variations erratiques avant de dessiner une tendance clairement haussière sur les taux et pétrole.



Le marché a donc d'abord anticipé que le risque de choc pétrolier associé à la situation géopolitique pourrait altérer la croissance et entraîner une baisse des taux. Une lecture alternative et non contradictoire convoque la « fuite vers la qualité » d'une partie des investisseurs qui substituent des actifs obligataires à des actifs risqués en période d'incertitude.

La semaine suivante a vu des mouvements plus erratiques avant que la dynamique haussière ne l'emporte : l'effet inflationniste ressortant dominant sur l'effet récessionniste. Au deuxième ordre, les taux européens ont suivi ces mouvements mais de manière moins amplifiée ce qui suggère que les émissions en dollars restent le support d'arbitrage privilégié en période de volatilité.

## ❖ Pourquoi les marchés ont-ils hésité entre ces différentes configurations ?

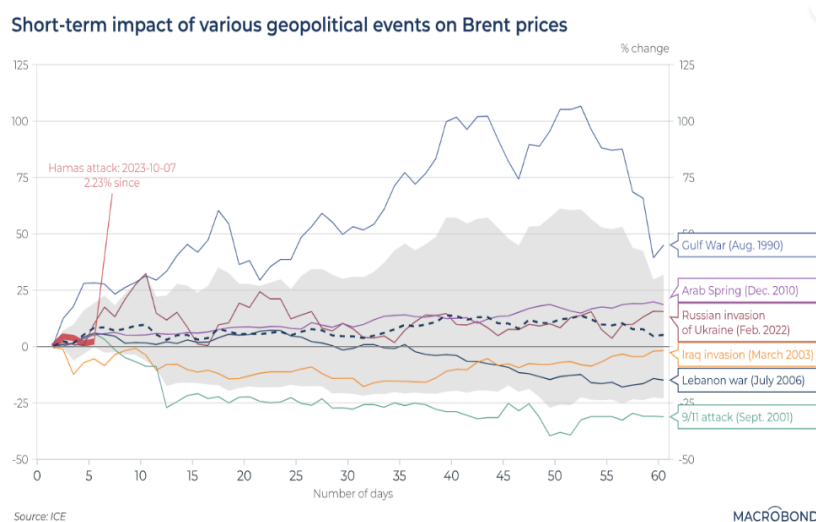
L'impact des chocs pétroliers varie fortement en fonction de l'amplitude de ceux-ci.

On peut dessiner à grands traits trois configurations pour la situation actuelle. Bien sûr, il s'agit de chiffres illustratifs permettant de visualiser des scénarios « polaires » et leur niveau dépendra des configurations nationales ou internationales spécifiques à venir.

- Premier cas, le conflit reste localisé (Israël et Gaza), sans débordement. Le risque de diffusion d'un choc pétrolier est faible, les deux protagonistes n'étant pas des producteurs significatifs mais une prime de risque peut perdurer avec un Brent à 90 \$.
- Deuxième cas, le conflit s'étend modérément (actions armées du Hezbollah et/ou pression de l'OPEP via une réduction de la production). Le pétrole Brent pourrait voir son cours durablement plus élevé (entre 90 et 100 dollars pour fixer les idées). L'impact négatif sur l'activité mondiale pourrait être de l'ordre de 0,1 à 0,3 point de pct d'après certains modèles. Pour la France, l'impact est dans le bas de fourchette (0,1 ppct). Les taux pourraient intégrer un impact inflationniste de 10 à 30 pb.
- Troisième cas, celui de l'extension du conflit aboutissant à un blocage du détroit d'Ormuz. Le pétrole pourrait atteindre 120 à 150 dollars. L'activité mondiale perdrait 1 ppct, la France entre 0,5 et 1 ppct. Les taux longs pourraient intégrer une récession et baisser de 50 à 100 pb.

La description de ces scénarios permet de mieux comprendre l'hésitation des marchés. Les scénarios 1 et 2 se positionnent sur un effet inflationniste dominant l'effet récessif, à l'inverse du scénario 3 : à partir d'un certain niveau de choc d'offre, la baisse d'activité devient l'élément déterminant pour les taux d'intérêts<sup>3</sup>. L'information géopolitique va donc être analysée en temps réel pour réévaluer en permanence les probabilités des différentes possibilités.

Une autre manière d'appréhender cette incertitude est illustrée ci-dessous par le graphique produit par « Macrobond » et montrant les variations très larges du prix du Brent en fonction de divers conflits Moyen-Orientaux.

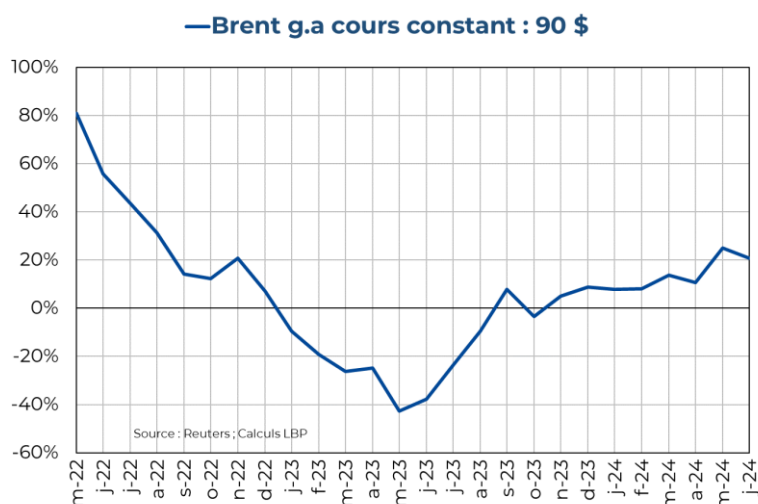


<sup>3</sup> Ces considérations générales peuvent bien sûr trouver de nombreux contre-exemples et dépendent notamment de la réaction des banques centrales et des dynamiques budgétaires et salariales.

❖ **Conclusion : une mauvaise nouvelle sur l'inflation, une incertitude sur la croissance.**

Ce nouveau choc politique a poussé à la hausse le prix du pétrole alors que l'inflation était toujours à un niveau élevé en Europe et aux Etats-Unis. Une « prime de risque » va probablement perdurer, positionnant le Brent au-dessus de 90 dollars.

Même dans un scénario de faible extension du conflit, la hausse est problématique car à 90 dollars, le Brent contribuera positivement à l'inflation générale dès la fin 2023. Si cela devait retarder la baisse de l'inflation et celle des taux directeurs, l'activité pourrait en être affectée sur 2024 et les taux longs intégrerai une prime d'inflation supplémentaire.



&&&

**Direction des Finances et de la Stratégie – Direction des études économiques :**

**[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)**

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.