



PLATINIUM

## Flash Stratégie Octobre 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

**La FED a cassé le baromètre de l'économie que sont les marchés.**

Paris, le 2 octobre 2014

**Aujourd'hui, nous devons faire face à un environnement financier complètement dégradé dû à la politique monétaire mise en place par la FED dès 2008. Au travers de l'analyse des déclarations les plus récentes des membres de la FED elle-même, ce Flash essaie d'expliquer ce qui s'est passé et d'en analyser les conséquences.**

**Traditionnellement, une crise est un évènement court et violent qui sert à corriger les déséquilibres de marché.**

La crise financière de 2008 n'a pas été réglée, de façon traditionnelle, par une amélioration générale de la situation économique due à la politique monétaire des banques centrales et en particulier par celle de la FED. Le niveau de l'endettement global, de celui des déficits extérieurs et budgétaires, ou de l'emploi, n'ont pas été maintenus.

Ainsi, contrairement à ce que les marchés actions traduisent par leur hausse ininterrompue, le bilan des politiques monétaires conduites ces dernières années est un échec majeur qui se retrouve dans la dégradation de la

plupart des données de base par rapport à leur niveau précédant la crise.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

En fait, la situation actuelle est obscurcie par les flots de liquidité qui alimentent les marchés mais noient les problèmes de fond.

**Les pays développés de l'OCDE ont cassé leur indicateur le plus efficace: les marchés.**

Ce scénario inattendu est grave car les opérateurs de marché deviennent de plus en plus dépendants des seules informations émises par les banques centrales.

**Résumé de l'action de la FED : une fois les repaires brouillés sous des flots de liquidités, il est facile de faire croire que « tout va bien ». Mais il est extrêmement difficile de sortir de cette situation.**

M. Bernanke est évidemment le principal coupable de la situation actuelle et Janet Yellen qui lui a succédé, a hérité d'une situation des plus inconfortables. En premier lieu, elle a subi l'assaut des marchés eux-mêmes qui l'ont rappelée à l'ordre après sa première intervention au comité monétaire (FOMC) pour avoir présenté un plan de retour à la normale des taux directeurs, jugé trop rapide.

**Un éclairage nouveau: l'intervention de la BRI...**

A l'opposé, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a stigmatisé dans son dernier rapport annuel, l'action des banques centrales, notamment la FED, pour leur contribution aux multiples bulles financières et leur incapacité à changer de cap, "*The risk of normalising too late and too gradually should not be underestimated*".

**... et les premières réactions de la FED à cette intervention, encore une fois décevantes.**

Prise entre deux feux, la présidente de la FED a dû réagir. De cette réaction et des suivantes vont dépendre la restauration ou de nouvelles dégradations de l'environnement financier.

Les premières réactions de la FED ont été plutôt négatives. La FED a d'abord cédé face aux

marchés qui exigent d'être alimentés en liquidités, en annonçant le maintien pour une période considérable des taux directeurs proches de 0. Par la suite, Janet Yellen a déclaré au FMI que le contrôle des bulles financières n'était pas de son ressort.

Autrement dit les deux réactions de la FED vont dans le même sens : continuer à alimenter les marchés en liquidités à taux zéro, quitte à entretenir les bulles financières existantes ou à en créer de nouvelles. Surtout, les décisions fondamentales, difficiles à prendre, sont, une nouvelle fois, repoussées.

**De fait, la FED est paralysée par la difficulté de sortir de sa politique monétaire, dite non conventionnelle.**

Le comportement de la FED est toujours le même depuis l'affaire LTCM intervenue en 1998 : elle n'ose pas faire éclater les bulles financières craignant de ne pas en maîtriser les conséquences alors que les effets immédiats seraient pourtant bien inférieurs aux futures conséquences de l'accumulation puis de l'éclatement des bulles.

Le meilleur exemple est pourtant celui de la politique accommodante de la FED, mise en place en 2006 par M. Bernanke, qui avait laissé se développer la bulle des « *subprimes* » entre 2006 et 2007 avant qu'elle n'éclate dramatiquement.

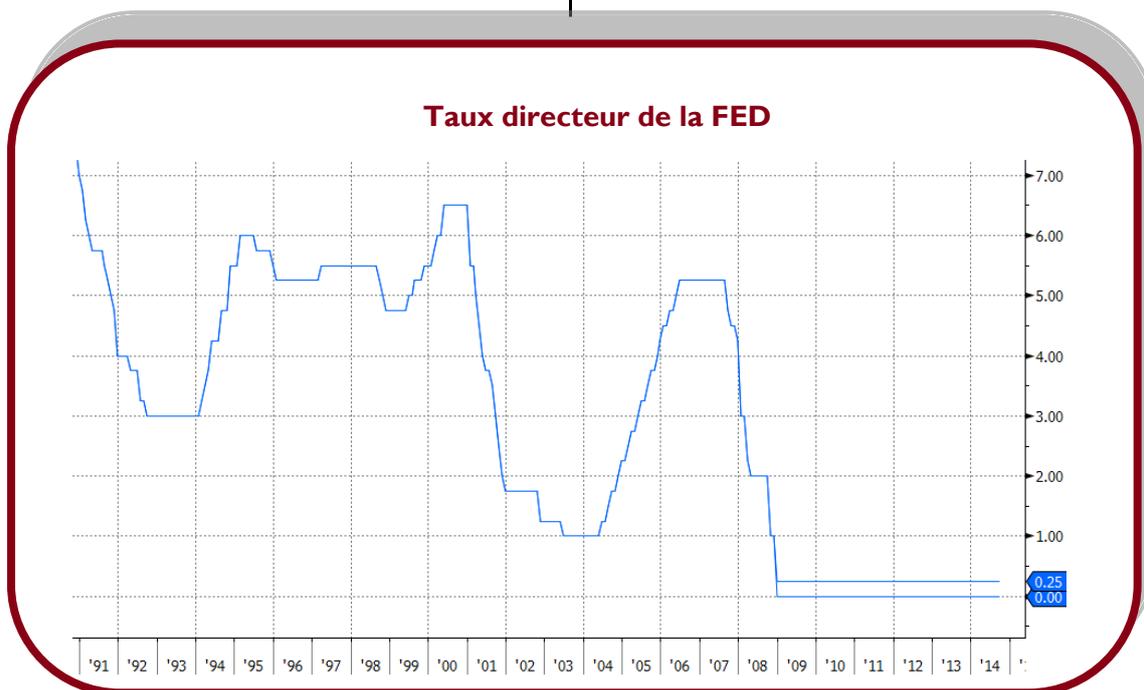
Aujourd'hui, la FED commet une nouvelle erreur en négligeant les bulles financières créées partout dans le monde, hausse des indices, des prix des matières premières, de l'énergie, des produits agricoles de l'immobilier... sous un faux prétexte : le soutien du marché de l'emploi aux Etats-Unis qui s'est par ailleurs avéré un échec relatif.

C'est ce que les marchés, obnubilés par les bienfaits des politiques

« accommodantes » sur la tendance des indices, n'ont toujours pas compris mais que la BRI vient de leur rappeler opportunément.



J. Yellen



**Conséquence du laxisme de la FED et de quelques autres banques centrales : le système économique des pays de l'OCDE n'a plus de baromètre.**

La généralisation des taux zéro comme taux directeurs et les interventions directes répétées des principales banques centrales sur les marchés de taux à long terme, ont, avec les effets indirects sur les marchés actions, détruit les repères des investisseurs.

La FED a réussi à ce jour à mettre fin à l'alimentation des marchés en liquidités par la FED: le fameux QE (*Quantitative Easing*) n°3 a été ramené de plus de 80 milliards de dollars par mois à 15 milliards par mois et devrait en tout état de cause s'achever fin octobre.

Mais rien n'est engagé sur l'aspect le plus structurant : le niveau extrêmement bas des taux d'intérêts.

Les gérants de portefeuille s'en tiennent aux lectures des comités monétaires des banques centrales, y cherchant le graal (*que signifie une durée considérable?*), sans oser la moindre analyse indépendante.

De leur côté, les entreprises sont aussi perturbées car les taux zéro leur font perdre leurs références en termes de coût du capital et la perspective de taux zéro sur des périodes quasiment illimitées ne les encourage pas à accélérer leurs investissements.

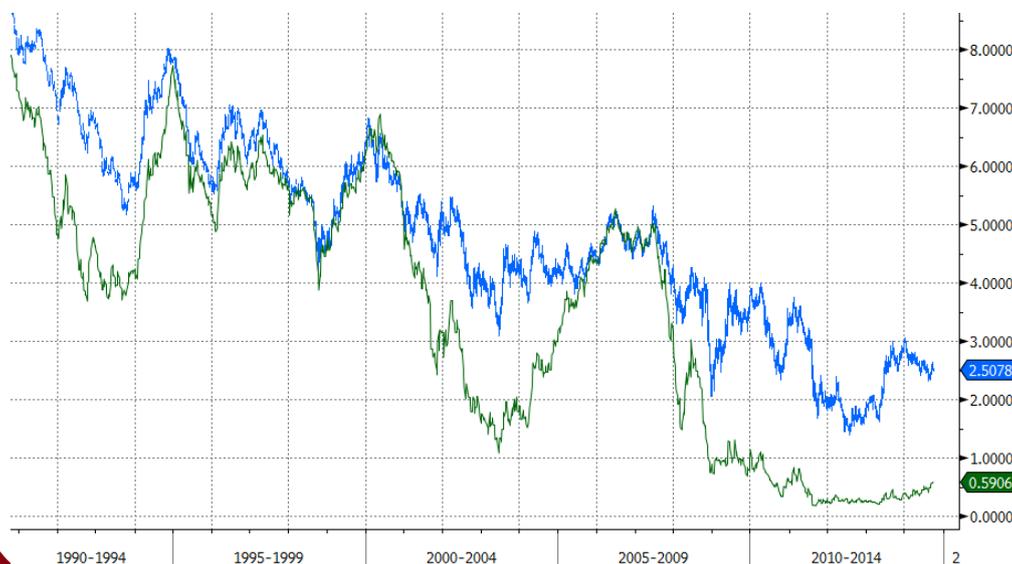
**Malheureusement, les actions maladroites des banques centrales ne règlent pas les problèmes.**

Au contraire. Ces derniers s'accumulent. Les marchés auront le dernier mot mais leur ajustement sera repoussé le plus tard possible par crainte de l'intensité de la correction qui sera nécessaire pour annuler les effets pervers de toutes les décisions de la FED, accumulées au cours de ces dernières années.

**Parmi les réajustements urgents, le retour aux normes des taux d'intérêt constitue un exercice essentiel mais très difficile.**

Aux Etats-Unis, la normalisation des taux est, comme nous l'avons indiqué, la première étape faisant suite au reflux des politiques non conventionnelles de QE, ce que l'on appelle le « tapering ».

### Taux gouvernementaux US à 2 et 10 ans



Cette première étape, déjà très difficile à mettre en place, est aussi, très controversée. La hausse des taux courts peut, en effet, entraîner un aplatissement de la courbe des taux, les taux courts rejoignant le niveau des taux longs qui resteraient eux-mêmes relativement bas.

**Bien évidemment cette configuration de la courbe des taux annoncerait un ralentissement, voire une récession.**

Au cours des 50 dernières années en effet, les récessions ont été précédées d'un aplatissement ou d'une inversion de la courbe des taux. Ces configurations monétaires sont logiques. La hausse des taux directs vise à ralentir la croissance économique et le marché obligataire en prend acte lorsqu'il considère que cette hausse des taux directs atteint un niveau susceptible d'entraîner un ralentissement économique.

Les marchés actions seraient alors doublement pénalisés. Ils seraient victimes de l'assèchement des liquidités généreusement fournies au cours des 4 dernières années (effet « tapering ») et de perspectives défavorables dues à la hausse des taux directs.

**Aujourd'hui il apparaît clairement que les politiques monétaires mises en place dans les pays de l'OCDE en difficulté, dont ceux de la zone euro, n'ont été que des pis-aller.**

Récemment Stanley Fischer vice-président de la FED a affirmé qu'une nouvelle crise financière était inévitable.

On est très tenté de le suivre dans cette analyse car la crise de 2008 n'a servi à rien.

Or c'est le rôle des crises et des récessions de remettre en cause un système de fonctionnement pour les premières et de corriger les dérives de conjoncture pour les secondes (la destruction créatrice de Schumpeter).

Malheureusement, la sortie du système actuel est d'autant plus difficile que les garanties données par M. Bernanke ont perturbé les arbitrages habituels des marchés. A la lumière de son intervention du 23 septembre, il est clair que Madame Yellen se voit enfermée dans la politique monétaire établie par son prédécesseur et se sent incapable d'en sortir.

**Conclusion : Janet Yellen essaie d'entrouvrir la porte de sortie d'un système infernal sans la moindre garantie de succès...**

Implicitement, la présidente de la banque centrale a avoué, le 23 septembre, que son prédécesseur et elle-même avaient trop rassuré les marchés. Au point qu'elle cherche à les déstabiliser par avance pour les aguerrir aux futurs mouvements qui seront associés au retour à la politique monétaire conventionnelle. La FED estime que si les marchés retrouvent de la volatilité avant les prochaines grandes manœuvres monétaires ils s'adapteront mieux aux évènements.

On se souvient de la déclaration de B. Bernanke, en mai 2013, laissant entendre que les émissions de monnaie dues au QE pourraient s'arrêter plus tôt que prévu. Elle avait coûté en très peu de temps, 100 points de base au marché obligataire. De la même façon la valorisation des marchés actions qui doivent faire face à de grandes incertitudes sur la croissance n'en retrouve pas moins les normes les plus élevées du passé.

L'intervention de la présidente de la FED le 23 septembre a secoué les marchés mais dans des proportions limitées, alors que leur réaction aurait dû être violente.

Dans de telles conditions, la sortie des systèmes non conventionnels risque de coûter beaucoup

plus cher que ne l'envisage la FED elle-même et de toucher le moral des porteurs de valeurs mobilières qui sont aussi de simples citoyens consommateurs ou investisseurs.

En fait la FED a joué les pompiers pyromanes en stoppant tout mouvement de baisse qui pouvait prendre un peu d'extension. Elle a ainsi cassé son baromètre et risque de vérifier l'adage selon lequel une insuffisance de volatilité crée une plus grande volatilité dans le futur. On voit mal en effet comment les marchés pourraient retrouver la norme en matière de politique monétaire sans de sérieux ajustements.

Il ne reste plus qu'à espérer voir la BCE conserver son baromètre en fonctionnement en maintenant une politique monétaire conventionnelle !



Jean Borjeix  
Associé Gérant

Aurélien Blandin  
Gérant

**Que retenir ?**

- ▶ Les marchés financiers sont aujourd'hui nourris par la liquidité créée pour régler la crise de 2008
- ▶ Le retour à des mesures plus classiques de règlement de crise a été décalé car ces dernières ont un effet récessif.
- ▶ Les décideurs n'ont plus de baromètre et la FED ne peut pas sortir de son carcan.

**Avertissement**

*Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.*