

Flash Stratégie

Septembre 2017



Les taux longs sont sous surveillance au moment où s'engagent les opérations de normalisation des banques centrales.

Paris, le 27 septembre 2017

Alors que Madame Yellen, actuelle Présidente de la FED, est proche de la fin de son mandat, nous entrons dans une phase nouvelle et inconnue de la politique monétaire.

Le prédécesseur de Janet Yellen, Ben Bernanke, avait fait rentrer les Etats Unis dans l'ère des politiques monétaires non conventionnelles. Il avait été suivi par le Président de la BCE, Mario Draghi qui a mis en place le Quantitative Easing (QE) européen.

Or Janet Yellen a su faire sortir les Etats Unis de cette politique monétaire en 3 étapes:

- tout d'abord en arrêtant l'injection mensuelle de liquidités dans l'économie,
- puis en entamant un mouvement de relèvement des taux directeurs,
- et enfin depuis l'annonce de ce mois de septembre en entamant un mouvement de dégonflement de la taille du bilan de la banque centrale.

La BCE commence à préparer les esprits sur un arrêt progressif de son propre QE.

L'ensemble de ces mesures aurait du conduire à un relèvement massif des taux à 10 ans américains (avec un risque de krach obligataire) et des tensions sur les marchés actions Or il n'en est rien. Comment l'expliquer?



Jean Borjeix
Président du Comité d'investissement

Le salaire de la peur

Le *Salaire de la peur* est un film réalisé par Henri-Georges Clouzot sorti en salles en 1953.

Amérique du Sud, 1952. Un gigantesque incendie ravage un puits de pétrole, unique source locale de richesses. Il est décidé de faire transporter, jusqu'au lieu du sinistre, quatre cents kilogrammes de nitroglycérine dont l'explosion doit éteindre le brasier. Un convoi de deux camions est organisé et à l'issue d'un examen de conduite, quatre Européens sont engagés pour faire équipe en duo.

Le convoi part au petit matin. La tâche est périlleuse : les camions fournis ne sont pas adaptés au transport d'une matière hautement explosive sur une chaussée aussi médiocre. Les épreuves se succèdent.

Au tiers du parcours, un des camions explose et pulvérise deux des chauffeurs.

A la suite d'un incident la jambe d'un des chauffeurs se gangrène. Pris de

délire, il meurt dans les bras du dernier.

Celui-ci atteint le but à la nuit tombée, épuisé. Le lendemain matin, il perçoit sa prime, augmentée de celle des autres. Il insiste pour revenir seul en camion mais abordant trop vite un virage, il chute du haut d'une falaise et meurt sur le coup.

Aucun des quatre chauffeurs n'aura pu revenir vivant de cette mission sans espoir et pendant tout le film nous avons eu peur de l'explosion

Quel est le lien avec les taux? Ces quatre chauffeurs nous font penser aux Gouverneurs des quatre banques centrales (FED, BCE, BOJ et BOE) qui doivent sortir du QE au terme d'un long chemin sans déclencher d'explosion (le krach obligatoire et boursier).

Vont-ils y arriver ou vont-ils subir le sort des héros de Clouzot?

Graphique n°1: Evolution des Taux à 10 ans depuis 20 ans

Taux américains (en rouge), japonais (en bleu foncé), allemands (en vert) et français en bleu clair

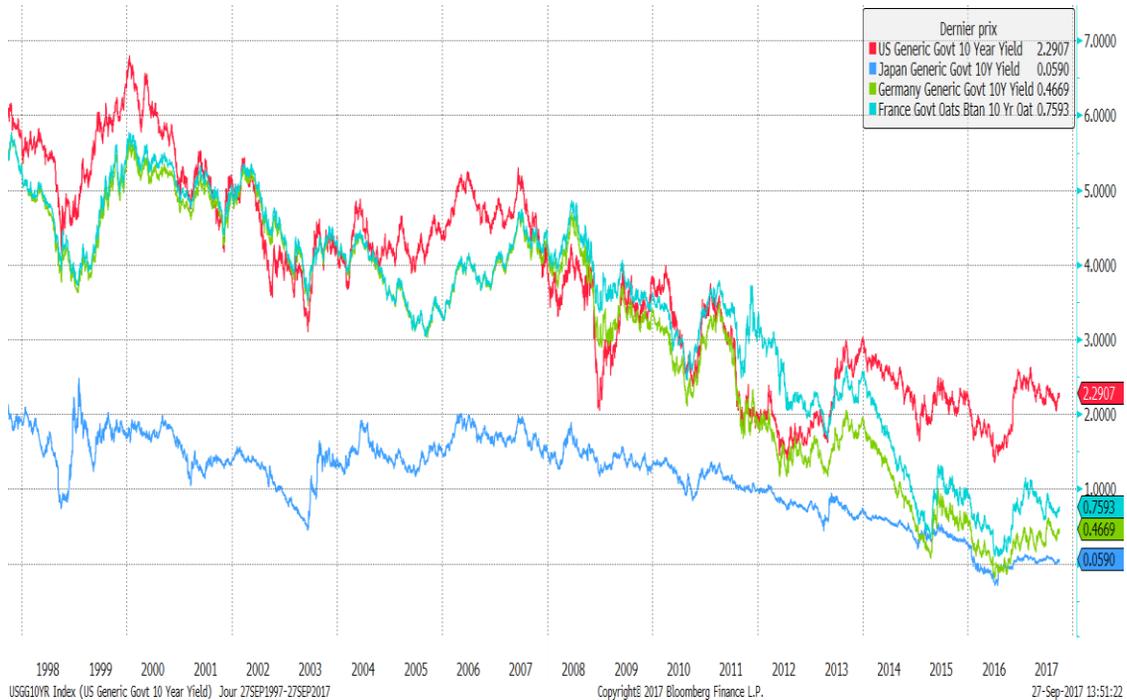


Tableau taux inflation croissance 2017 dans 5 pays

(Estimations inflation croissance 2017, Oddo BHF)

(%)	Croissance estimée 2017	Inflation estimée 2017	Taux 10 ans (sept 2017)
France	1,2	0,8	0,8
Allemagne	2,3	1,1	0,5
Italie	1,5	1,1	2,3
Etats-Unis	2,2	1,8	2,3
Japon	1,9	0,2	0,1

L'énigme des taux bas

La normalisation des circuits bancaires est annoncée depuis plus de 3 ans par la FED qui est à l'origine de la série de Quantitative Easing (QE) qui s'est établie dans le système monétaire international au cours des dix dernières années. La **normalisation consiste à rétablir des données financières** compatibles avec la situation économique actuelle.

Elle comporte notamment des taux plus élevés et des bilans « dégraissés » des surplus monétaires qui ont été créés pour éviter une crise de liquidités.

Cette démarche est cohérente avec le rôle dévolu aux opérations de QE dont la fonction centrale n'est pas de créer de la croissance mais d'assurer que le système ne connaîtra pas de rupture de liquidité.

Cette normalisation supprime la liquidité artificielle qui a créé le niveau artificiellement bas des taux américains et on devrait normalement assister à une remontée des taux longs.

A l'heure actuelle, les taux longs aux Etats-Unis devraient dépasser 4% environ, soit la somme de 2% de croissance et de 2% d'inflation.

La progression annualisée en volume du deuxième trimestre a été estimée

autour de 3.1% par le « Bureau of Economic Analysis » (BEA) après un premier trimestre révisé en baisse autour de 1.2 %. La moyenne des deux permet de prendre en compte un rythme annuel soutenable de l'ordre de 2%. Quant à l'objectif d'inflation de 2%, il n'est pas encore atteint mais pas loin de l'être, estimé autour de 1.8%. (0.9% en inflation sous- jacente).

Le taux effectif sur le marché américain des emprunts à 10 ans, le plus large et le plus avancé dans le cycle économique parallèle reste loin de prendre en compte ces données. Il se situe autour de 2.25% seulement comme le montre le tableau ci-joint.

Le marché a-t-il trouvé une forme d'équilibre à ce niveau là ? Comment justifier ce niveau qui ne prend en compte aucune prime de risque ?

Les principales banques centrales ont adopté des attitudes différentes vis-à-vis de la normalisation. On retiendra les cas de la Banque Centrale américaine, la FED, celui de la BCE et celui de la banque japonaise, la BOJ.

Le cas de la FED: le soutien du marché des émissions domestiques et la volonté affichée d'éviter une remontée brutale des taux longs

La FED a été la première banque centrale à utiliser les QE pour éviter l'aggravation de la crise financière de 2008. Ayant autorité sur l'ensemble du système financier américain **la FED a quelque peu débordé sa fonction de base**, le maintien des liquidités suffisantes pour maintenir la fluidité du système financier.

Elle a notamment inclus dans ses opérations la possibilité d'acheter tout type de titres dont ceux des émissions du Trésor. Ainsi, à l'issue des 3 opérations de rachats de titres (QE), la FED est devenue le **premier détenteur de titres émis par le gouvernement américain**, les « treasuries ». La FED devance la Chine et le Japon, détenteurs traditionnels d'émissions du Trésor américain depuis de longues années.

Grâce à ses opérations de rachats, la FED a asséché le marché et fait baisser

les taux mécaniquement, **en marge des fondamentaux économiques**.

Toutefois elle a aussi permis d'alléger le service de la dette publique.

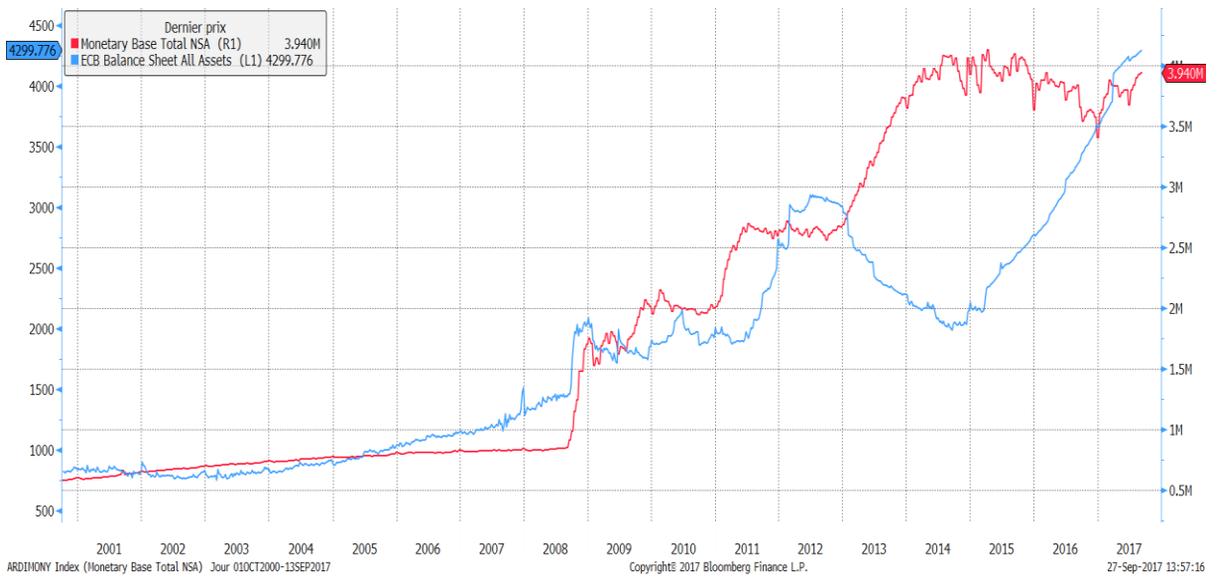
Le rythme de gestion de la liquidité prendra en compte l'impact sur les taux longs du retrait progressif du QE et s'adaptera afin d'éviter toute remontée rapide des taux.

On a coutume de dire que les marchés sont dépendants des banques centrales mais **les banques centrales gorgées désormais d'obligations sont dépendantes des marchés**: si les taux remontent brusquement, leurs portefeuilles se déprécient brutalement.

Le système américain semble supporter un retrait très progressif mais les dérapages sont interdits, d'où la prudence de la gestion de J. Yellen dans un environnement plutôt favorable.

Graphique n°3: le bilan des banques centrales

FED américaine (en rouge) et BCE européenne (en bleu)



Le cas de la BCE: des taux trop bas générant du gaspillage...

La BCE n'est pas la FED même si les politiques des deux banques centrales sont voisines. La BCE gère la liquidité européenne à travers des pays différents dans un environnement régenté par le modèle allemand de respect des données fondamentales de Maastricht. Il n'y a pas de mutualisation des risques pays et les injections de liquidités passent par un système rigide de canaux basé sur les PIB de chacun des 19 membres de la zone euro. Tous les pays membres sont supposés être au même niveau mais ils ne le sont pas.

Le QE dans la zone euro ne **s'imposait pas dans la mesure où les problèmes de liquidité étaient réglés** par les LTRO ou TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations) alors que la croissance et l'inflation étaient faibles mais positives et les comptes extérieurs très excédentaires.

Mais M. Draghi a jugé bon de mettre en place un QE en mars 2015.

Au titre de ce QE, la BCE a racheté des quantités de titres telles que **son bilan** est devenu le **plus important des pays de l'OCDE**. Ce qui signifie que la BCE est la banque centrale qui a

imprimé la plus grande quantité de billets. Pire, la BCE a racheté **des emprunts souverains** dans la proportion des **participations des** banques nationales à son capital, en gros dans la proportion des PIB nationaux. Elle a ainsi **gaspillé ses munitions** en achetant à tour de bras des titres allemands déjà suffisamment attrayants pour se passer des rachats massifs de la BCE... Autre effet de ce gaspillage: **le marché des emprunts d'Etat** de la zone Euro a été **asséché**.

Ainsi, techniquement, la BCE est condamnée à réduire le montant de son QE déjà ramené de 80 à 60 milliards de dollars par mois.

Mais au-delà du montant global du QE et contrairement à la FED et aux autres banques centrales qui gèrent la monnaie d'un seul pays, la **BCE risque** de devoir **adapter ses allocations de rachats** en faveur des **pays qui en ont le plus besoin**. Sans pour autant tomber dans un système de mutualisation déjà écarté au moment de la crise grecque. Dans ce domaine la BCE a quand même obtenu des résultats à travers la **réduction des écarts de rendement** entre titres souverains des différents pays de la zone euro.

... et des problèmes de change

A partir du moment où la BCE prend en gestion l'économie européenne le change de l'Euro devrait traduire le laxisme de la BCE lancée dans une opération de QE non nécessaire et la poursuite de cette opération même si elle est limitée au cours des prochains mois.

Or il n'en est rien. L'Euro poursuit sa hausse face au dollar notamment. De fait **l'Euro s'est réapprécié à la suite des élections** françaises et de celles d'autres pays européens allant dans le même sens, considérant que le pire était évité. Les progrès enregistrés dans leur gestion par l'Espagne, le Portugal,

l'Irlande, l'Italie et même la Grèce ont aussi contribué à soutenir la monnaie unique. De même le Brexit a servi de contre- exemple en faveur de l'Euro.

Aujourd'hui **M. Draghi se trouve cerné** par tous les problèmes qui accompagnent un QE à contre temps et un **taux de change** à priori défavorable.

Réduire le QE risque de **propulser l'Euro**. Poursuivre le QE peut permettre d'obtenir une parité de l'Euro plus propice aux exportations européennes mais contrarie le schéma de normalisation déjà annoncé et justifié par le montant record du bilan de la BCE.

Le cas de la banque du Japon: l'abandon

Contrairement aux autres banques centrales la BOJ (Bank of Japan) semble abandonner toute procédure de normalisation de sa situation financière. Celle-ci a toujours été tendue mais le force du Yen a permis d'éviter les plus gros problèmes. Le Japon continue dans la voie de l'expansion monétaire et il n'est pas envisageable d'arrêter le QE. Dans ce contexte l'épargne japonaise est déjà mobilisée. Les grands fonds de retraite, les plus importants au monde, sont déjà prêts à racheter les nouvelles

émissions de l'Etat, les emprunts privés éligibles voire les actions du Nikkeï. Pourtant M. **Kuroda a garanti que le QE actuel resterait en place.**

Sans doute attribue-t-il au QE un rôle décisif dans la croissance et la **meilleure garantie des actifs des fonds de pension.**

Avec le maintien garanti du QE, la BOJ crée les conditions de taux bas pour une durée très longue.

Conclusion: les banques centrale sous la pression des normalisations

Les banques centrales dépendent des marchés. Toutefois les solutions adoptées pour normaliser leur situation différent sensiblement.

La FED semble la mieux placée, en ayant déjà entamé son programme de retour aux normes de son système financier. Pour autant le plus difficile reste à faire, trouver le bon rythme et la bonne communication.

La BCE quant à elle, est confrontée à la situation difficile dans laquelle elle s'est placée en renforçant peu à peu son rôle de base de surveillance des liquidités. Ainsi doit elle se déterminer aujourd'hui sur la gestion de son QE: soit le maintenir sans se soucier du retour aux normes, soit le réduire et pousser l'Euro à la hausse.

Quant au Japon il s'est mis dans la situation que les autres banques centrales veulent éviter: celle de ne plus pouvoir en sortir.

On le voit, les 3 banques centrales tentent de limiter ou empêcher une remontée des taux.

Ce n'est pas une bonne politique à long terme: il faudrait retrouver des niveaux de taux qui correspondent à une réalité économique et permettant de retrouver une croissance financée normalement.

Que retenir ?

La sortie des QE n'est pas une tâche facile pour les banques centrales qui doivent éviter les effets négatifs correspondant à l'euphorie qu'ils avaient générée.

La FED est la mieux placée pour revenir aux normes mais elle est « coincée » sur les rendements des treasuries qui financent la dette publique.

La BCE a peu à peu élargi ses pouvoirs, et a gaspillé une partie des fonds du QE en achetant des titres allemands alors que l'Allemagne n'avait aucun besoin de ces achats et a globalement asséché les marchés de titres souverains.

En prolongeant son QE, le Japon entre dans la spirale du financement par la planche à billets.



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

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.



Dominique CARRIERE

Directeur Général
dcarriere@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 47 / 06 11 48 61 61

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS



Nelly SOULIER

Conseiller en Gestion de Patrimoine
nsoulier@platinum-gestion.fr

Tel : 06 33 59 82 08

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75 008 - PARIS