

Flash Stratégie

Mai 2017



La baisse des marchés actions viendra des Banques Centrales

Paris, le 11 mai 2017

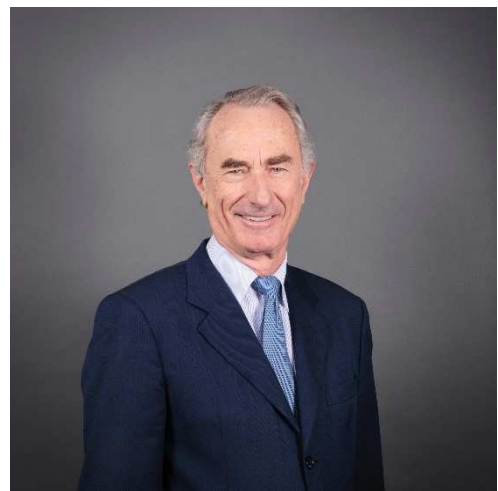
La baisse des marchés actions viendra des Banques Centrales

Les Banques Centrales ont fait l'objet de vives critiques sur leur gestion de la crise financière. Par ce qui a été appelé le QE ou « *Quantitative Easing* ».

Pourtant elles ont connu un grand succès en enclanchant un cycle de hausse des marchés actions qui est un des plus longs de l'histoire. Ce cycle perdure. Le plus facile est derrière nous car nous entrons aujourd'hui dans la phase la plus difficile du processus : la normalisation.

Quelques années après le début du QE, il est clair que l'économie américaine est sortie de la grande récession. Pour autant, la FED montre beaucoup d'hésitations dans la gestion de ses taux directeurs.

Face à la reprise économique et au retour de l'inflation les doutes continuent de planer sur sa capacité à changer sa politique. Car elle pourrait déclencher une baisse des marchés.



Jean Borjeix
Président du Comité d'investissement

Pourquoi changer de politique?

Les marchés actions semblent insensibles à tout: au Brexit, à la disparition des espoirs mis sur Donald Trump, aux risques de guerre en Corée du Nord,...

On peut certainement observer des mouvements de correction de 5% en réaction à des événements mais peu d'économistes expriment une peur d'une correction de 20 à 30% malgré un niveau de prix sur les marchés actions qualifié d'élevé.

Encore une fois, la raison de cette stabilité est à rechercher du côté des Banques Centrales dont l'action d'injection de liquidités soutient les marchés

Cependant, injecter des quantités de dollars très supérieures aux besoins nécessaires afin de relancer la croissance du PIB était chose facile.

Bien que les marchés aient plus profité de la manne des QE que l'économie réelle elle-même, des **dérapages commencent à apparaître** sous

l'effet de la création monétaire, notamment au niveau des salaires, qui sont sources d'inflation à venir.

Sur cette base on devine une volonté de retour à la normalisation des instruments de gestion de la FED.

La base de cette normalisation est de **redonner aux taux d'intérêt directeurs leur vraie fonction.**

Dans le même temps, **le bilan de la FED** s'est considérablement alourdi et il doit être ramené aux normes précédant la crise financière de façon à ménager de nouvelles capacités de rachats de titres.

L'ennui est que la **hausse des taux comme la réduction du bilan de la FED sont, l'un et l'autre, récessifs.**

Comment gérer cette situation ?

Deux types de réponses:

Les taux robotisés

La réponse par le bilan

La Formule de Taylor

La formule de Taylor est basée sur les données suivantes :

- le taux réel neutre de long terme égal à taux de croissance tendanciel de l'économie;

- « l'écart » entre l'objectif d'inflation de la Banque Centrale et le taux d'inflation en cours ;

- « l'écart » entre le taux de croissance instantané et le taux de croissance soutenable à moyen terme.

Les premières données sont affectées d'un coefficient 1. Les deux « écarts » sont affectés d'un coefficient que Taylor recommandait de valoriser à 0.5.

- La formule additionne toutes ces données. Celles-ci sont fournies par Eurostat, le FMI, Oddo, Rexecode.

- **Pour les Etats-Unis**, les données seraient les suivantes :

- Inflation= 2%

- Taux LT réels = 2.26 %

- Ecart 1 : $0.5 (2,075\% - 2\%) = 0.0375 \%$

- Ecart 2 : $0.5 (2.1\% - 2\%) = 0.05 \%$.

- **Taux théorique : 4.36 %**

- **Pour la zone Euro**

- Inflation= 1%

- Taux LT réels : 1.5 %.

- Ecart 1 : $0.5 (1.1 - 2\%) = - 0.45 \%$

- Ecart 2 : $0.5 (1.8 \% - 1.5 \%) = + 0.15 \%$

- **Taux théorique : 2.2 %**

Comment revenir à la normale? La réponse par les taux « robotisés ».

A la suite des hésitations affichées par la FED dans l'utilisation des taux directeurs (Combien de hausses ? Quand ? A quel rythme ?), des voix dont celle du Trésor américain et de quelques membres de la FED se sont élevées pour demander la mise en place d'un **modèle automatique** de détermination du taux directeur.

Cette solution serait à l'opposé de la méthode de communication mise en place par M. Alan Greenspan qui cherchait à faire accepter par les marchés les décisions parfois tendues de la Banque Centrale visant à prévenir l'inflation. Pour autant la solution « robotisée » existe sous la forme de la **règle de Taylor**.

En 1993, 6 ans après la prise en main de la politique monétaire américaine par M. Greenspan, un **modèle de calcul du taux directeur théorique a été mis en place par M. J B Taylor**, alors sous-secrétaire au Trésor.

Quelle influence pourrait avoir ce modèle dans les décisions prises par la FED ou la BCE ?

La formule établie par John B. **Taylor** en 1993 avait pour but de calculer un taux directeur théorique aidant les présidents successifs de la FED dans leurs décisions de politique monétaire. Quelle formule pour quels taux théoriques ?

Dans la formule de Taylor (Cf. exemple chiffré en annexe et graphique ci-après) ce taux théorique est **positivement corrélé** à l'écart entre l'inflation actuelle constatée et l'objectif d'inflation fixé par la banque centrale et à l'écart entre la croissance économique en cours et la croissance potentielle (output gap).

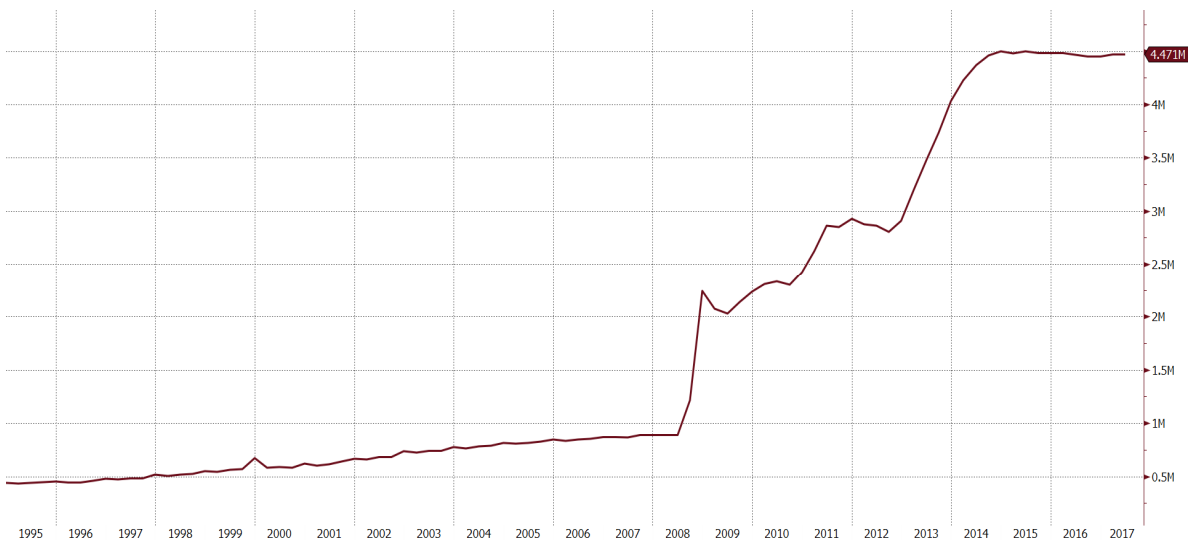
En revanche, les données de **l'emploi** qui ont souvent été présentées, notamment par Janet Yellen comme l'un des objectifs premiers de la politique monétaire n'apparaissent pas comme données de base du modèle. Cependant le fait d'introduire la notion de **croissance potentielle de long terme** implique la recherche d'un équilibre proche du plein emploi.

Graphique n°1: Taux de Taylor et taux FED

Taux calculés par Taylor (en bleu) et taux FED (en blanc)



Evolution de l'actif total de la FED de 1995 à 2017



L'aberration 2008

Une politique monétaire «conventionnelle» proche de la théorie jusqu'en 2008.

Depuis Robert Burns dans les années 70 et **Jusqu'en 2009** (B. Bernanke), les taux théoriques du modèle de Taylor et les taux directeurs ont été dans, l'ensemble, **bien corrélés**, hormis lors de l'application par **Paul Volcker** du médicament de cheval destiné à éradiquer l'inflation à deux chiffres au début des années 80. Pendant toute cette période, la FED a suivi une politique monétaire dite «**conventionnelle**».

Graphique : taux Taylor et taux FED (source Glenn D. Rudebusch et John P. Judd.)

Il n'en est plus de même au cours de ces dernières années où le modèle de Taylor fournit des objectifs de taux **fondamentalement différents** des décisions prises par le **FOMC** (Federal Open Market Comity). Cet écart résulte de la mise en place de la politique «**non conventionnelle**» (**QE**) destinée à régler la **crise financière de 2008**.

Une politique non conventionnelle en réponse à une crise sans précédent.

Au-delà de 2008/2009, **taux théoriques et taux réels** se sont totalement **dissociés**. De fait après s'être retournés conjointement les taux théoriques et les taux réels ont aussi baissé en même temps en 2007/2008. Par la suite, la **dissociation est venue du passage en territoire négatif du taux théorique** alors que les

taux officiels **restaient bloqués autour de zéro**. A partir de **2010**, les **taux théoriques** se sont **redressés** vigoureusement de **plus de 600 points** de base, alors que les taux directeurs FED se sont modestement redressés, de **75 points** de base en trois opérations, appuyées de **discours du FOMC ultra modérés**. Il faut dire que le FOMC a souvent affiché des **doutes sur les données de la croissance** et, aujourd'hui encore, appelle à la prudence en la matière. Or les piliers du modèle sont la croissance réelle (déflatée) et l'inflation de moyen terme, encore en dessous des objectifs. Dans la ligne des messages très prudents du FOMC, la « **normalisation** » de la **politique monétaire prendra du temps**. A l'heure actuelle, l'écart entre les taux de la FED ou de la BCE et ceux de la théorie reste très élevé de 200 à 300 points de base.

Le paradoxe de la situation actuelle est mis en lumière par l'écart entre la politique de la Banque Centrale, notamment la FED, qui se préoccupe essentiellement de maintenir la **croissance** et le calcul théorique de la règle de Taylor qui vise avant tout **les risques de surchauffe**. Aujourd'hui les marchés n'accordent pas beaucoup de crédit à la thèse du rattrapage ou « **normalisation** » surtout sur les bases théoriques évoquées par ailleurs (rattrapage de quelque 200-300 points de base).

La normalisation de part et d'autre de l'Atlantique prendra du temps. Mais elle prendra du temps pour une autre raison : la **réduction du bilan de la Banque Centrale américaine chargé d'actifs arrivant à échéance**.

Comment revenir à la normale? La réponse par le dégonflement du bilan

Les marchés s'inquiètent de **l'affaiblissement des flux** qui étaient apportés par les QE avant leur réduction par le « tapering », puis **prolongés** de fait par le **réinvestissement des intérêts et des remboursements** de principal versés par les émetteurs de titres rachetés par les banques centrales.

C'est pourquoi les banques centrales et notamment la FED tiennent en haleine les marchés sur leur comportement à venir. Toutefois **l'orthodoxie financière voudrait que les titres amortis soient intégralement retirés du circuit**. De ce point de vue, les minutes du FOMC de mars et l'intervention du président de la réserve fédérale de New-York, W. Dudley ont ouvert une voie limitant les **effets de la**

normalisation. W. Dudley notamment a clairement expliqué que **la réduction des flux due à l'amortissement des titres achetés par la FED** dans le cadre des QE **équivalait à plusieurs hausses de taux** accréditant la **lenteur du processus de remontée des taux** actuellement en cours de normalisation.

Surtout, le **cumul de la hausse des taux et de la normalisation du bilan banque centrale** risque de s'avérer **très récessif**. Il implique des taux très éloignés de la théorie (cf. graphe) et une **gestion particulièrement difficile de l'assèchement progressif des flux** qui avaient été apportés par les QE.

Conclusion:

En somme malgré ses défauts et ses approximations, l'approche théorique du taux directeur pouvait éclairer, au moins partiellement, la politique monétaire dite «conventionnelle». Elle n'offre plus de repères dans la gestion «non conventionnelle» des banques centrales, sauf à mettre en évidence l'écart entre les politiques monétaires « conventionnelle » et « non conventionnelle » et la difficulté d'opérer à tâtons dans le cadre de la politique non conventionnelle.

Les banques centrales se sont en quelque sorte déconnectées des opérations classiques. La prise en main directe, sans repères, de la politique monétaire explique que les opérateurs soient très attentifs à la moindre indication fournie par le FOMC. Pour autant, il est vain d'attendre des miracles des présidents de banques centrales qui sont confrontés à des situations beaucoup plus compliquées que celles qu'offraient la gestion directe des taux directeurs. La double gestion des taux et des bilans de banques centrales présente, elle-même, le double inconvénient d'être doublement récessive et de se situer en terrain inconnu.

Une chose est sûre, la prime de risque correspondant à gestion de l'arrêt des QE, est bien plus élevée que celle qui aurait pu être associée à la simple hausse des taux directeurs.

Ce n'est pourtant pas ce que l'on peut observer dans le comportement actuel des marchés. Il faut donc être vigilant par rapport au risque d'un changement radical de leur optique.



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

Que retenir ?

Les banques centrales entrent dans la phase la plus difficile de la gestion des « Quantitative Easing » : le retour aux normes.

Les taux théoriques ont encadré les décisions de la FED tant que l'ensemble des données monétaires étaient normalisées.

Depuis 2008 (crise financière) les taux directeurs s'éloignent considérablement de la théorie.

W. Dudley cherche à rassurer les marchés en expliquant que la réduction du bilan de la FED équivaut à des hausses de taux importantes. Il est donc recommandé de ne pas cumuler les deux instruments de freinage.

Néanmoins Le retour vers la normalisation correspond à une augmentation sensible du risque qui n'est pas dans les marchés. **Vigilance.**

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.

Platinum Gestion - Contacts



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



Boris MICHEL

Responsable développement

bmichel@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 48 / 06 71 44 03 29

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS

*Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005
Numéro ORIAS : 14001677 – www.orias.fr
SAS au capital de 1.828.910 Euros - 480 778 687 RCS Paris*