

« La stabilité financière est en jeu »

Changement ou continuité à la Réserve fédérale des Etats-Unis : cinq gérants livrent leur analyse en se projetant au-delà de 2018.



PHOTOS : XAVIER POPIVREA

(De gauche à droite, de haut en bas)

WILFRID GALAND, responsable de la stratégie de marché, Neulize OBC

MICHAEL ISRAEL, associé, IVO Capital Partners

MAXIME ALIMI, responsable de la stratégie d'investissement, Axa IM

DIDIER BOROWSKI, responsable de la recherche macroéconomique, Amundi

OLIVIER DE LAROUZIÈRE, directeur gestion taux d'intérêt, Natixis AM



La relève de la garde à la Réserve fédérale américaine (Fed) va-t-elle changer le paysage des investisseurs ?

WILFRID GALAND - La nomination de Jerome Powell à la présidence de la Réserve fédérale est dans la continuité, mais on a un changement plus général. Important quantitativement, mais aussi en termes d'expérience. Avec Janet Yellen, Bill Dudley et Stanley Fischer, qui s'en vont dans les prochains mois, trente ans d'expérience partent d'un seul coup. Il va falloir regarder trois grands axes : la politique monétaire, la régulation et, plus généralement, le fonctionnement et l'articulation entre la Fed et différents autres pouvoirs aux Etats-Unis. Il y aura des changements, en particulier en termes de régulation, parce que les hommes changent et qu'ils vont devoir imprimer leur marque dans un contexte qui sera compliqué.

OLIVIER DE LAROUZIÈRE - Pour 2018, l'histoire est écrite, au scénario macroéconomique près : quatre hausses de taux sur une période de treize mois (décembre 2017 compris). Au moindre changement, il faudra peut-être prendre d'autres décisions. M. Powell n'a pas la même expérience que Mme Yellen en termes de politique monétaire. En 2019, il faudra prendre de nouvelles mesures, comme la réduction de la durée dans les achats. Une question importante pour les marchés.

MICHAEL ISRAEL - La Fed est très précautionneuse quant aux conséquences de sa politique sur sa propre économie, mais aussi sur les émergentes. Jusqu'ici, tout a été fait pour que les ajustements se passent bien et que les marchés soient préparés. Il n'y a pas de raison que cette dynamique soit cassée. Comme toujours, c'est au scénario macro près. Il pourrait y avoir des surprises. Il y a eu un contre-choc pétrole/matières premières ces dernières années qui s'est diffusé dans différents compartiments de l'économie et a sûrement aidé à contenir l'inflation. On voit que les choses sont à nouveau en train de bouger sur les matières premières, mais cette fois plutôt à la hausse. Quelle serait l'approche de la Fed ?

MAXIME ALIM - Effectivement à court terme, je suis assez d'accord, il y a peu de chances de changer complètement de braquet. Jerome Powell travaille à forger un consensus. Et va probablement revoir les *dots* (prévisions, NDLR) qui, dans leur forme actuelle, sont contre-productives. L'angle régulation, c'est clair. Concernant l'angle réglementaire, la Maison-Blanche a un agenda. Mais dans quelle mesure voudra-t-elle avoir plus d'influence sur la Fed ? Elle a fait le choix de quelqu'un de relativement *dovish* (accommodant, NDLR). On verra qui on aura autour de la table par ailleurs pour être force de proposition, refléter la recherche académique, etc.

DIDIER BOROWSKI - Depuis sa nomination à la Fed en 2012, Powell était sur la même ligne que Janet Yellen. Je pense que la Réserve fédérale va rester extraordinairement flexible. L'évolution de son bilan et de sa politique de taux dépendra aussi de ce qui se passera sur les marchés – et

pas uniquement en termes de croissance et d'inflation. Une croissance au-dessus du potentiel depuis près de neuf ans, un marché du travail qui se rapproche du plein emploi, un biais haussier sur la croissance si on a une politique fiscale bien calibrée, tout cela peut nécessiter un rééquilibrage entre la politique budgétaire et la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle je pense que le scénario 2018 est loin d'être écrit.

L'un de vous craint-il un retour à l'idéologie ?

DIDIER BOROWSKI - Le président Donald Trump a besoin d'un pragmatisme à la tête de la Fed. Il avait en outre probablement besoin d'un républicain modéré pour amadouer son propre camp au Congrès, avec lequel il est en train de négocier la réforme fiscale. Le pragmatisme et la modération sont de bons gages d'absence de rupture majeure, y compris en termes de régulation.



On devrait observer une légère pression haussière sur les taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis »

DIDIER BOROWSKI



WILFRID GALAND - Jerome Powell avait aussi tapé dans l'œil des démocrates fin 2011. Au moment où il y avait de très fortes tensions sur le relèvement du plafond de la dette aux Etats-Unis, il a joué un rôle très important de lobbyiste pour réussir à trouver un consensus et faire en sorte qu'on évite un accident financier majeur aux Etats-Unis, malgré une volatilité très forte.

MICHAEL ISRAEL - La volonté d'être lisible et de distiller de l'information aux marchés devrait continuer à être la politique de la Fed. En tant que gérants, nous avons bien vu que les marchés ont été largement pris en considération par la Fed ces dernières années. Les décisions de politique monétaire ont été étudiées au niveau international, pas uniquement local ou régional. La Fed a démontré qu'elle était pleinement consciente de l'impact de ses décisions. Cela devrait continuer.

MAXIME ALIM - L'ironie de l'histoire, c'est que Jerome Powell a été le seul républicain nommé au *board* en 2012 par Obama. C'était pour faire « un package » vis-à-vis du Congrès avec Jeremy Stein qui s'est illustré par des positions très fortes à la Fed.

OLIVIER DE LAROUZIÈRE - Il semble qu'aujourd'hui, on soit dans une situation similaire à 2015. Il y avait une bulle dont la Fed était responsable et elle l'a traitée. Toutes les banques centrales apprennent de l'expérience des autres. La Banque centrale européenne est en train de gérer le *tapering* (réduction progressive des achats de titres, NDLR) de



---> la même façon. C'est pour cela que les marchés réagissent. Pour revenir à la communication, je suis surpris que vous disiez qu'on ne s'attend pas à des changements. La disparition des *dots* est annoncée. C'est majeur.

Est-ce que la Fed pourrait communiquer des objectifs d'inflation autres que 2 % ?

DIDIER BOROWSKI - La règle des 2 % n'est pas inscrite dans la loi. Aux États-Unis, avant la crise, l'inflation était au-dessus. La menace est désormais de devoir vivre avec des niveaux structurellement faibles. On a des économies qui se rapprochent du plein emploi et ont peu d'inflation salariale, notamment du fait de la nature des emplois créés. On devrait avoir un redémarrage de cette inflation cyclique à l'approche du « vrai » plein emploi. Mais depuis le début de l'année, on enregistre aux États-Unis une baisse des prix des services auxquels on a accès par internet. Et avec la mondialisation, les prix des biens industriels sont également sous pression. Le vrai mandat d'une banque centrale, c'est la stabilité du niveau des prix. La question de la stabilité financière va revenir sur le devant de la scène parce que certains actifs (financiers et réels) commencent à être surévalués bien que l'inflation des biens et services ne reparte pas. Si la Fed conserve des conditions monétaires exagérément accommodantes pendant trop longtemps, c'est la stabilité financière à moyen terme qui serait en risque avec des possibilités de bulles sur l'ensemble des actifs. Et la prochaine crise pourrait être une crise financière avec éclatement simultané de bulles. La communication prospective de la Réserve fédérale va probablement évoluer à mesure qu'on revient vers une situation macroéconomique plus normale, avec une *forward guidance* plus légère, avec des termes plus généraux.



La Fed a démontré qu'elle était pleinement consciente de l'impact de ses décisions au niveau international »

MICHAEL ISRAEL



WILFRID GALAND - Les banques centrales doivent gérer un paradoxe : l'inflation n'a pas disparu, elle s'est déplacée. On n'a effectivement pas d'inflation prix/salaires, mais une inflation parfois très forte sur le *private equity*, les actifs immobiliers et les obligations. Cela commence à poser problème en termes de valorisation, mais aussi en termes sociaux – pour ce que la Fed appelle « l'autre Amérique » : celle qui n'a pas d'actifs. Comment faire pour piloter cela ? Comment communiquer sur ce sujet sans être anxiogène pour redonner un certain cap ? Cela va être un vrai sujet.

MICHAEL ISRAEL - Nous sommes nombreux à ne pas avoir véritablement vécu un monde inflationniste. A priori, il est plus simple de gérer l'inflation que la déflation. Toutefois, en termes de communication, je ne vois pas de

rupture quant au fait d'intégrer la stabilité des marchés dans ses préoccupations. La Fed a intégré la réaction des marchés financiers dans ses décisions pour notamment éviter



Redéfinir les cibles d'inflation, la question est légitime »

MAXIME ALIM



les réactions brutales, mais il faut être conscient que si sa politique a produit de bons résultats vis-à-vis de l'économie, ils le sont nettement moins vis-à-vis des actifs financiers et immobiliers notamment qui, eux, ont connu une forte inflation que la Fed n'a pas réussi à stopper.

Anticipez-vous une évolution des outils de politique monétaire à moyen terme ?

OLIVIER DE LAROUZIÈRE - Quand on atteint le haut du cycle, en 2018 ou 2019, il y aura des mesures majeures à prendre. Plus que le *tapering*, j'attendais le changement de durée des achats. Il y a un risque de taux dans le bilan de la Fed. Comment Jerome Powell pourra-t-il s'en sortir ? On n'a pas d'expérience en la matière. Prendre en compte les marchés, oui, mais alors on peut tricoter les scénarios à l'infini. Est-ce que M. Powell va avoir assez de temps ? Je ne crois pas. Le rythme va s'accélérer. Les montants dont on parle sont faramineux. Qui achète des *Treasuries* ? On voit les banques centrales. Mais est-ce qu'elles achètent sur des maturités longues, est-ce que la durée va être réduite à temps ; si elle n'est pas réduite à temps, on va avoir une très forte pentification de la courbe des taux.

MAXIME ALIM - L'inflation est un sujet qu'on sait assez bien régler conceptuellement. Ce n'est pas un problème très compliqué précisément parce que l'exemple historique est encore frais et que les outils sont là. Ils sont précisément faits pour répondre à ce sujet. Au contraire, ce qui était complètement nouveau, c'est la question de la déflation. D'où la question légitime de redéfinir les cibles d'inflation. Certains disent qu'il faut remonter la cible à 4 %. C'est juste un peu compliqué : on n'arrive pas à faire 2 %. D'autres prônent la baisse, à 1 %. C'est peut-être une des voies de sortie. Pour terminer, la voie médiane est de dire : « Honnêtement, l'inflation, on ne sait pas trop bien comment cela marche ; on n'est pas très bon pour la prévoir, et donc il vaut mieux avoir un horizon de prévision plus long et une tolérance plus grande autour de la cible. »

Cela dessine quel paysage d'investissement concrètement aujourd'hui ?

MICHAEL ISRAEL - Les grandes classes d'actifs (actions, dette, immobilier) n'ont jamais été aussi corrélées du fait des

taux bas. Dans cet environnement, nous nous développons depuis quelques années dans une classe d'actifs qui offre une décorrélation intrinsèque, comme notamment le « *litigation finance* » qui consiste à financer des contentieux commerciaux et dont les performances ne sont pas liées à l'évolution des taux d'intérêt et à la croissance de l'économie mondiale. C'est un exemple de financements désintermédiés, où il n'y a pas eu une abondance de liquidités provoquée par la faiblesse des taux d'intérêt. Sur la partie cotée, nous favorisons les obligations d'entreprises de qualité basées dans des pays émergents et avons une durée faible. Au-delà de la durée,



nous sélectionnons aussi des obligations dont le prix varie plus en fonction de l'actualité de l'entreprise, d'un pays ou d'un secteur d'activité par exemple qu'en fonction de l'évolution des taux d'intérêt.



L'inflation n'a pas disparu, elle s'est déplacée

WILFRID GALAND

OLIVIER DE LAROUZIÈRE - Je suis plutôt un spécialiste des instruments liquides. Cela fait longtemps qu'on regarde les dettes émergentes locales pour avoir la décorrélation la plus forte possible par rapport à tout cet environnement. La stratégie dont j'entends le plus parler ces derniers temps, c'est vendre de la volatilité. C'est vraiment typique de la fin de cycle. On est d'accord sur les risques qui sont là parce qu'on a une conviction forte. Mais on a réduit la taille des paris notamment sous pondération-durée, surpondération-actifs risqués, compte tenu d'une probable moindre attractivité du rendement risque aujourd'hui qu'il y a 18 mois. Par contre, la décorrélation, on la cherche plutôt dans des paris non directionnels, c'est-à-dire une valorisation relative en actions. On essaie de faire plus de devises parce que c'est moins directionnel. Voilà comment on se positionne.

WILFRID GALAND - Effectivement, la survalorisation du monde obligataire nous dit quelque chose. Quand on voit que par exemple le *high yield* européen est proche du taux des *Treasuries US*, on a quand même un petit sujet de valorisation. On peut être sur ce plateau pendant plusieurs trimestres. En revanche, on voit que les risques sont en train de monter parce que – et je rejoins ce qui a été dit – le temps va probablement s'accélérer. Le temps des décisions, en particulier monétaires, novatrices dans le sens où il va bien falloir traiter ce problème de bilan des banques centrales à partir du bilan de la banque centrale américaine, arrive de façon relativement rapide. Par rapport à cela, rester investi sur la partie actions, c'est évident

parce que c'est ce qui permet de profiter de l'accélération de la croissance. Mais il ne faut pas oublier le niveau de valorisation actuel des actifs. En résumé, rester investi, mais les risques sont en train de monter, donc il faut se préparer à avoir le pied sur le frein.

DIDIER BOROWSKI - Sur les actifs risqués, on conserve une position plutôt favorable, même si on a réduit la volatilité. Il ne faut pas oublier qu'on est dans une phase porteuse du cycle mondial qui est amenée à durer en 2018. Cela dit, il y a un excès de valorisation de la Bourse américaine de notre point de vue. Cela nous amène à être neutres par exemple sur les actions américaines. On continue de penser qu'il y a une forme de renaissance en Europe à la fois sur le plan économique et politique. Dans la zone euro, la reprise est beaucoup jeune qu'elle ne l'est au Royaume-Uni, au Japon ou aux États-Unis. Le couple risque/rendement est beaucoup plus attractif sur les actions européennes. Il faut évidemment considérer des expositions aux marchés qui ne soient pas purement directionnelles. Il est possible qu'il y ait, dans un proche avenir, des points d'entrée plus attractifs qu'aujourd'hui. Du côté des actions, nous restons positionnés sur les actions européennes, sur certains pays émergents, également sur le Japon. Du côté des taux d'intérêt, on s'attend à une remontée assez modérée. À 12 mois, on pense que le taux du 10 ans allemand devrait quand même frôler les 1 %. On s'attend à une repentification de la courbe des taux en zone euro. En revanche, aux États-Unis, c'est davantage un aplatissement de la courbe des taux qui se profile. Mais il faut d'abord que la situation se décente : dans le meilleur des cas, au premier trimestre 2018. C'est un peu la *deadline* parce que les *midterm elections* sont en novembre. Le risque pour les républicains, c'est de perdre la Chambre des représentants. Là, on revient sur le risque politique pour Trump.



Vendre de la volatilité, c'est vraiment typique de la fin du cycle de valorisation d'un actif

OLIVIER DE LAROUZIÈRE



MAXIME ALIMI - Cela me fait penser qu'au début du mandat de Donald Trump, l'exemple historique utilisé était celui de Ronald Reagan. Beaucoup ont pensé que Trump était le nouveau Reagan, notamment sur les questions fiscales. Un an après, on voit que ce n'est pas du tout le cas. On est plutôt sur une politique assez démagogique avec des taux bas, un dollar bas et un peu de dérégulation pour faire plaisir, etc. C'est peu de choses. ■

Propos recueillis par la rédaction le 16 novembre 2017