

01/09/2018/

L'ère post-liquide

La combinaison improbable de la sortie d'un cycle long d'expérimentations monétaires, de l'apparition de désaccords conceptuels majeurs au sein des banques centrales, et de ruptures géopolitiques, met fin à une période de stabilité.

Volatilité, liquidité et primes de termes vont refléter ces nouvelles incertitudes avec des effets en cascade. Les gestions doivent se préparer.

2018 s'annonce définitivement comme une année de ruptures

Après des années d'une léthargie entretenue par une liquidité abondante, les marchés ont assisté à l'éclatement de la bulle Bitcoins, la baisse brutale des marchés actions, l'élargissement spectaculaire de l'écart de taux Libor-OIS, ou encore l'envolée des segments les plus endettés du High Yield.

De quoi ces variations erratiques sont-elles les signes ? S'agit-il uniquement des effets de la normalisation monétaire ou d'une bascule vers un nouveau plus incertain ? Faut-il craindre une décompression généralisée des primes de risque sur fond de récession ? Et dans ce nouveau contexte, la gestion « long only » obligataire peut-elle encore offrir des réponses satisfaisantes aux investisseurs ?

Nul doute que cette nervosité extrême est directement liée à la remontée des taux américains.

Il est ainsi symptomatique que le Krach sur les cryptomonnaies ait eu lieu au moment précis où le taux 2 ans US atteignait le seuil psychologique de 2% provoquant :

- Un renchérissement des appels de marge sur les comptes bancaires de spéculateurs bien souvent acheteurs à découvert,
- Une brutale revalorisation baissière de marchés actions dont les maigres taux de dividendes de 1% sur le S&P 500 ne pouvaient plus tenir la comparaison.

La volatilité observée depuis le début de l'année s'inscrit dans un contexte généralisé de fins de politiques monétaires quantitatives dont les effets sont une grande source d'inquiétude.

Consistant en l'achat massif d'obligations publiques et privées, ces expérimentations ont été un facteur de suppression de la volatilité comme le soulignait récemment B. Coeuré, grand artisan du QE européen. Soutenu par une plus grande visibilité de la politique monétaire, l'ensemble des primes de risque s'est ainsi contracté de manière durable, et les classes d'actifs risqués furent stimulées. Cette période exceptionnelle prend fin cette année, avec la contraction du bilan de La Fed de plus de 100 Mds de dollars au cours du premier trimestre. Plus symbolique encore, la réunion du FOMC du mois de Juin a mis officiellement un terme au « forward guidance », c'est-à-dire à cette communication qui garantissait aux investisseurs une parfaite lisibilité des prévisions de taux directeurs. La fin de cette expérience de 16 ans est donc un facteur de nervosité qui devrait se transmettre à l'ensemble des actifs financiers.

Plus préoccupants sont les débats entre banquiers centraux remettant en cause des concepts au cœur du cadre analytique des banques centrales.

S'il y avait un consensus intellectuel fort sur le besoin de noyer les économies mondiales sous la liquidité pendant la crise, cette unanimité n'est plus de mise. Depuis quelques mois en effet, des désaccords notables et rares opposent les principaux grands argentiers sur des concepts aussi centraux que l'évolution de la croissance potentielle, l'état de l'output gap (différence entre croissances potentielle et réelle) et sa résultante le taux d'intérêt d'équilibre (le fameux R^*). La BOC1, par exemple, a témoigné d'une foi presque aveugle dans la capacité des nouvelles technologies à raviver la productivité et donc la croissance potentielle. La BCE2 au contraire a estimé que la croissance potentielle n'avait finalement pratiquement pas baissé pendant la crise financière contrairement aux estimations initiales. Pour finir, la Fed3 jugeait que la croissance potentielle de long terme ne montrait aucun signe de remontée. Ces vues divergentes ont permis à chaque banque de justifier des actions très différentes : maintien de taux bas malgré les pressions inflationnistes pour la BOC, début d'exit pour la BCE, poursuite de la normalisation pour la FED. Cette forme de cacophonie fait peser un alea sur les futures actions des banques et devrait fondamentalement entretenir la volatilité. Les départs des économistes pivots de la Fed : Fischer, Bernanke, Yellen et Dudley, ne peuvent que rajouter des incertitudes supplémentaires dans ce contexte.

Plus perturbantes encore sont les conséquences économiques et institutionnelles des politiques de l'administration américaine.

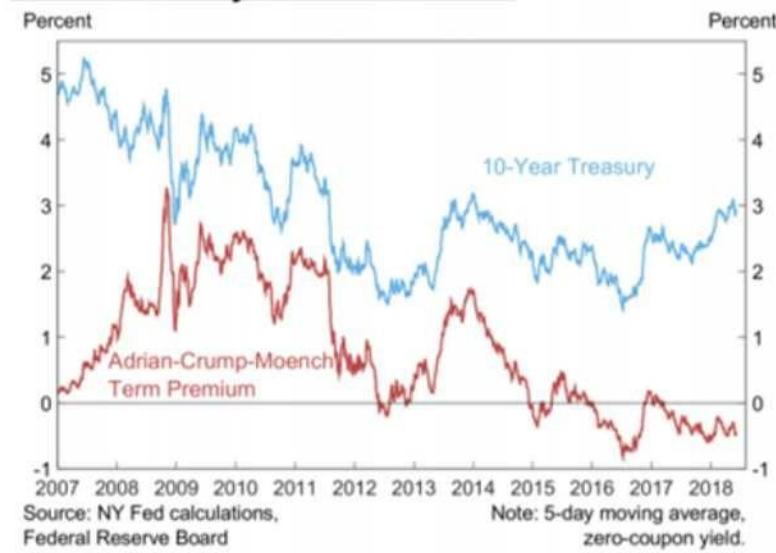
Au sein de l'OPEC, de l'OTAN, ou de l'OMC, partout l'administration Trump bouleverse l'ordre établi. En particulier, qu'il s'agisse de simples tactiques agressives de négociation, ou d'une réorientation stratégique majeure visant à une confrontation commerciale avec la Chine, les mesures américaines de protectionnisme et leurs impacts « disruptifs » sur l'économie mondiale comme sur les marchés ne peuvent plus être ignorés. En particulier le dollar, pilier du système de financement mondial, devrait être ébranlé dans au moins deux de ses fonctions : l'intermédiation dans les échanges, et la réserve de valeur. En effet la demande en dollars devrait être altérée sur le long terme par le recours systématique aux sanctions financières, de la part d'un gouvernement américain abusant de son pouvoir d'extra territorialité. Plus spécifiquement, si l'objectif des mesures protectionnistes est de ralentir l'acquisition de nouvelles technologies par la Chine, dont le rythme menace l'hégémonie militaire et géopolitique des Etats-Unis, alors les tensions devront monter encore de plusieurs crans.



Dans un tel contexte, quel impact sur les scénarios macro-économiques et la gestion d'actifs ?

Les scénarios de stagnation séculaire et de QE à l'infini, qui faisaient systématiquement consensus, ont laissé place à un large panel de possibilités. Si la récession n'est pas à l'ordre du jour, les scénarii devraient progressivement intégrer davantage de « Cygnes noirs » compte tenu des impacts imprévisibles du recul de la globalisation. La bonne question devient alors, comment se transmettra ce nouveau monde d'incertitudes sur les actifs financiers ? La dépressurisation des primes de risque paraît probable sous toutes ses formes : « spread » de crédit, primes de termes (rémunération supplémentaire demandée par les investisseurs pour investir sur des échéances plus longues, compte-tenu de l'incertitude par rapport au court-terme), pentes de courbes de taux.

10-Year Treasury and Term Premium



Ainsi, le principal actif d'ancrage du système financier global qu'est le 10 ans américain, ne devrait pas être épargné et ses composantes observables (le taux réel qui réagit à la croissance, et le point mort qui reflète les anticipations d'inflation) ont déjà augmenté depuis quelques mois. Néanmoins la prime de terme reste proche de ses plus bas historiques (voir Graphe, environ -50bp aujourd'hui contre 150bp avant la crise).

Or, si cette prime est sensible à de nombreux facteurs comme la demande pour les actifs sans risques ou les déficits budgétaires, la volatilité des titres, le niveau d'incertitude économique (croissance et inflation) et la lisibilité des politiques monétaires sont certainement des facteurs clefs de la baisse. A ce titre, le FMI dans son dernier rapport sur la stabilité financière globale anticipait une hausse significative de cette prime si les investisseurs devenaient « plus incertains à propos des perspectives de croissance, d'inflation, et de politique monétaire ».

Après les années folles rythmées par les QE, on risque donc fort d'assister à une grande phase de décompression ou de « dé-pression » désordonnée des primes de risques. Est-ce d'une certaine manière l'échec des objectifs finaux de Bernanke ?

Souvenons-nous que le but de ce spécialiste de la crise de 1929 était d'éviter à tout prix la spirale destructrice que constituait la succession : crise financière, crise économique, chômage, austérité, montée des populismes et finalement guerre commerciale, qui avait mis une fin définitive à la douce insouciance des années folles...

Une gestion active, de type performance absolue, fondée sur l'analyse de la valeur (macro et micro) et non purement « long only » saura tirer parti de cet environnement et compléter utilement une allocation de portefeuille.

Etienne de Marsac, Responsable de la Gestion Absolute return de Sunny AM

Membre de la Société Universitaire Européenne des Recherches Financières (SUERF)
Responsable des Investissements Propriétaires Banque Européenne d'Investissement (BEI)

<https://twitter.com/etiennedemarsac>

David Deddouche

Macro Trader Indépendant
Ex Macro Stratégiste chez SGCIB et
SAC Capital

<https://twitter.com/DDeddouche>

1 <https://www.bankofcanada.ca/2018/05/mostly-long-short-potential-output/>

2 Scars that never were? Potential output and slack after the crisis- B Coeuré, Member of the Executive Board of the European Central Bank - 12 April 2018. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180412.en.html>

3 The Future Fortunes of R-star: Are They Really Rising? J WILLIAMS President Federal Reserve Bank of San Francisco - May 15, 2018 <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/may/are-future-fortunes-of-r-star-really-rising/>

