

market

LE MEDIA SUISSE DES HIGH NET WORTH INDIVIDUALS

FINANCE
GUERRE DES MONNAIES
OU GUERRE DE LIQUIDITÉS?

GOVERNANCE

FUSION BANCAIRE :
UN EXERCICE
COMPLEXE

INVITÉE

DOMINIQUE
BRUSTLEIN-BOBST

ISR

LE POIDS DE
LA GOUVERNANCE

MARCHÉ DE L'ART

LES ARTISTES
SUD-AFRICAINS
ONT LA COTE

MEDTECH

DONNER UNE 2^E VIE
AUX ANTIBIOTIQUES

INDEX

PHILANTHROPIE :
12 ACTEURS
D'INFLUENCE



GÉOPOLITIQUE(S)

GUERRE DE SYRIE : LA FIN DE LA DOCTRINE OBAMA

15 CHF



ISSN 1771661 n° 26

GUERRE DES MONNAIES ET DOMMAGES COLLATÉRAUX SUR LES MARCHÉS DE TAUX



ERIC VANRAES,
Responsable de la gestion
des fonds obligataires
EI Sturdza Investment Funds

Dans un contexte de croissance mondiale apathique, chaque pays ou zone économique et monétaire (dans le cas de la zone euro) utilise les armes, conventionnelles ou non, qui sont à sa disposition afin de poursuivre sa recherche effrénée de croissance économique, de gains de compétitivité et (pour certains d'entre eux) d'inflation importée. Ainsi, nous assistons depuis plus d'un an à un nouvel épisode de la guerre des monnaies dans lequel chaque intervenant se bat pour affaiblir – ou plus modestement stopper l'appréciation – de sa propre devise. Cette guerre des monnaies n'est pas sans conséquences sur les marchés de taux. Elle influence tout d'abord les politiques monétaires des

directeurs à -0,75% qui empoisonnent tout le monde helvétique, caisses de pension en premier lieu !

Depuis le début de l'année, un peu plus de vingt banques centrales ont assoupli leur politique monétaire. Russie, Inde, Chine, Indonésie, Turquie ont pris la tête du peloton des émergents alors que dans le camp des pays développés, à notation AAA, le Canada et l'Australie ont été les exemples les plus emblématiques d'économies très (trop) liées aux cours des matières premières. Au printemps dernier, la banque centrale australienne n'a pas jugé utile de cacher la vérité : elle a abaissé son taux directeur pour affaiblir sa monnaie qu'elle jugeait surévaluée dans un contexte dominé par l'affaiblissement de la croissance chinoise ainsi que par le prix de certaines matières premières comme le minerai de fer, deux paramètres majeurs influant directement sur la santé de l'économie australienne.

100 MILLIARDS DE DOLLARS
ET 30 MILLIARDS D'EUROS

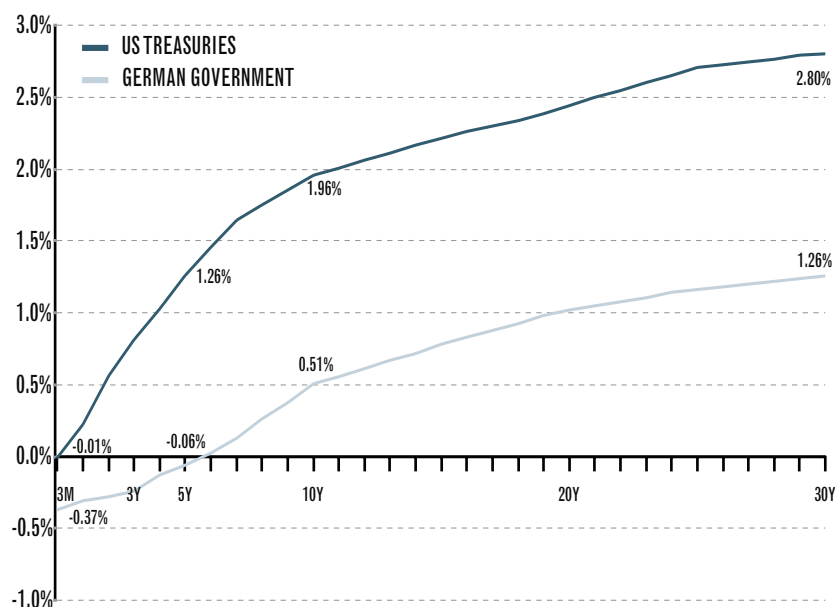
NOUS DEVRIONS DONC,
A PRIORI, ASSISTER EN 2016
À UNE REMONTÉE DES TAUX
US ET À UNE DÉTENTE
DES TAUX CHINOIS

banques centrales, donc les niveaux de taux directeurs dans les principaux pays de la planète. Ensuite, cette guerre provoque parfois des mouvements brusques sur les courbes de taux des deux grands benchmarks mondiaux, les emprunts du Trésor US (Treasuries) pour le dollar et les Bunds Allemands pour la zone euro. Enfin, qui dit guerre dit munitions : la Suisse, pays prospère mais trop petit pour lutter contre les grandes puissances, a capitulé le 15 janvier 2015 alors qu'elle avait fait partie des premiers belligérants en voulant s'arrimer soi-disant « coûte que coûte » à l'euro au niveau de 1,20. Résultat : des taux

Si le lien entre monnaies et taux d'intérêt devait se cantonner aux taux directeurs des banques centrales, ce serait trop simple. Il y a en effet des mécanismes de marché qui ont une influence sur toute la courbe des taux : les flux. Lorsqu'une banque centrale a besoin de dollars pour gérer l'évolution du taux de change de sa monnaie, il lui suffit de vendre des Treasuries. Mais lorsque l'on atteint des montants gigantesques, le flux vendeur, qui plus est dans un marché de gré à gré, pèse sur le niveau de taux et le fait remonter. Selon plusieurs sources concordantes, la Chine aurait vendu pour environ 100 milliards de dollars de US

Treasuries au cours du mois d'août, « empêchant » les taux américains à 10 et 30 ans de s'offrir un rallye d'été et la courbe des US Treasuries de s'aplatir alors qu'aujourd'hui elle semble très pentue, surtout comparée à la courbe allemande.

COURBES DE TAUX US ET ALLEMANDS



Cette information nous amène à poser deux questions. Premièrement, qui a acheté ces montants considérables ? Deuxièmement, quel serait aujourd'hui le niveau des taux US sans ces flux vendeurs ? Non seulement ce mécanisme a une influence majeure sur les niveaux de taux longs et donc sur la pente des courbes de taux, mais il a également pour conséquence que les emprunts d'États AAA ne jouent plus systématiquement leur rôle de valeur refuge (« safe haven ») en cas de turbulences boursières. Le lundi 24 août dernier, lorsque les marchés ont décroché, perdant en cours de séance jusqu'à 7 à 8 %, il n'y a pas eu de rallye exceptionnel du Bund Allemand et des US Treasuries, tout simplement parce que ces chutes spectaculaires ont provoqué un plongeon encore plus violent de certaines devises de pays émergents et que pour stopper l'hémorragie de leur monnaie, les banques centrales de ces pays ont vendu des emprunts d'États américain et européens.

Ces flux peuvent avoir également une influence majeure sur les politiques monétaires des grandes banques centrales. Il nous a été rapporté que peu de temps après le lancement du programme de Quantitative Easing (QE) par la Banque centrale européenne (BCE) en mars dernier, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois, la Chine s'est mise à vendre pour environ 30 milliards d'emprunts d'États de la zone euro. Ainsi, sur les 60 milliards de QE de la BCE, la moitié aurait servi à se porter contrepartie de la Chine, le QE « net » ne s'élevant plus qu'à 30 milliards. Pour résumer, si la Chine et les pays émergents devaient être amenés à poursuivre leurs mouvements de ventes massives, nous pourrions assister à l'avènement d'un QE4 aux États-Unis et d'un QE2 dans la zone euro !

-0,75 %, 0 % ET 4,6 %

La probabilité de QE4 aux États-Unis est toujours faible mais elle augmente alors que celle d'un accroissement ou d'un prolongement du QE européen est quasiment certaine. Mais les effets secondaires des flux sur les marchés des devises ne concernent pas que les politiques monétaires non-conventionnelles. Elles ont avant tout un impact sur les politiques conventionnelles et en premier lieu sur la fixation des niveaux de taux directeurs. La Suisse, forcée d'abandonner le « peg » à 1,20 contre euro a dû instaurer un taux directeur négatif de -0,75 % afin d'empêcher sa monnaie de s'apprécier violemment contre toutes les autres devises. Les banques centrales des pays développés ont conduit des politiques ultra accommodantes, propulsant les taux directeurs à des niveaux inconnus jusque-là : 0 % dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon, 0,5 % au Royaume-Uni. Quant à la banque centrale chinoise, il lui reste une grande marge de manœuvre puisque son taux directeur s'élève encore à 4,6 %. Nous devrions donc, a priori, assister en 2016 à une remontée des taux US et à une détente des taux chinois. Mais la Réserve fédérale US pourrait poursuivre sa politique patiente et prudente, afin de mesurer l'impact de la politique monétaire chinoise sur sa propre politique de taux directeurs, mais aussi parce que ce n'est pas forcément l'intérêt des États-Unis de voir le dollar se renchérir dans le contexte économique actuel. Si jamais les flux sur les marchés des changes devaient s'en mêler, le resserrement monétaire tant attendu de la Fed pourrait donc se transformer en QE4 car il nous semble que sans cette guerre des monnaies, les taux longs US seraient sans doute plus bas et les taux courts peut-être un peu plus hauts. ■