

## La Fed prend enfin la mesure des risques et maintient son QE3

La Fed révisé son appréciation de la conjoncture et réduit ses perspectives de croissance. Les questions de politique monétaire attendront. Après la perplexité, l'incertitude devrait resurgir.

### Points clés

- La Fed surprend les marchés en maintenant sa politique monétaire inchangée après avoir annoncé le contraire pendant des mois
- La Fed révisé aussi son appréciation de la conjoncture et revoit à la baisse ses perspectives de croissance pour 2013 (2-2.3%)
- Surprise de taille pour les analystes, le QE3 sera sans doute maintenu en 2013
- Rien à attendre de majeur avant 2014
- Les questions de politique monétaire attendront sans doute la nomination de Janet Yellen
- La perplexité des marchés financiers fera sans doute place à un retour des incertitudes
- Normalisation des risques favorable aux obligations, aux émergents et à l'or

### La Fed surprend les marchés financiers en maintenant inchangée sa politique monétaire

La Réserve fédérale américaine a surpris les marchés financiers cette semaine en annonçant tout d'abord qu'elle ne procéderait pas à une modification de sa politique monétaire, après avoir pourtant pendant plusieurs mois laissé entendre le contraire.

Elle a encore surpris les observateurs en indiquant ensuite qu'elle modifiait également sa perception de l'environnement économique et ses perspectives de croissance en adoptant désormais une position un peu moins optimiste (max 2.3% en 2013).

Nous écrivions dans notre analyse hebdomadaire du 22 août que la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis constituait selon nous clairement un nouveau risque pour la croissance américaine. Un risque qui ne nous semblait alors pas suffisamment pris au sérieux par les membres du FOMC.

Nous nous interrogeons alors sur l'absence de réaction du président de la Réserve fédérale et sur les conséquences possibles de l'inflexibilité affichée de sa position et d'une communication plutôt maladroite, alors même que les statistiques concernant le marché de l'immobilier notamment et celles du chômage également ne laissaient pas entrevoir l'accélération de la croissance attendue.

La surprise a donc été de taille pour la plupart des analystes, qui s'attendaient désormais avec une quasi-unanimité à voir le « tapering » du QE3 débuter dès le mois de septembre.

En ce qui nous concerne, nous relevions au contraire qu'une réduction du programme d'achat de titres n'était pas appropriée au vu d'une conjoncture américaine qui ne nous semblait pas en phase d'accélération et qui présentait au contraire les signes d'une faiblesse, probablement encore renforcée par la remontée trop rapide et trop brutale des taux d'intérêt.

La Réserve fédérale semble donc heureusement avoir révisé sa position et prend en compte, désormais plus sérieusement, les risques de ralentissement induits par la remontée des taux longs, que nous avons déjà évoqués à plusieurs reprises.

La banque centrale américaine a donc annoncé qu'elle maintiendrait sa politique de rachat de titres du Trésor américain à hauteur de 45 milliards de dollars par mois et ses rachats de dettes garanties par des actifs immobiliers pour 40 autres milliards de dollars.

Ce qui fut un sujet de préoccupation majeur pendant tout l'été, provoquant des effets parfois dramatiques sur de nombreux actifs, trouve ainsi en septembre un épilogue particulièrement surprenant pour la plupart des observateurs.

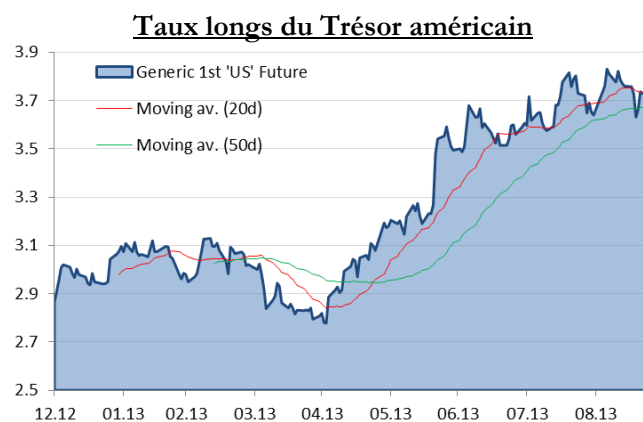
Les marchés obligataires domestiques US et avec eux l'ensemble des marchés de taux avaient été les premiers à intégrer la nouvelle d'un « tapering » débutant probablement dès le mois de septembre. La hausse brutale observée sur les taux longs américains s'était ainsi transmise avec encore plus de force aux marchés émergents, sans épargner les marchés européens. La hausse des taux avait provoqué, malgré l'amélioration presque continue de la confiance des professionnels de l'immobilier, une chute des REITS (Real Estate Investment Trusts). L'imminence du « tapering » avait aussi contribué au nouvel accès de faiblesse de l'or. Même les marchés actions, pendant un temps, avaient réagi négativement à cette éventualité. Ceci, avant de se recentrer sans doute sur les espoirs de croissance des bénéficiaires en 2013 et 2014 pour justifier une poursuite du processus engagé de transfert des actifs obligataires sur le segment plus dynamique que constituent les marchés actions.

**La surprise du revirement de position de la Fed a provoqué quelques réactions immédiates qui devraient, dans quelques cas, certainement être susceptible d'engendrer un renversement de tendance à moyen terme, notamment sur les taux d'intérêt.**

### L'heure des justifications

La banque centrale américaine considère donc désormais que la dégradation des conditions de financement, induite par la hausse généralisée des taux longs, fait peser un nouveau risque non négligeable sur les perspectives de croissance.

Les taux longs ont en effet progressé de 2.8% à 3.8% en quatre mois.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Malgré une croissance annoncée à +2.5% au 2<sup>ème</sup> trimestre, la Fed observe que l'amélioration des conditions économiques ne suit pas le rythme escompté,

elle révisé donc son appréciation et ne s'attend plus à l'accélération au second semestre évoquée depuis le début de l'année. Elle attend désormais au mieux 2.6% de croissance en 2013.

Parmi les facteurs considérés, la Fed relève aussi qu'elle s'inquiète désormais des effets négatifs induits par les coupes budgétaires automatiques et des nouvelles incertitudes, qui ne manqueront pas d'accompagner les négociations prochaines concernant le plafond de la dette gouvernementale.

La croissance américaine semble donc très difficile à appréhender en 2013, comme en a témoigné l'évolution des estimations et des révisions mensuelles extrêmes depuis bientôt neuf mois, y compris pour la banque centrale américaine.

### « Tapering » en 2013 ?

**La prudence est désormais de mise et la Réserve Fédérale ne se risquera sans doute plus cette année à vouloir tester les marchés financiers.**

Il est selon nous tout à fait envisageable que l'annonce d'un prochain « tapering » n'intervienne même plus cette année, même en cas de renforcement modéré de l'activité conjoncturelle. Ben Bernanke pourrait ainsi bien devoir terminer son mandat sans avoir eu l'opportunité de modifier la posologie de son traitement. A quelques mois du changement de leadership au sein du FOMC, il est en effet tout à fait probable que le passage du témoin se fasse de manière à ne surtout pas provoquer un nouveau risque de dérapage. Celui-ci handicaperait en effet l'action future de « la » nouvelle présidente de la Fed.

L'inaction sera donc selon nous certainement de mise en 2013, même si la majorité des économistes prévoit tout de même un changement de politique en octobre ou novembre.

« Prudence » semble à nouveau être le maître mot aujourd'hui. Il remplace sans doute avantageusement la précipitation qui avait caractérisé la communication, clairement prématurée aujourd'hui, du sevrage prochain de l'économie américaine de son QE3.

**La Fed sera désormais plus patiente et attendra d'avoir des confirmations plus nettes de la reprise économique et notamment de l'amélioration du marché du travail avant de reparler de « tapering ».**

D'autant que de ce côté, les statistiques peuvent être volatiles, ce qui impliquera une période d'observation plus

longue. Les dernières statistiques publiées concernant les demandes d'allocations chômage ont été légèrement meilleures qu'attendues cette semaine, avec notamment 40 états et territoires soulignant une diminution des demandes contre 13 relevant une augmentation. Le niveau actuel des « US initial jobless claims » (309'000) est à nouveau proche de celui observé en septembre 2007, après avoir atteint un pic à 675'000 en mars 2009. Calculé globalement, le nombre de personnes en recherche d'emploi aux Etats-Unis et percevant une allocation chômage (US continuing jobless claims) est encore de 2'787'000, en baisse significative par rapport au sommet atteint en 2009 de plus de 6'660'000 individus. Mais les créations d'emploi restent anémiques comme l'ont encore relevé l'ADP National Employment Report. Les créations d'emploi ont diminué de 200'000 en juillet à seulement 176'000 en août. L'image reste encore floue sur le front de l'emploi, malgré le déclin graduel du taux de chômage désormais à 7.3% en août. L'objectif de 6.5% fixé par le président de la Fed est encore loin d'être atteint, même si ce dernier espère pouvoir compter sur une diminution régulière de 0.1% par mois, qui lui permettra de toucher son objectif d'ici à juin 2014.

**En ce qui concerne le marché immobilier, même si les ventes de maisons existantes et si la confiance des professionnels de la construction est au plus haut, la Fed semble enfin vouloir prendre en considération les risques qu'un assèchement du financement dû à la hausse des conditions de crédit fait peser sur le secteur.**

Sur ce front, la volatilité est certainement plus faible, mais la tendance n'est peut-être qu'à son début. Car si les ventes de maisons existantes peuvent toujours montrer de solides progressions (hausse de 5.39 à 5.48 millions en août), les indicateurs avancés pointent déjà largement vers une réduction à venir de l'activité dans la construction. Les nouveaux permis de construction autorisés affichent une baisse de 943'000 à seulement 918'000, tandis que du côté des nouvelles constructions, les constructeurs ne rapportent que 891'000 nouvelles mises en chantier par rapport au chiffre annoncé de 896'000 le mois précédent.

### **Fin du QE3 en 2014 ?**

**La prudence est là aussi à nouveau de mise. Même si le président de la Réserve fédérale considère toujours le taux de chômage comme l'un des indicateurs les plus fiables pour évaluer la santé du marché de l'emploi, il indique tout de même qu'il préférera agir sur la base d'une analyse qualitative du marché de l'emploi, que sur la base d'un taux de**

**chômage cible, comme celui déjà mentionné précédemment.**

**Le président de la Réserve Fédérale s'est aussi adressé aux sceptiques de l'amélioration réelle du chômage. Ceux-ci relevaient régulièrement la diminution du taux de participation des travailleurs comme l'une des raisons expliquant la reprise de l'emploi en soulignant que cette dernière n'était donc pas synonyme de véritable reprise conjoncturelle. Ben Bernanke a rejeté la critique en argumentant que la croissance de l'emploi restait supérieure à la diminution du taux de participation, une démonstration en réalité peu convaincante sur le fond.**

**La question de l'interruption du QE3 en 2014 ne sera de toute façon pas traitée et solutionnée par le président actuel, mais bien certainement par Mme. Janet Yellen, future présidente probable de la Réserve Fédérale dès janvier 2014.**

**Même si cette dernière devrait installer son action dans la continuité, il faudra attendre clairement ses premières prises de position pour y voir plus clair.**

**Le dernier trimestre sera donc certainement calme sur le front de la politique monétaire et rien ne devrait être entrepris qui serait susceptible de gêner l'action future de la nouvelle équipe dès janvier 2014.**

### **Analyse des perspectives soumise à très forte caution avant la nomination de « la » future présidente**

**L'analyse actuelle livrée par Ben Bernanke est donc clairement moins optimiste.**

Les perspectives de croissance sont mises en danger par la remontée des taux. L'amélioration du marché de l'emploi semble acquise, mais la prudence est de mise. Quant à la question de l'inflation, les indices de prix semblent encore affectés positivement par l'évolution des prix de l'énergie, ce qui expliquerait le niveau actuel inférieur aux attentes, mais la hausse récente des cours du pétrole pourrait en ce sens provoquer une reprise.

Le FOMC prévoit désormais une croissance maximale réduite à 2.3% pour 2013. En ce qui concerne la politique monétaire classique, la hausse des taux directeurs ne sera pas à l'ordre du jour tant que le taux de chômage restera au-dessus de 6.5% et que l'inflation n'atteindra pas 2.5% sur quelques années. Pas de changement de stratégie sur ce point, celle-ci n'évoluera certainement pas jusqu'en janvier 2014. La normalisation de la politique monétaire devrait donc toujours commencer par la diminution des

opérations de rachats de titres avant de concerner les taux directeurs. Initialement prévue pour 2015, la remontée des taux directeurs pourrait encore bien attendre 2016.

A quelques mois d'un changement de présidence, il est désormais de plus en plus important d'évaluer les risques d'une inflexion possible de politique monétaire. Inflexion qui serait par ailleurs plus motivée par une stratégie politique gouvernementale privilégiant l'emploi au prix d'une remontée de l'inflation, que par une stratégie peut-être plus modérée et équilibrée, qui serait mise en œuvre en totale indépendance par la banque centrale.

**Il faudra donc attendre les premières prises de position de la prochaine présidente probable de la Fed avant d'affiner l'esquisse de la future stratégie de l'institution. Cependant, la dernière inflexion de politique de la banque centrale a effectivement surpris les observateurs et a peut-être déjà posé les bases de l'évolution à court terme des marchés financiers d'ici la fin de l'année.**

## Réactions de perplexité des marchés financiers

**Le changement d'appréciation de la Fed introduit une nouvelle incertitude dans les marchés et une certaine perplexité.**

Les marchés financiers ne semblent en effet pas avoir réagi exclusivement à la nouvelle positive d'une poursuite du QE3 sur le plan de la liquidité. Ils semblent avoir aussi commencé à prendre en compte les commentaires du président de la Réserve fédérale indiquant que les conditions économiques ne s'étaient pas suffisamment améliorées en 2013 pour justifier un changement de politique monétaire. Ils ont aussi commencé à prendre en considération les risques de faiblesse conjoncturelle suscités par la remontée rapide des taux longs. Les marchés financiers revoient donc progressivement leurs anticipations.

Le dollar a particulièrement souffert à très court terme, l'euro s'est apprécié de 1.335 à 1.352 en quelques heures, tandis que le dollar glissait aussi contre la plupart des devises émergentes. Un redressement qui pourrait bien durer, en particulier pour les devises des pays en mesure de montrer une stabilisation et une amélioration de leur activité économique.

Les taux longs américains ont commencé à se détendre et glissaient de 3.7% à 3.6% avant de revenir ensuite sur leur niveau initial.

Les premiers mouvements de cours sur les marchés obligataires, les métaux précieux et la dette émergente semblent d'abord avoir été motivés par le retournement des positions « short » à court terme. La hausse des cours des obligations, le rebond de 53\$ de l'or et de 1.2\$ de l'argent et la hausse des cours des obligations émergentes ont fait écho à la baisse du dollar.

Mais après ces premiers mouvements d'amplitude élevée, on assiste à un nouvel effrètement rapide des cours synonyme de perplexité et d'absence de direction claire. L'heure est encore à l'analyse et aux réflexions. Même les marchés actions, d'abord en hausse à l'annonce de la décision de la Fed, sont à nouveau revenus sur leurs niveaux précédents.

## Conclusion

**A terme, le maintien du QE3, couplé à une appréciation plus mitigée du rythme de croissance économique de la Fed, devrait provoquer un retour des incertitudes et favoriser une normalisation de la prise de risque dans les stratégies de placement diversifiées.**

**Les placements obligataires, particulièrement touchés ces dernières semaines, devraient retrouver les faveurs des investisseurs pendant un temps, comme les obligations émergentes et l'or.**

**En parallèle, nous devrions aussi assister à quelques prises de profits sur les marchés actions.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch