

Main Street contre Wall Street

A l'approche du resserrement des taux US, l'économie réelle et les marchés obligataires envoient des signaux contrastés.

AGIM XHAJA

Adieu certitudes! Le marché obligataire semble obéir à de nouvelles règles. La perspective d'un relèvement des taux directeurs américains entre septembre et la fin de l'année aurait dû se traduire, durant les trois à six mois précédents, par des performances négatives pour les titres à revenu fixe. Or il n'en a rien été, puisque les marchés obligataires - marché américain en tête - ont affiché une bonne tenue durant cette période. Rester à l'écart de cette classe d'actifs s'est donc avéré une erreur. Un scénario difficilement prévisible, mais qui a plusieurs explications.

Les Etats-Unis ont renoué avec la croissance, même si la dynamique est moins soutenue que lors de cycles antérieurs. L'économie réelle, également surnommée Main Street, est ainsi prête pour un premier tour de vis monétaire: le chômage avoisine 5%, la consommation va bon train et les banques d'affaires sont florissantes. Seule l'inflation détonne. Son niveau est très faible et, élément aggravant, les anticipations se sont inscrites en légère baisse ces derniers trimestres. Une hausse du taux des Fed funds n'en reste pas moins justifiée, quand on sait qu'il faut compter douze à vingt-quatre mois avant que les décisions de politique monétaire ne se répercutent sur l'économie.

La politique menée jusqu'ici par la Fed visait à créer un effet richesse afin de soutenir la conjoncture. C'est chose faite. Le revers de

la médaille réside dans le recours accru à l'effet de levier, comme en témoigne l'augmentation des placements risqués et des opérations sur marge. Le moindre resserrement des taux pourrait fragiliser ce système et déclencher une spirale des prix négative dans l'ensemble des classes d'actifs. Tant que ce mouvement ne s'éternise pas et corrige uniquement des surévaluations - entraînant ainsi une saine consolidation -, un durcissement monétaire ne semble pas contrindiqué. Cela dit, l'opportunité d'un tel resserrement ne fait pas l'unanimité à Wall Street, qui exerce dès lors une certaine pression sur la Fed.

Dans ses derniers communiqués, la Réserve fédérale a clairement fait savoir que sa politique monétaire prenait en compte l'ensemble des données économiques et financières. Rien de nouveau en somme. On peut se demander toutefois s'il est pertinent de fonder une politique monétaire, qui ne déploiera pas ses effets avant deux ans, sur le dernier relevé de statistiques macroéconomiques. Les déclarations de la Fed ont créé de la confusion sur les marchés et ont fait douter de la solidité de l'économie américaine, provoquant au passage une forte hausse de la volatilité. Comme avec le pilotage des anticipations (forward guidance), ce nouveau style de communication cherche vraisemblablement à prévenir les réactions excessives des opérateurs. Sauf que cette politique monétaire data-dependent se révèle plus dé-

stabilisante que stabilisante.

Avec leurs signaux contradictoires, Main Street, Wall Street et la Réserve fédérale ont semé le trouble sur le marché obligataire. Ces deux derniers mois, les rendements sur la partie longue de la courbe ont chuté de 50 à 60 points de base et les cours ont augmenté en conséquence. Mais l'incertitude pourrait rapidement prendre fin, car un relèvement des taux par la Fed devrait marquer le début d'une phase de performances obligataires négatives. L'orientation des marchés des titres à revenu fixe pourrait en outre être influencée par le ralentissement des pays émergents et des économies dépendantes des matières premières, la Chine en particulier, dont les réserves de devises sont investies pour une large part en bons du Trésor américain. Une décélération de la croissance de ces réserves, voire leur réduction pure et simple, risque aussi de peser sur les obligations.

En tout état de cause, l'évolution récente montre que les titres à revenu fixe ont bel et bien leur place dans les portefeuilles, même dans une période placée sous le signe d'une politique monétaire data-dependent, orchestrée par de grands maîtres de la rhétorique.

La nouvelle donne des marchés appelle toutefois des stratégies d'investissement inédites, plus actives, qui reposent davantage sur la sélection des titres que sur la gestion indicielle. Suite aux dernières distorsions, le marché obligataire a retrouvé toutes ses

nuances et offre d'énormes opportunités.

* *CIO Fixed Income, BCV Asset Management*

