

Banques centrales et liquidité

L'attentisme de la Réserve fédérale américaine suscite des doutes sur sa capacité de resserrer sa politique monétaire.

AGIMXHAJA

Les investisseurs obligataires se trouvent face à un défi de taille depuis septembre. Car si l'environnement macroéconomique difficile est a priori favorable aux obligations, avec une croissance poussive, des pressions déflationnistes dans les pays industrialisés et des turbulences du côté des pays émergents, il devient de plus en plus compliqué d'anticiper l'évolution des marchés obligataires, notamment en raison de mouvements de capitaux contraires. Tandis que de nombreux pays émergents se sont mis à diminuer leurs réserves de devises en vendant des bons du Trésor américain, plusieurs banques centrales ont racheté de la dette dans le cadre de programmes d'assouplissement quantitatif (QE), et la Fed a annoncé son intention d'amorcer prochainement une normalisation de sa politique monétaire. La multiplicité des facteurs n'a, en soi, rien d'exceptionnel. Mais dans le cas présent, deux problèmes sont en train de devenir de vrais casse-têtes pour les investisseurs: la perte de crédibilité des banques centrales et la diminution de la liquidité.

Depuis 2008, les banques centrales ont réussi à gérer la crise financière, à l'aide d'instruments conventionnels tout d'abord et non conventionnels ensuite, la politique monétaire s'avérant être le seul levier efficace dans ce contexte. La Fed s'est montrée la plus rapide et a obtenu des pre-

miers résultats positifs, ce qui a incité d'autres instituts d'émission à suivre son exemple. Un retour à la normalité, autrement dit à une politique monétaire conventionnelle, était toutefois prévu une fois la reprise économique bien engagée. Le relèvement des taux directeurs marquerait l'aboutissement de la stratégie mise en œuvre, s'est-on plu à répéter. Le pilotage des anticipations («forward guidance») pratiqué par la Réserve fédérale américaine est allé dans ce sens, faisant espérer un premier tour de vis cette année. Mais la Fed s'est mise à hésiter face au manque de vigueur du PIB au premier trimestre 2015 et a par la suite invoqué l'évolution récente de l'économie mondiale et des marchés financiers pour reporter une nouvelle fois la hausse de ses taux. Tout cela a fait naître des doutes sur sa capacité de resserrer sa politique monétaire et, partant, sur l'efficacité même du QE, ce qui complique grandement l'évaluation des titres à revenu fixe.

Le durcissement des exigences réglementaires imposées aux banques, notamment en matière de fonds propres, a également des répercussions sur les marchés obligataires. Soucieuses de réduire les risques, les banques détiennent moins d'obligations dans leurs livres. De plus en plus, elles interviennent sur le marché non pas en leur nom propre mais pour le compte de leurs clients, c'est-à-dire en tant que simples

intermédiaires. Ce changement est à l'origine d'un nouveau cycle de liquidité: les fins de trimestre se révèlent en effet les plus propices à l'achat d'emprunts d'entreprises, car c'est à ce moment-là que les banques réduisent leurs positions en obligations afin de parvenir au niveau de fonds propres requis.

Depuis septembre, plusieurs segments du marché accusent une illiquidité croissante, et l'important volume d'émissions de titres a encore renforcé cette tendance. Deux raisons principales à ce regain d'activité: le nombre des fusions et acquisitions, et le fait que beaucoup de sociétés choisissent d'effectuer leurs opérations de refinancement plus tôt que prévu, dans la perspective du resserrement monétaire attendu. Le Rapport sur la stabilité financière dans le monde publié par le FMI en octobre - une lecture obligée pour tout investisseur qui se respecte - traite en détail de la diminution de la liquidité. Le danger, c'est que la prime de risque de liquidité intégrée dans les cours des obligations se transforme avec le temps en un autre type de prime de risque.

Qui dit nouveaux facteurs de risque, dit nouvelles sources de volatilité. Le manque de liquidité entrave les rééquilibrages de portefeuilles et favorise du même coup les stratégies «buy-and-hold». En outre, il accroît le risque de volatilité, ce qui n'est pas sans générer des opportunités d'achat. Les investisseurs en quête de per-

formance absolue devraient s'intéresser aux obligations à court terme d'entreprises de première qualité. Pour ceux qui suivent une stratégie de performance relative, en revanche, la réduction du risque constitue la priorité.

* CIO Fixed Income
 Département Asset
 Management, BCV

