

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA FED DOIT INFLÉCHIR SA POLITIQUE POUR ÉVITER UN RISQUE SYSTÉMIQUE

L'appréciation du dollar et des rendements élevés disqualifient les autres actifs. La hausse des taux s'avère être une menace systémique. Les risques de défauts augmentent. La liquidité en dollar diminue. La Fed doit infléchir sa politique.

Points clés



- Vive le dollar US !
- L'appréciation du dollar disqualifie les autres actifs
- Aparté sur la création monétaire et l'endettement
- 1.25T de coûts supplémentaires pour le Trésor en 2023 ?
- La hausse des taux est une menace systémique
- La Fed est-elle consciente des effets de sa politique ?
- Accroissement des risques systémiques : l'exemple Britannique
- Que fera finalement la Fed ?
- Quels effets possibles pour les marchés financiers ?

Vive le dollar US !

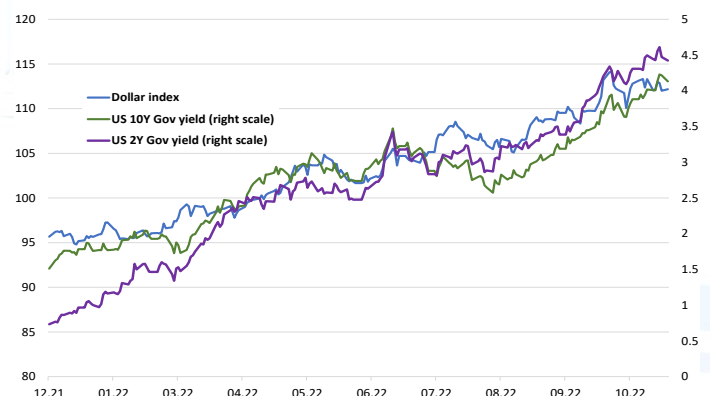
Le dollar a été jusqu'à présent le grand gagnant du revirement brutal de politique monétaire de la Réserve fédérale en 2022. La hausse des taux directeurs US de 0.25% à 3.25%, soit 300 pbs en seulement cinq hausses depuis mars, a logiquement poussé l'ensemble des taux gouvernementaux et des entreprises à des niveaux historiques dans les marchés en dollars. Mais les conséquences de cette politique ont été globales et ont été observées sur tous les marchés de taux. La performance négative de -20% des indices obligataires internationaux témoigne de ce phénomène exceptionnel qui s'est produit au cours des neuf derniers mois. L'appréciation du dollar US est en effet totalement liée à l'évolution de la politique monétaire très agressive de la Fed. Elle a donc largement bénéficié au billet vert dont la progression globale mesurée par l'indice dollar « trade weighted » est à ce jour de +19%. Cette appréciation moyenne a été largement supérieure pour le yen (+30%), mais elle recouvre aussi des hausses impressionnantes en si peu de temps contre la livre sterling (+21%), l'euro (+15%), le yuan (+14%) et le franc (+8%).

L'appréciation du dollar disqualifie les autres actifs

Nous avons évoqué depuis plusieurs mois dans nos analyses économiques et stratégiques que la hausse de la devise américaine pouvait poser des problèmes importants à divers

niveaux qui finiraient probablement par alerter la Réserve fédérale américaine et qui la conduirait certainement à réajuster sa politique monétaire. Cette fin d'année semble de plus en plus probable à ce changement. Dans un premier temps, il peut sembler favorable et rassurant de voir sa devise s'apprécier contre toutes les autres monnaies, mais nous devons voir que les conséquences d'un dollar fort peuvent être plus négatives qu'il n'y paraît. L'année 2022 a déjà montré que le cash en dollar avait été le meilleur actif à détenir et que les raisons de sa force relative à moyen terme ont été la cause de la chute de toutes les autres classes d'actifs. En offrant l'opportunité d'un actif « sans risque », au moins pour les investisseurs basés en dollars, distribuant un rendement croissant tout au long de l'année à la suite des hausses de taux directeurs opérées par la Fed, celle-ci a disqualifié toutes les autres classes d'actifs corrélées négativement à sa politique de hausse de taux pour ne laisser qu'un seul gagnant : le dollar.

Taux gouvernementaux américains (2 et 10 ans) et indice du dollar



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Aparté sur la création monétaire et l'endettement

Avant de poursuivre, rappelons à ce stade que la création de dollars s'est avérée extrêmement importante au cours des dernières années et cela bien avant la crise du Covid. L'explosion de la taille du bilan de la Fed remonte déjà à la dernière crise financière de 2008 qui a nécessité tout d'abord le doublement de la taille du bilan par la création de 1 trillion

de dollars en un an. Les années qui ont suivi ont encore été marquées par la création de 2.5 autres trillions pour atteindre en 2014 le montant colossal de 4.5 trillions de dollars. Après une pause de cinq ans le bilan de la Fed est passé à 7 trillions en 2020 et 9 trillions en 2022. Il a donc été multiplié par 9x pendant cette période sans aucun lien avec l'évolution de la croissance économique et les réels besoins de liquidités issus de cette croissance.

La dette gouvernementale américaine a aussi progressé durant cette période de 10 trillions de dollars en 2008 à 31 trillions en 2022, dans une tendance baissière des taux d'intérêt. Les rendements du Trésor US à dix ans étaient en effet de 4% en 2008 et sont progressivement tombés à 0.31% au plus bas de l'année 2022. C'est une notion importante à relever lorsque l'on observe que désormais les taux à dix ans ont dépassé en seulement quelques mois de rebond le niveau qu'ils avaient le 1er janvier 2008. Le ratio d'endettement public américain qui était alors de 62% du PIB a ainsi doublé en 15 ans pour atteindre le niveau actuel de 125% du PIB.

Cette progression faramineuse de l'endettement aura des conséquences sérieuses lors du refinancement des échéances comme nous allons le voir.

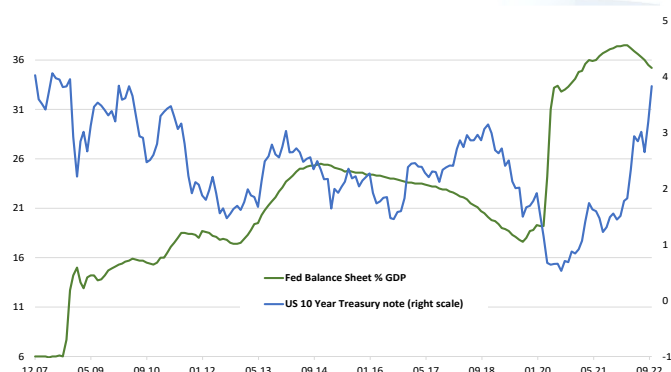
1.25T de coûts supplémentaires pour le Trésor en 2023 ?

Il est aussi intéressant de souligner dans le contexte de 2022 de hausses brutales des taux d'intérêt que le bilan de la Fed, qui ne représentait que 6% du PIB en 2008, a progressé dramatiquement pour atteindre aujourd'hui 35% du produit intérieur brut (PIB) des Etats-Unis (25.2 trillions de dollars). Parallèlement, les revenus du Trésor américains sont estimés à 4.9 trillions FY 2022 pour des dépenses de 6.2 T et un déficit estimé à 1.4 T selon le US Congressional Budget Office.

Le bilan de la Fed représente donc largement plus que la totalité des revenus annuels de l'Etat américain. La dette totale du Trésor étant de l'ordre de 31.2 trillions de dollars, les revenus globaux du gouvernement US représentent donc selon l'estimation 2022 environ 15.6% de la dette globale. Si par simplification on devait estimer l'impact d'une hausse de la courbe des taux du Trésor en dollars de 0.25 en début d'année à 4.25%, soit 4%, sur le service de la dette du gouvernement, on obtiendrait alors une augmentation de 4% sur un encours de 31.2 trillions soit un montant global de 1.25 trillions de dollars ou en d'autres termes 1'250 milliards de dollars.

Dans le prolongement de ce raisonnement, le service de la dette augmenterait donc de 1.25 trillion, ce qui représenterait plus de 25% du revenu annuel du Trésor US.

Taux américains à 10 ans et Bilan de la Fed (% PIB)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

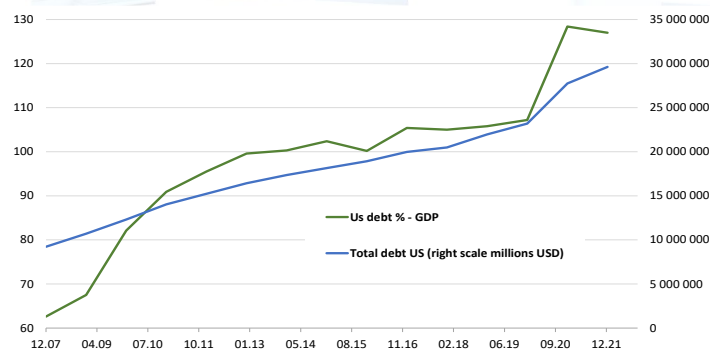
La hausse des taux est une menace systémique globale

Il n'y a pas si longtemps en 2021 encore, on entendait très souvent l'argument des optimistes qui relevaient que dans un monde globalisé, de plus en plus endetté et en particulier en dollars, une hausse significative des taux d'intérêt et du coût de financement ne serait pas tenable sans provoquer une nouvelle crise du système financier et justifiant de ce fait le caractère hautement improbable d'un changement de politique de la Fed. Notre anticipation était alors contraire et nous avertissions clairement des dangers qu'une tendance inflationniste incompressible par les banques centrales et pourtant provoquée par l'explosion de la masse monétaire qu'elles avaient elles-mêmes organisée, finirait par provoquer nécessairement une réaction en chaîne de hausses de taux directeurs aux effets implacables sur l'ensemble des courbes de rendement.

Le nouveau paradigme qui s'est installé rapidement en quelques mois en 2022 est désormais une réelle menace qui croît à mesure que les taux poursuivent leur tendance haussière et que le dollar s'apprécie. Sur le plan international, de nombreux pays émergents se sont endettés en dollars pour financer leurs investissements, leurs importations et leurs achats de matières premières. On estime à 14 trillions de dollars la dette émise en USD par les marchés émergents seulement. Lorsque le dollar s'apprécie, ces Etats se retrouvent en manque de dollars pour faire face à leurs engagements et au règlement de leurs achats ou dettes. Ils sont logiquement dans l'obligation d'imprimer à leur tour toujours plus de leurs propres devises pour y faire face.

Mais les marchés émergents ne sont pas les seuls à devoir faire face à cette problématique. Dans le cas du Japon, la forte chute du yen contre le dollar, pour des raisons qui arrangent également le gouvernement japonais et la BoJ, a été accompagnée d'une création monétaire importante et similaire bien qu'un peu inférieure à celle des Etats-Unis. En effet, le bilan de la BoJ a également fortement progressé et a été multiplié par 7x depuis 2008. Mais face à la chute de -30% du yen cette année, on observe que le Japon a vendu près de 10% des obligations du Trésor US qu'il détenait comme réserve. Le scénario est le même pour la Chine qui s'est aussi défaite de 11% des positions de titres du Trésor US dont elle disposait en 2022, alors que le yuan chutait de -14%. Cette réduction intervient après une année 2021 plutôt stable qui avait vu le taux de change yuan/USD s'apprécier très légèrement de +1.5%. Le Japon et la Chine sont certainement les pays les plus emblématiques à avoir adopté cette stratégie, mais de très nombreux autres Etats se trouvent dans une situation similaire et doivent se défaire de leurs obligations du Trésor américain pour faire face à leurs engagements.

Dette américaine en pourcentage du PIB et dette totale



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La hausse des rendements des obligations du Trésor, fondée initialement sur l'anticipation de hausses de taux directeurs en vue de combattre l'inflation, s'est ainsi trouvée renforcée par le besoin croissant de liquidités en dollars à mesure que la hausse du dollar se concrétisait et poussait de nombreux Etats à vendre leurs obligations du Trésor pour obtenir ces liquidités.

La Fed est-elle consciente des effets de sa politique ?

Après avoir peut-être été satisfaite de la hausse du dollar, la Réserve fédérale américaine doit maintenant se demander dans quelle mesure cette appréciation du billet vert est conforme à son objectif de lutte contre l'inflation et si les effets secondaires d'une telle hausse ne sont pas contraires à ses intérêts. Une appréciation de la devise américaine peut effectivement réduire l'impact de l'inflation importée à la condition que les importations soient avant tout dénommées dans une autre devise qui se déprécie. C'est sans doute le cas pour les importations de Chine, du Japon et d'Europe, mais cela ne s'applique pas aux matières premières libellées en dollars.

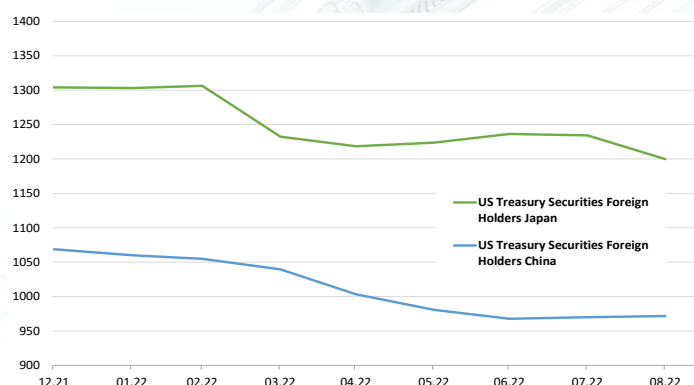
Mais en retour, une hausse du dollar affecte la compétitivité des exportations américaines qui ont pourtant relativement bien résisté au cours des derniers mois. La situation de ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis a eu pour effet de réduire les importations en volume et également en dollars, les entreprises américaines ayant ajusté leurs niveaux de stocks à la baisse de la demande domestique. Globalement la Réserve fédérale pourrait encore considérer que la diminution du déficit commercial qui s'est matérialisée au cours des deux derniers trimestres est un effet secondaire positif de sa politique.

Plus important certainement, la banque centrale américaine devrait aussi commencer à mesurer d'autres risques associés à une hausse du dollar liés à la baisse de la disponibilité de dollars dans l'économie mondiale, pourtant principale monnaie de réserve. Les économies endettées en dollars pourraient avoir besoin rapidement de nouvelles facilités accordées par la banque centrale américaine pour faire face à ces besoins.

Ce n'est pas le cas de la Suisse, mais la nouvelle récente que la Fed a accordé une ligne de Swap de 3.1 milliards de dollars à la BNS le 5 octobre et de 6.27 milliards le 12 octobre correspondant à des besoins de dollars exprimés par des banques suisses indique un retour du stress dans les marchés financiers. Il s'agissait de la première demande significative de l'année 2022 ! La banque centrale américaine n'est pas sans savoir que sa politique visant à contrôler l'inflation par une récession peut coûter très cher au gouvernement américain et aux contribuables. Si les taux de financement devaient rester élevés durablement, une récession américaine aurait des conséquences négatives sur les revenus de l'Etat ce qui augmenterait encore le poids du service de la dette par rapport aux revenus.

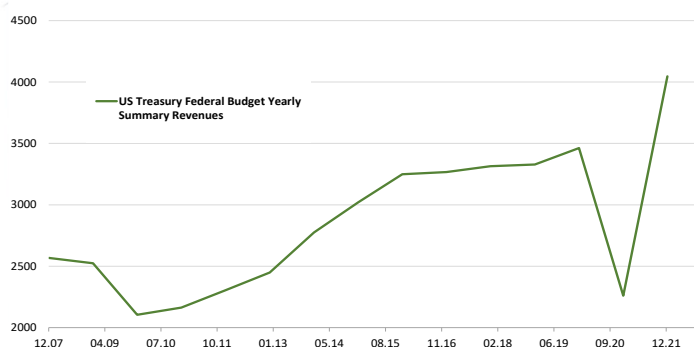
La Réserve fédérale doit savoir que l'issue de sa politique ne peut être autre qu'une prochaine baisse des taux d'intérêt lorsqu'il deviendra plus évident que l'économie américaine est bien en récession. Il n'y aura alors pas d'autre solution pour cette dernière que de recourir une nouvelle fois à la création de liquidités, à un assouplissement des conditions monétaires, des taux d'intérêt et par conséquent d'une baisse du dollar.

Dette américaine détenue par le Japon et la Chine



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Budget américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Accroissement des risques systémiques : l'exemple britannique

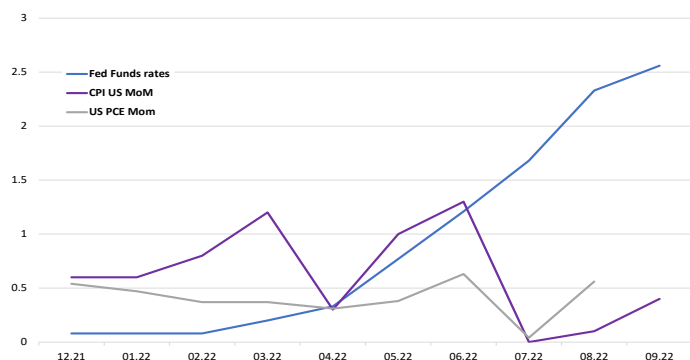
Ces dernières semaines, les autorités britanniques ont dû faire face à une situation exceptionnelle provoquée par une hausse panique des taux d'intérêt mettant en danger la stabilité du système financier du Royaume-Uni. La BoE a répondu à cette menace en effectuant un virage à 180 degrés de sa politique et en procédant à nouveau à un sauvetage du marché obligataire en rachetant massivement des obligations dans le but de contrôler les taux et de rassurer les marchés, sans y être réellement parvenue pour l'instant. Fort de cet exemple récent, la Fed devrait s'inquiéter également d'un dérapage possible sur les marchés de taux en dollars provoqué par son attitude trop dogmatique. La Fed devrait selon nous se rendre compte de l'accroissement des risques systémiques posés par une spirale haussière des taux et du dollar. Si elle réalise rapidement les implications dangereuses pour l'équilibre financier international de sa politique, peut-être sera-t-elle encore capable d'éviter le pire, si elle est en mesure d'en tirer les conclusions indispensables.

Que fera finalement la Fed?

La Réserve fédérale américaine montera sans doute encore une fois ses taux directeurs de 0.75% le 2 novembre à 4%, ce qui pourrait boucler l'une des plus rapide phase de six restrictions monétaires de l'histoire, mais elle serait bien inspirée à notre avis d'évoquer déjà dans ses commentaires que, désormais, elle poursuivra sa politique par de plus petites

« touches » en prenant en considération avec la plus grande attention l'évolution de la dynamique économique et celle de l'inflation. Elle pourrait relever que celle-ci, depuis la mise en œuvre en mars de sa politique, semble enfin être entrée dans un régime de hausse plus raisonnable, et potentiellement conforme à son objectif de hausse de l'indice PCE de +3.1% en 2023. Le CPI moyen de trois derniers mois de +0.166% est en effet très sensiblement inférieur au CPI moyen des six premiers mois de +0.85%

Fed funds rates, CPI et PCE



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Une poursuite de cette tendance au cours du dernier trimestre serait une source compréhensible de satisfaction pour la Fed, qui pourrait logiquement annoncer déjà en décembre le succès de sa politique de lutte contre l'inflation. Elle pourrait alors retrouver une crédibilité perdue sans avoir à courir le risque de provoquer une récession plus profonde de l'économie.

Si au contraire elle ne perçoit pas suffisamment les risques de cette politique ou si elle décide d'en accepter implicitement les conséquences, elle maintiendra plus longtemps des hausses de taux encore importantes et un discours dogmatique exclusivement centré sur sa détermination de réaliser son projet de contrôle total de l'inflation pour atteindre son objectif de +2%. Le risque serait alors de provoquer à la fois un « hard landing » de son économie et une nouvelle crise financière accompagnée de défauts d'entreprises et d'Etats insolvables.

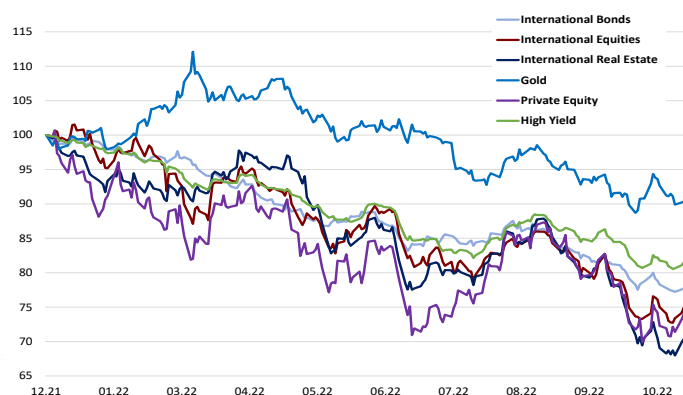
Quels effets possibles pour les marchés financiers ?

De notre point de vue, en toute rationalité, elle devrait donc prochainement commencer à infléchir sa position, ce qui permettrait aux marchés financiers d'écarter le scénario du pire. Dans ce cas, les perspectives de progression des taux

courts seraient améliorées par la dilution progressive dans le temps de prochaines hausses d'amplitudes plus modérées. La première conséquence dans les marchés de capitaux devrait être une baisse des anticipations à moyen terme et un abaissement des courbes de rendement. Le dollar devrait alors interrompre sa progression et s'affaiblir dans une tendance baissière durable. La principale conséquence globale de ces déclin sera la diminution des risques de défauts. Dans les marchés financiers, les actifs particulièrement affectés négativement par la hausse des taux et l'appréciation du dollar au cours de neuf premiers mois, profiteront d'une nouvelle dynamique positive. Les marchés obligataires, le high yield, l'immobilier, le private equity, les marchés actions et en particulier l'or et les métaux précieux devraient logiquement débiter une phase d'ajustement positive de leurs valeurs.

Dans le cas contraire, le scénario du pire induit par une Fed dogmatique provoquera sans doute une récession plus profonde et un accroissement des risques de faillite. L'inflation ne devrait pas résister à ce scénario qui verra aussi les rendements obligataires s'ajuster fortement à la baisse. Dans ce contexte, les obligations « investment grade » devraient être privilégiée, mais l'immobilier résidentiel déjà fortement pénalisé devrait aussi profiter de la baisse des taux d'intérêt. Les métaux précieux et l'or en particulier retrouveraient leur caractère de valeur refuge et bénéficieraient du déclin du dollar. Les marchés actions et le private equity seraient certainement encore potentiellement en danger, notamment dans les secteurs ne pouvant pas compter sur une visibilité de leurs résultats en période de forte récession.

Evolution des classes d'actifs durant l'année 2022



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 intégrité. 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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch