



FINANCIÈRE  
ARBEVEL

10-12, avenue de Messine  
75008 PARIS - FRANCE  
Tél. : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39  
[www.arbevel.com](http://www.arbevel.com)

## Back to Main Street ?

La Réserve Fédérale semblait avoir brouillé son discours en septembre en s'intéressant davantage au comportement des marchés financiers (Wall Street) qu'à la santé de son économie et repoussant à 2016 les anticipations de hausse de taux. Pourtant, elle vient à nouveau de retourner les anticipations de marché en remettant sur la table la possibilité d'une hausse de taux (que les marchés avaient sans doute trop vite écartée compte tenu des discours récents de Janet Yellen).

### Contexte de la réunion du 28/10/15

- **La réunion de septembre de la Réserve Fédérale avait repoussé à 2016 les anticipations de hausse de taux.**
- **Si le scénario de ralentissement en Chine n'est pas remis en question, les marchés semblent néanmoins stabilisés et moins nerveux sur ce sujet.**
- **La Banque Centrale Européenne a mis la pression sur la FED en évoquant une baisse potentielle de son taux de dépôt, semblant dire qu'une politique visant à faire rebaisser le dollar américain ne fonctionnerait pas.**
- **Les statistiques américaines restent mitigées, entre croissance globalement soutenue, et déception sur le marché de l'emploi ou de l'immobilier neuf.**

La FED a semblé récemment être dans une situation très délicate. En effet, d'un côté, la situation de croissance stable autour de 2%, et l'amélioration du marché de l'emploi aux Etats-Unis et de l'immobilier (sans oublier la consommation des ménages, toujours vigoureuse) ne justifie pas de conserver les taux directeurs de la Réserve Fédérale au niveau « d'urgence » (0-0,25%). De l'autre, une situation mondiale de ralentissement de la croissance, la mise en avant de l'impact de la hausse du dollar par les entreprises américaines rendent l'exercice de relever ses taux directeurs périlleux.

Cela fait maintenant deux ans que la Réserve Fédérale, tout comme la BOE (Banque Centrale anglaise) est particulièrement inconfortable à l'idée d'être le premier pays développé à relever ses taux directeurs, alors même que sa devise est en hausse contre presque toutes les devises mondiales, et que de nombreuses banques centrales continuent à être de plus en plus accommodantes (Chine, BCE et Suède récemment encore).

Alors qu'en septembre, le marché semblait prêt à accepter une hausse de taux, la FED a sans doute raté une occasion de passer à l'acte lançant une crise de Schizophrénie : d'un côté les marchés ont



été déçus de voir que la FED restait engluée dans sa politique monétaire, de l'autre, il s'est rapidement repris en se satisfaisant d'un stimulus plus marqué et plus long que prévu.

Au final, les investisseurs ont eu le sentiment que la Fed avait plutôt défendu les marchés financiers au détriment de la population américaine, toujours pénalisée au final par la création de « bulles d'actif ». Wall Street a ainsi pris le pas sur Main Street.

Dans ce contexte, l'accumulation de statistiques moyennes voire décevantes sur l'économie américaine (particulièrement sur l'investissement) en octobre a poussé les analystes à envisager un statu quo de la FED en 2015, et même un nouveau plan de « Quantitative Easing », offrant ainsi un peu de répit à la devise américaine.

La réaction de la Banque Centrale Européenne n'a pas mis longtemps à se concrétiser. Lors de sa réunion du 22 octobre 2015, Mario Draghi a annoncé envisager de rebaisser le taux de rémunération des dépôts de la Banque Centrale Européenne (dont le niveau de -0,20% a pourtant été de nombreuses fois affirmé comme un plancher) et de renforcer encore son programme d'achat Quantitatif. Mais surtout, Mario Draghi a clairement indiqué le niveau de l'euro comme un déclencheur de ces mouvements.

D'après nous, le message était clair et adressé à la Réserve Fédérale : il est désormais temps de remonter les taux aux Etats-Unis, et toute tentative de faire baisser le dollar via une politique américaine plus accommodante verra une réponse immédiate de la Banque Centrale Européenne. En revanche, en cas de remontée des taux de la FED, et donc de détente sur l'euro, la BCE pourrait ne pas mettre ses menaces à exécution.

Si certains y ont vu, à l'instar de la réunion de la FED en septembre, une manière de préparer le marché à des statistiques à venir peu flatteuses, nous pensons plutôt que face à une déflation importée difficile à contrer, et avec une relance du crédit effective en zone euro, le niveau de l'euro est désormais la principale (seule ?) préoccupation de la BCE. Dans ce contexte, il était temps pour la Réserve Fédérale de dévoiler ses cartes.

## Annonces de la Réserve Fédérale

- **La FED a clairement rétabli la possibilité d'une hausse de taux en décembre qui est même désormais le scénario central.**
- **La FED semble s'être clairement recentrée sur son mandat pour gommer l'erreur de septembre, en évoquant davantage l'économie américaine que la santé des marchés.**
- **Le dollar a été mis immédiatement sous pression, tandis que les actions se sont elles vite reprises, saluant un pas vers la fin de l'incertitude.**

Après une communication très accommodante en septembre, Janet Yellen a encore surpris par l'agressivité du message. La FED a non seulement dressé un panorama bien plus positif de la situation globale, en retirant sa mention sur la tension globale sur la croissance mondiale et sur les marchés (« *Recent Global economic and financial developments may restrain economic activity...* ») mais a également été nettement plus explicite sur la possibilité d'une hausse à venir.



A de nombreuses reprises (et particulièrement en juin et en septembre), le marché attendait que la FED préannonce le début de son cycle de hausse de taux (l'équivalent américain de la « strong vigilance » chère à Jean-Claude Trichet). C'est finalement chose faite cette fois. La FED a ainsi annoncé qu'elle allait déterminer au prochain comité s'il était approprié de remonter ses taux.

Notre sentiment est désormais que la FED aura besoin d'une raison pour ne pas remonter ses taux alors qu'elle attendait jusque là une justification pour passer à l'action. Ce changement de sémantique nous semble très structurant.

En conséquence, les probabilités de hausse de taux ont fortement progressé, avec une probabilité implicite désormais estimée à 46% de hausse de taux en décembre (consensus Bloomberg).

Ces probabilités sont basées sur la courbe de taux américaine. Compte tenu des acheteurs forcés sur cette classe d'actif, nous considérons que cette probabilité est nettement sous-estimée et qu'il faudra désormais un choc majeur pour faire renoncer la Réserve Fédérale. En effet, l'impact psychologique d'une année de plus sans hausse de taux, les communications récentes de Janet Yellen en dehors des réunions de la FED, et ce nouveau changement sémantique nous laisse à penser que la réunion de décembre sera la bonne pour une sortie de la politique de taux 0.

Le dollar a immédiatement progressé sur cette nouvelle pour atteindre les 1,09 contre euro, entraînant les marchés actions, toujours soucieux de l'impact de la devise sur les résultats des entreprises américaines à la baisse. Les taux ont également légèrement progressé, particulièrement sur la partie courte de la courbe.

Le mouvement s'est rapidement inversé sur les actions, qui semblent apprécier certains éléments particuliers, au-delà de l'effet devise. Citons :

- Un scénario macro-économique plus favorable dessiné par Janet Yellen.
- La fin de l'incertitude et des attermoissements de la Réserve Fédérale.
- La dissipation de l'inquiétude liée à la communication de septembre (non la Réserve Fédérale n'a pas d'informations confidentielles et alarmantes sur l'économie chinoise ou américaine).

## Notre Conclusion

- **La Réserve Fédérale va remonter ses taux en décembre, avant de les porter lentement à 1% en 2016.**
- **La vigueur du dollar américain devrait se confirmer à court et moyen terme et continuer de mettre en difficulté les entreprises américaines.**
- **Le retour de la Réserve Fédérale à une politique plus cohérente et l'impression qu'il est possible de sortir du QE est un catalyseur pour les actions à court terme.**
- **A plus long terme, le resserrement monétaire et la contagion de la hausse des taux seront problématiques pour les marchés, particulièrement pour les actifs de rendement.**



Nous avons été surpris de la « reculade » de la Réserve Fédérale en septembre, et avons été convaincus par les rectifications ultérieures de Janet Yellen (Discours à l'université du Massachussets, etc...) qu'une hausse de taux était toujours à l'ordre du jour pour 2015.

L'aspect psychologique d'une hausse de taux en 2015, le changement à venir des membres de la FED entraînant une politique moins accommodante, le besoin des investisseurs d'avoir une ligne monétaire claire, et de manière générale la résilience de la croissance américaine, tous ces éléments militaient pour une hausse de taux en décembre.

Nous pensons que cette hausse de taux est désormais quasi-actée et qu'il faudrait un véritable séisme pour la remettre en question.

En revanche, Janet Yellen a bien préparé les marchés à l'idée que la série de hausse de son taux directeur sera lente et graduelle. L'impact sur les taux long américains (et donc sur les emprunts immobiliers) ainsi que sur la devise pourrait donc rester contenu.

Ainsi à court terme, il ne serait pas surprenant de voir les marchés américains se réjouir de cette nouvelle lisibilité de la politique monétaire américaine, et de la capacité de l'économie à « encaisser » un resserrement (même si on est encore très loin d'un territoire restrictif). D'un point de vue économique, même constat : les premières hausses d'un cycle de resserrement sont généralement considérées comme un léger stimulus, poussant les investisseurs à anticiper certains achats (et donc certains octrois de crédit).

A plus long terme, le différentiel de taux entre les Etats-Unis et l'Europe devrait mettre la pression sur le dollar de manière durable, et venir ainsi pénaliser les entreprises américaines à la fois au niveau de l'effet devise sur les profits étrangers, que sur les multiples de valorisation (avec un cash rémunéré à zéro, tous les multiples sont acceptables, ce sera désormais de moins en moins le cas).

**Dans ce contexte, nous privilégions la zone euro qui sera bénéficiaire de cette inversion de cycle monétaire (alors qu'elle est toujours dans une phase aigüe de stimulus), et les thématiques de croissance au détriment des thématiques de rendement (la surperformance des foncières en raison de la baisse de taux pourrait s'inverser rapidement). Sur les marchés obligataires, nous évitons les expositions significatives au risque de taux en privilégiant les titres courts et à taux variable.**

**L'équipe de Gestion Financière Arbevel** (achevé de rédiger le 29/10/2015)