



LA RENTREE DES BANQUES CENTRALES



Nicolas Forest

Responsable de la
Gestion Obligataire

Les vacances sont aussi finies pour les banquiers centraux. Après un été marqué par un jeu de cache-cache avec les investisseurs, le temps de la clarification est venu. Les banques centrales américaines et européennes devraient en effet annoncer cet automne des actions sur leur bilan, et la FED pourrait même envisager une nouvelle hausse de son taux directeur en décembre. Mais comment envisager ainsi un resserrement des conditions monétaires alors que l'inflation est significativement sous les 2% en Europe comme aux Etats-Unis ?

Pour répondre à une telle question, il faut revenir à la définition du mandat des banques centrales. Dans les années 1970-1980 confrontée à une forte inflation (en moyenne de 7% aux Etats-Unis) les banques centrales ont défini la stabilité des prix comme objectif prioritaire. Leur mission est alors de corriger les exagérations cycliques des prix, liées aux chocs exogènes, aux excès de la demande intérieure, ou aux tensions sur le marché de l'emploi. Dans ce contexte, les banques centrales affichent et prônent leur indépendance vis-à-vis des politiques, même si la FED cherche aussi à soutenir le marché de l'emploi. C'est dans ce contexte que la banque centrale européenne est créée avec comme objectif principal de maintenir la stabilité des prix. Marqué par le spectre inflatoire des années 30, l'Allemagne impose à ses partenaires une lecture monétariste de cet objectif dans les années 2000.

La crise financière de 2008 a marqué un tournant. Cet été, Mario Draghi s'est ainsi amusé à rappeler: « *When the world changes as it did ten years ago, policies, especially monetary policy, need to be adjusted : that's obvious for most people, but not for everybody.* » Autrement dit les banques centrales ont dû s'adapter afin notamment de garantir la stabilité financière. Après avoir abaissé les taux d'intérêt directs proche de zéro et injecté massivement des liquidités, elles ont introduit des mesures dites non-conventionnelles:

- achats d'actifs de titres public (QE1/QE2/QE3 aux US et SMP en 2010 par la BCE puis PSPP),
- achats de titres de crédits (Covered & Billets de trésorerie & Corporates)
- et enfin mise en place d'une communication inédite sur le maintien des taux bas (la « forward guidance »)

Le mandat des banques centrales s'est de facto bel et bien élargi pour protéger le système financier de la spéculation et éviter la faillite du système bancaire et financier. Dans ce contexte, elles sont aussi devenues les gardiennes de nouvelles politiques macro-prudentielles. En 2012, la BoE se dote d'un nouveau comité, le Financial Policy Committee. En 2014, la BCE devient le superviseur unique des banques européennes. En juillet 2017, Donald Trump nomme R.Quarles comme membre de la FED en charge de la supervision bancaire.

Aujourd'hui la politique monétaire ne doit plus être lue uniquement en fonction des taux d'inflation. Les fameuses règles de taux d'équilibre optimales, les « règles de Taylor », sont

devenues désuètes et n'offrent plus de boule de cristal à l'investisseur. Jamais les taux directeurs n'ont été aussi faibles par rapport à ce taux d'équilibre. Pour comprendre et anticiper les banques centrales, il faut donc prendre en compte l'objectif implicite de stabilité financière. Cet objectif peut se lire à double sens : soutenir les marchés à la baisse, éviter la surévaluation à la hausse. La surévaluation du marché actions aux Etats-Unis, du marché immobilier dans certains pays européens ou le risque d'une forte remontée des taux souverains en Europe sont désormais parties intégrantes de leurs analyses.

En ce début du mois de septembre et alors que l'inflation reste basse en Europe et aux Etats-Unis, nous pensons donc que la FED va graduellement diminuer la taille de son bilan et qu'elle pourrait envisager une nouvelle hausse de son taux directeur entre décembre et mars 2018. La BCE devrait quant à elle annoncer en octobre qu'elle continuera d'acheter des obligations mais moins (40 milliards par mois) avant de stopper son programme au deuxième semestre de 2018. Une hausse de taux semble à ce jour écarté dans les prochains mois, même si elle ferait beaucoup de sens pour le système bancaire européen.

La politique de sortie est un art délicat. Elle a commencé par la FED et devrait se poursuivre par la BCE. Il serait naïf de croire qu'elle est purement liée au taux d'inflation. Plus que jamais elle est dépendante de nouveaux facteurs. En 2018, elle devrait l'être davantage car avec le remplacement prévu de Janet Yellen puis de Mario Draghi se posera naturellement la question du maintien de cette politique et de l'indépendance des banques centrales vis-à-vis des Etats et des banques qu'elles soutiennent.

À propos de CANDRIAM INVESTORS GROUP

Candriam Investors Group est un gestionnaire d'actifs multi-spécialiste européen, présent sur le marché depuis 20 ans, et fort d'une équipe de plus de 500 professionnels expérimentés.

Avec environ €108 milliards d'actifs sous gestion à fin juin 2017, Candriam dispose de centres de gestion à Luxembourg, Bruxelles, Paris, et Londres, et ses responsables de clientèle couvrent l'Europe Continentale, le Royaume-Uni, les Etats-Unis, le Moyen-Orient et l'Australie. Candriam Investors Group propose des solutions d'investissement dans cinq domaines-clés : obligations, actions, stratégies à performance absolue, investissements durables et allocation d'actifs. Grâce à des solutions d'investissement fondées sur de fortes convictions, Candriam a acquis la réputation de toujours innover et de générer des performances solides au profit d'une clientèle basée dans plus de 20 pays.

Candriam Investors Group fait partie du groupe New York Life. New York Life Investments¹ se classe parmi les principaux gestionnaires d'actifs sur le plan mondial.²

Plus d'informations sur : www.candriam.com

¹ New York Life Investments est une appellation opérationnelle utilisée par New York Life Investment Management Holdings LLC et sa filiale, New York Life Investment Management LLC. New York Life Investment Management LLC est une filiale à part entière et indirecte de New York Life Insurance

² Source : New York Life Investments a été classé 26ème plus important gestionnaire d'actifs au niveau mondial par *Pensions & Investments*, au 29 mai 2017. Le classement est basé sur le total mondial des actifs institutionnels sous gestion à fin 2016. Les actifs de New York Life Investments incluent les actifs des conseillers en investissement affiliés.

Contacts presse :

STEELE AND HOLT

Sophie Lhuillier / 06 80 95 63 88/ sophie@steeleandholt.com

Dominic Riding / 06 48 57 83 24 / dominic@steeleandholt.com