

TRADING SECRETS

Les combines de la Fed

STEPHEN M. KANE, CFA | OCTOBRE 2022

**Stephen M. Kane, CFA**

Codirecteur des investissements
Gérant de portefeuille généraliste
Codirecteur du département Obligations

M. Kane est Codirecteur des investissements et l'un des gérants de portefeuille généralistes du département Obligations de TCW, une équipe qui supervise plus de 190 milliards de dollars d'actifs investis dans des obligations, dont plus de 65 milliards de dollars liés au MetWest Total Return Bond Fund, l'un des plus grands fonds obligataires à gestion active au monde. Sous sa direction, l'équipe responsable des investissements de MetWest a été désignée « Fixed Income Manager of the Year » en 2005 par Morningstar. M. Kane a supervisé le lancement de plusieurs produits d'investissement obligataires, dont AlphaTrak, Long Duration/LDI, Unconstrained et Global. Avant de créer MetWest, il était gérant de portefeuille d'obligations chez Hotchkis and Wiley. Il a également occupé le poste de vice-président chez PIMCO. M. Kane est titulaire d'une licence en économie des affaires de l'Université de Californie à Berkeley et d'un MBA de la Chicago Booth School of Business. Il est titulaire du CFA.

Pour les banquiers centraux et le président de la Réserve fédérale américaine en particulier, la tâche est pour le moins compliquée, c'est le moins que l'on puisse dire. Tenter de freiner l'envolée de l'inflation et maintenir un niveau d'emploi maximum dans une économie dynamique et en constante évolution en ayant recours à un instrument très brutal, les taux d'intérêt, est une tâche quasi-impossible. À l'instar des présidents américains, il ne fait guère de doute que la Fed reçoit trop de louanges lorsque l'économie est en croissance et que l'inflation est maîtrisée, et qu'elle est à tort pointée du doigt lorsque l'économie ralentit et que l'inflation s'envole. Greenspan a été surnommé le « Maestro » pendant le *boom* non-inflationniste dans les années 1990 et a été aussi l'un des « coupables » de la Grande crise financière, accusé de ne pas s'être attaqué aux excès financiers accumulés dans les années 2000. Jerome Powell se trouve désormais face à un tournant comparable qui déterminera la trace qu'il laissera dans l'histoire : il devra dompter l'inflation la plus élevée depuis 40 ans s'il souhaite marquer l'histoire de son empreinte à l'instar de Paul Volker qui a fini vénéré, à l'inverse d'un autre prédécesseur quant à lui moqué, en la personne d'Arthur Burns, l'homme qui a présidé la Fed au cours de la majeure partie de la décennie hyper-inflationniste des années 1970.

Compte tenu des enjeux pour le moins considérables, de la surveillance stricte à laquelle elle est soumise et de son contrôle limité, il semblerait logique que la Fed ait recours à quelques combines. D'ailleurs, le niveau historiquement élevé de l'inflation est précisément dû en partie aux tripatouillages de la banque centrale, mais pas à ceux auxquels vous pourriez penser. La Fed n'est pas stupide, malveillante, ni même sournoise. Non, la Fed pilotée par M. Powell prend au contraire sa mission très au sérieux. La Fed a pu s'adonner à d'autres combines il y a quelques années, au moment où elle était confrontée au problème postérieur à la Grande crise financière qu'elle n'a pas su résoudre, à savoir l'inflation basse. Pendant les années 2012 à 2019, l'inflation était systématiquement inférieure à sa cible de 2 %. Les taux d'intérêt nuls et l'assouplissement quantitatif (QE) qui perdurèrent plusieurs années ne permettaient pas de faire remonter l'inflation, qui continuait malgré tout d'osciller entre 1 et 2 %. La Fed se montrait partisane d'une inflation plus élevée et a même modifié son cadre de ciblage de l'inflation à l'automne 2019 (décision qui a été annoncée lors du sommet de Jackson Hole en août 2019) afin de cibler une inflation moyenne de 2 %, ce qui sous-entendait que les périodes marquées par une inflation inférieure à ce taux seraient suivies de périodes où la Fed laisserait l'inflation dépasser 2 %. Au-delà de la volonté exprimée, la Fed a concocté un plan destiné à faire remonter l'inflation au-dessus de sa cible de long terme.

Prenez garde à vos désirs est une phrase parfaitement connue qui a traversé les époques et qui exprime la mise en garde selon laquelle le désir ou la cupidité d'une personne n'aboutit pas toujours au résultat escompté et pourrait même empirer les choses. On retrouve cette idée dans la littérature, les films, les livres, les poèmes, et j'en passe, mais c'est dans la nouvelle de W. W. Jacobs, intitulée *The Monkey's Paw* qu'elle est le mieux exprimée. Dans l'histoire, un sort est jeté sur la *patte d'un singe* momifiée qui a le pouvoir d'exaucer trois souhaits, lesquels souhaits sont assortis de la mise en garde destinée à avertir des conséquences que chaque souhait pourrait provoquer. Un couple, vieux et pauvre, ayant la patte en sa possession émet le souhait que le prêt pour leur maison soit remboursé. Ils apprennent le lendemain que leur fils est décédé dans un accident tragique, pour lequel ils se voient accorder une indemnité de la part de leur assurance qui leur permettra de rembourser leur emprunt. Le couple utilise le deuxième souhait pour redonner vie à leur fils, mais de peur que celui-ci ne revienne mutilé, ils utilisent leur dernier souhait pour annuler le deuxième.

La Fed souhaitait une inflation plus élevée, et son souhait a bien été exaucé, avec en prime une pandémie mondiale, une guerre ainsi que des pénuries alimentaires et d'énergie. Jerome Powell aurait peut-être dû rendre la patte à son envoyeur...

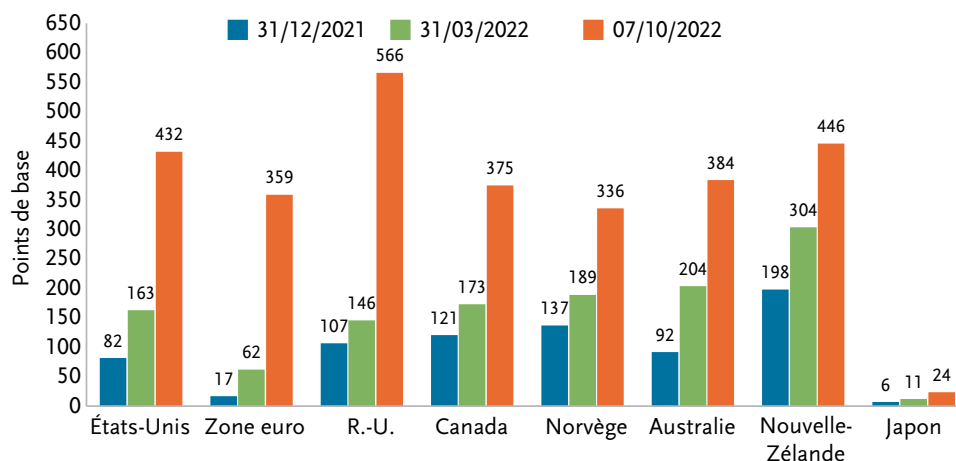
Mais à présent que le souhait de la Fed est devenu réalité, celle-ci ne ménage pas ses efforts pour faire baisser l'inflation et la ramener sous leur cible de 2 % de long terme. Les 300 points de base de hausse des taux des fonds fédéraux en six mois, avec 125 de plus prévus avant la fin de l'année montrent bien que la Fed ne *prend pas les choses à la légère*, tout comme son plan de resserrement quantitatif (QT) en réduisant son bilan à raison de près de 1 000 milliards de dollars par an. Le FOMC (le groupe des sept gouverneurs et de cinq présidents de Fed régionaux) est normalement un groupe disparate de faucons et de colombes qui tendent à s'opposer concernant la souplesse et la dureté de la politique monétaire. Ce n'est plus le cas à présent, ils *ne font que se singer les uns les autres*, car nous avons 12 faucons multipliant les prises de parole en public et répétant à l'envi tels des perroquets les propos des autres pour tenter de montrer leur détermination à combattre l'inflation.

Les questions importantes que doivent se poser les opérateurs de marché sont (1) la Fed a-t-elle les moyens de ses ambitions ? (2) jusqu'à quel point les taux devront-ils augmenter pour que la Fed atteigne son objectif ? et (3) quelles seront les retombées sur l'économie et les marchés financiers de leurs actions ? Tâchons de répondre aux questions une par une.

La Fed a-t-elle les moyens de ses ambitions ou la Fed peut-elle se défaire de l'inflation tripatouillée ? Pour citer un célèbre groupe de rock des années 1960 (vous avez deviné de qui je parle) *The Monkees*, « ils finiront par y parvenir, mais cela risque de prendre du temps ». L'argument selon lequel la Fed est bien partie pour maîtriser l'inflation est le suivant :

- La politique monétaire est resserrée partout dans le monde par presque toutes les banques centrales des principaux pays développés (et de nombreux émergents). Le degré, la vitesse et l'ampleur de l'évolution des taux d'intérêt sont sans précédents. Ajoutez à cela le degré de resserrement quantitatif (également sans précédent) et c'est comme si vous utilisiez un canon Howitzer pour creuser un trou.

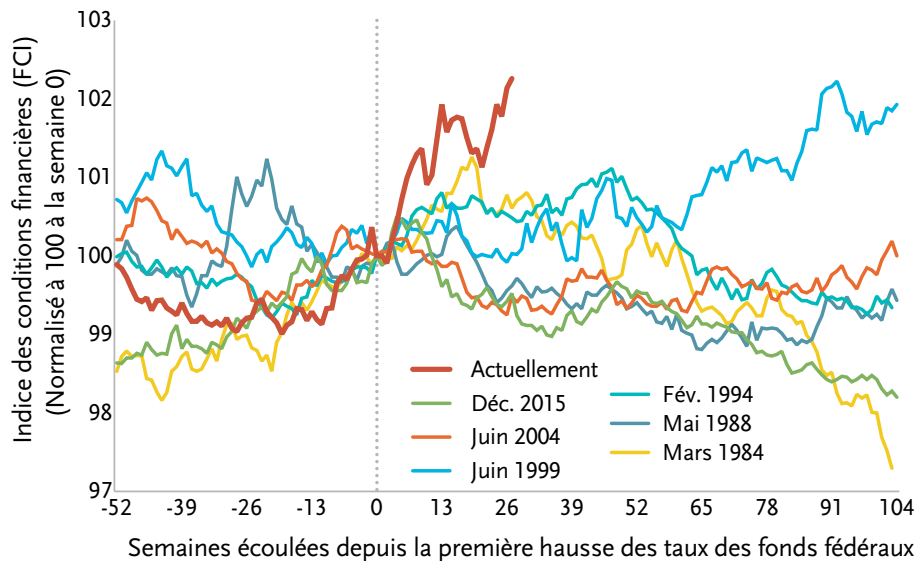
Hausse des taux cumulées prévues par le marché en 2022-2023



Source : Bloomberg, TCW

- Les indicateurs avancés montrent que le resserrement monétaire porte déjà ses fruits. Les prix de matières premières ont baissé de plus de 20 % par rapport à leur pic. Les entrées en bourse et les émissions d'obligations d'entreprises à haut rendement sont au plus bas depuis 10 ans. Dans l'ensemble, les conditions financières aux États-Unis, telles que mesurées par l'indice Goldman Sachs Financial Conditions (lequel tient compte du niveau des taux, de la forme de la courbe, de la variation du taux de change du dollar et des cours des actions) se sont resserrées bien plus rapidement que lors des 8 cycles de resserrement précédents de la Fed. Tous les épisodes précédents se sont terminés par de forts ralentissements de la croissance et/ou une récession, et par un recul de l'inflation. L'histoire devrait à nouveau se répéter.

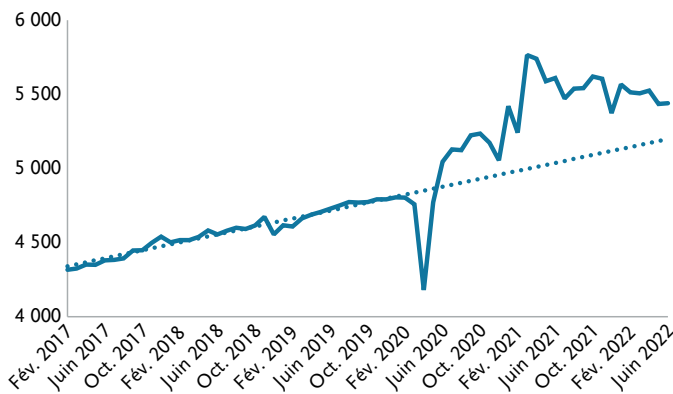
Conditions financières avant et après la hausse des taux de la Fed



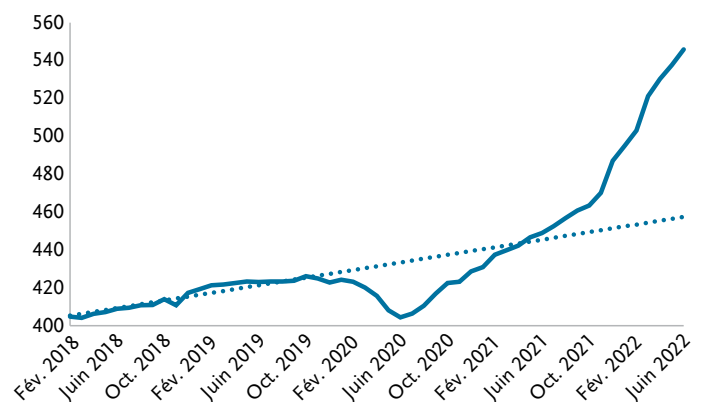
Source : Goldman Sachs, Bloomberg

- La demande des ménages est plombée (partiellement détruite) par l'inflation et se détourne rapidement des biens. Cela se traduit par un phénomène d'accumulation de stock parmi de nombreux détaillants et par l'octroi probable de remises à court terme.

Dépenses de consommation réelles en biens (milliards de dollars en 2012)



Stocks réels hors automobile (milliards de dollars)



Source : Bloomberg, Census Bureau

- Les anticipations d'inflation restent bien ancrées. Bien que supérieures aux plus bas atteints au lendemain de la pandémie, les anticipations d'inflation (telles que mesurées par les enquêtes et le marché via les TIPS) sont proches de leurs moyennes de long terme. Récemment, les points morts d'inflation de long terme sur le marché des TIPS ont baissé d'environ 0,50 % pour se situer aux alentours de 2 %. Les anticipations d'inflation s'autorenforcent en fonction des comportements des ménages, ce qui rend peu probable une spirale salaire-prix telle que nous l'avons connue dans les années 70.

Prévision d'inflation médian à 5 et 10 ans de l'Université du Michigan



Source : Université du Michigan

Points morts à 5 ans/TIPS 5 ans



Source : Bloomberg

- La Fed garde un œil sur un indicateur avancé, l'inflation, pour calibrer sa politique. Sachant que les effets de la politique monétaire sur l'économie sont décalés dans le temps et davantage encore sur l'inflation, la Fed conduit efficacement la politique monétaire en gardant les yeux rivés sur le rétroviseur. En resserrant jusqu'à ce que l'inflation baisse considérablement, il est presque certain que la Fed finisse par resserrer excessivement et par plonger l'économie dans la récession et ramener l'inflation vers sa cible (voire en-deçà).

Jusqu'à quel point les taux devront-ils augmenter ? C'est une question à laquelle il est plus difficile de répondre que la première. La philosophie et le processus d'investissement orientés sur la valeur de TCW sont conçus autour de l'idée selon laquelle il est vain de chercher à prédire les plus hauts et les plus bas des marchés. Nous appliquons un processus méthodique qui consiste

à renforcer la duration lorsque les taux augmentent, en gardant à l'esprit la tendance qu'ont les taux à s'autocorriger et à revenir vers la moyenne à long terme. Nous avons progressivement augmenté nos durations pour les situer juste au-dessus de l'indice en 2022 et nous continuerons de le faire si les taux continuent d'augmenter. Bien qu'ignorant à quel moment ou à quel niveau les taux atteindront leur pic, les taux réels supérieurs à 1,5 % et le resserrement rapide des conditions financières nous incitent à penser que nous sommes bien plus près de la fin que du début du cycle.

Quelles seront les retombées économiques et financières ? En matière d'économie, nous voulons bien être rangés dans le camp de ceux qui ne croient pas au scénario de l'atterrissage en douceur, compte tenu des arguments que nous avons exposés ci-dessus concernant le degré de resserrement monétaire, les effets décalés dans le temps de la politique monétaire et des premiers signes déjà visibles d'un ralentissement économique. Ajoutez à cela le retrait des mesures de relance budgétaire consécutives à la pandémie et les graves difficultés économiques auxquelles un bon nombre de nos principaux partenaires commerciaux en Europe et la Chine sont confrontés. C'est pourquoi nous avons toutes les raisons de penser que le seul scénario plausible est celui d'une récession aux États-Unis en 2023. Concernant les retombées sur les marchés, nous les ressentons tous presque tous les jours, les actions affichant une baisse de plus de 20 % à ce jour, contre -15 % pour les obligations. La bonne nouvelle, du moins en ce qui nous concerne, c'est que les risques de contraction de l'activité économique sont entièrement pris en compte dans les prix de la majeure partie des obligations. Les titres adossés à des créances hypothécaires d'agences affichent des niveaux de prix historiquement décotés et des spreads élevés. Les titres adossés à des créances hypothécaires hors agences senior affichent une prime de rendement intéressante de 2 à 3 % par rapport aux bons du Trésor grâce à des fondamentaux de crédit solides y compris sur un marché immobilier en baisse. Certains segments du marché des obligations d'entreprises *investment grade*, y compris la dette senior émise par les grandes banques américaines, affichent des spreads supérieurs à 200 pbb. Nous avons d'ailleurs renforcé nos positions sur ces segments en 2022 et nous les surpondérons par rapport aux indices. D'autres segments du marché obligataire, notamment le haut rendement et la dette émergente, malgré des prix moins intéressants qu'il y a un an, n'atteignent toujours pas les niveaux que l'on constate généralement dans les périodes de récession comme celle que nous nous apprêtons à traverser.

Conclusion Au moment où nous préparons les portefeuilles des clients en vue de la fin du cycle de resserrement actuel de la Fed et à la transition vers le prochain cycle d'assouplissement, nous optons pour une duration longue et une surexposition aux secteurs à spread de qualité, tout en restant à l'affût des opportunités d'achat qui devraient se présenter à la fin du cycle parmi les obligations de moindre qualité. Dans le même temps, l'histoire de la patte du singe nous revient à nouveau à l'esprit au moment où la Fed souhaite désormais faire baisser l'inflation. Elle a (encore une fois) intérêt à prendre garde à ses désirs. ■

Le présent document revêt uniquement un caractère informatif et ne tient pas lieu d'offre de vente ou de sollicitation à l'achat d'un quelconque titre. TCW, ses dirigeants, ses administrateurs, ses employés ou ses clients peuvent détenir des investissements dans des titres ou des produits évoqués dans le présent document, et ces investissements peuvent être modifiés à tout moment sans préavis. Les informations et les données statistiques contenues dans le présent document reposent sur des sources jugées fiables, mais TCW ne prétend pas qu'elles sont exactes, et ces informations et données ne doivent en aucun cas être considérées comme telles ou servir de fondement à une décision d'investissement. Les informations citées dans le présent document sont susceptibles de contenir des données préliminaires et/ou des « énoncés à caractère prospectif ». La réalité peut sensiblement différer desdits énoncés en raison de nombreux facteurs. TCW n'est aucunement tenu de mettre à jour les opinions ou énoncés à caractère prospectif contenus dans le présent document. Toute opinion contenue dans le présent document est valable uniquement au moment où elle est exprimée et peut être modifiée sans préavis. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. © 2022 TCW