

# L'IMPACT D'UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS ET DE POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES SUR L'INDUSTRIE DE LA GESTION D'ACTIFS

PHILIPPE WEBER\*

## ÉTAT DES LIEUX

171

**L**a crise que nous venons de traverser, et qui n'est sans doute pas tout à fait terminée, a été exceptionnelle à plus d'un titre : non seulement elle a cumulé crise économique, crise immobilière et crise financière, mais aussi, par son ampleur, elle a fait craindre une dislocation du système financier et une déflation généralisée, notamment, mais pas seulement, par le mécanisme de la déflation par la dette. C'est face à ce risque, inconnu à cette échelle depuis la crise de 1929, que les banques centrales ont mis en œuvre dès 2008 des politiques inédites. Elles ont tout d'abord inondé le marché de liquidités, d'abord par des prêts illimités – la Banque centrale européenne (BCE) ayant été la première à réagir de ce point de vue –, puis par des achats de plus en plus massifs de titres de plus en plus divers. Dans la même période, elles ont abaissé massivement leur taux directeur, souvent jusqu'à pratiquement 0 %, parfois même jusqu'à un taux négatif (le taux de facilité de dépôt de la BCE est ainsi fixé à -0,20 %), puis elles ont annoncé leur intention de maintenir leur taux directeur à un niveau bas pour une période étendue (guidage prospectif ou *forward guidance*).

Cet ensemble de politiques, traditionnelles ou non, a eu des effets très marqués. Le mécanisme de transmission de la politique de taux d'intérêt

---

\* Responsable des études et de la stratégie, CPR AM. Contact : philippe.weber@cpr-am.fr.

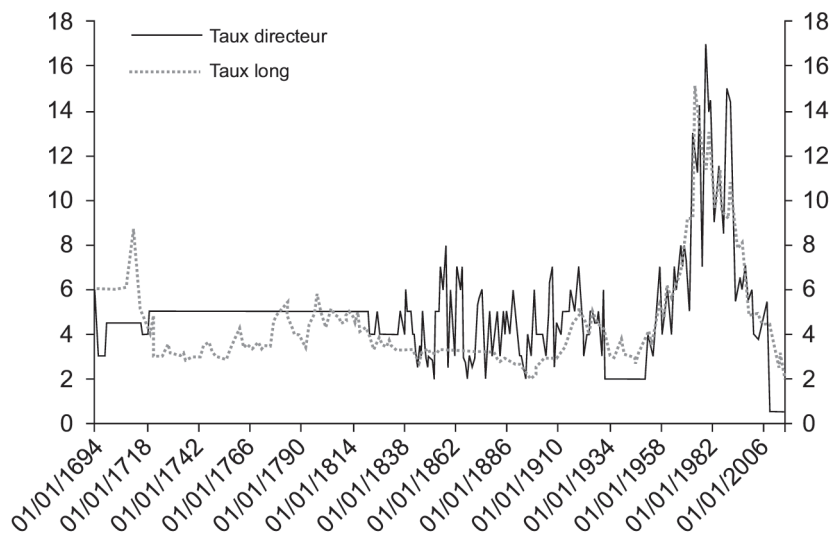
est classique : la baisse du taux directeur influe sur les taux des prêts bancaires et donc sur l'activité, d'une part, et la masse monétaire, d'autre part, mais aussi, plus indirectement, sur le prix des actifs. L'une des raisons qui ont conduit les banques centrales, et particulièrement la BCE, à mettre en place d'autres instruments a été que ce mécanisme était en bonne part enrayé, compte tenu de la violence et des spécificités de la crise : il fallait le restaurer.

Ces autres mesures, spécialement l'« assouplissement quantitatif » (augmentation de la taille du bilan de la banque centrale par achats de titres) et le guidage prospectif, sont en revanche tout à fait nouvelles. Ces politiques non conventionnelles, pour utiliser l'anglicisme en vigueur, ont eu des conséquences prononcées sur le prix des actifs.

Elles ont touché au premier chef les marchés obligataires : l'abondance des liquidités, puis les achats directs de titres ont fortement soutenu le prix des obligations et ont donc fait baisser les rendements. Le guidage prospectif, en ancrant les anticipations de taux courts aux niveaux très bas atteints, a stabilisé les rendements longs à ces niveaux exceptionnellement bas. L'exemple de l'Angleterre (puis du Royaume-Uni), choisie en raison de la disponibilité de séries particulièrement longues, est là pour montrer que l'on a atteint des niveaux sans précédent, qu'il s'agisse des taux courts ou des taux à long terme (cf. graphique 1). On arriverait au même constat pour tous les pays : jamais les taux n'ont été aussi bas.

172

**Graphique 1**  
**Taux en Angleterre**



Sources : Banque d'Angleterre ; Jansens *et al.* (2002) ; Mitchell (1988) ; ONS (Office for National Statistics).

Dans le cas particulier de la zone euro, l'annonce par la BCE, le 22 janvier 2015, d'un programme ambitieux d'achat de titres d'État a encore accentué le phénomène. En effet, la banque centrale va acheter des titres à hauteur de 60 Md€ par mois de mars 2015 à septembre 2016, dont au moins 40 Md€ de titres d'État, au prorata de la part de chaque pays dans le capital de la BCE. Le tableau 1, limité aux quatre plus grands pays, montre qu'elle va pratiquement épuiser le flux de titres, et même très au-delà pour certains pays.

**Tableau 1**  
**Flux sur les titres d'État**  
(en Md€)

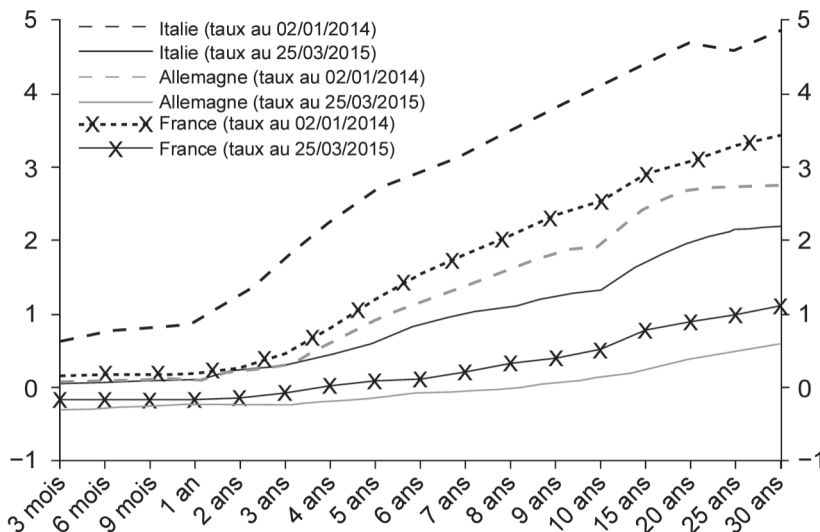
	Émissions brutes	Émissions nettes des remboursements (sans prise en compte des coupons)	Achats prévus par la BCE (dans une hypothèse basse)
Allemagne	159	4	104
France	214	96	80
Italie	243	46	72
Espagne	142	58	52

Source : CPR AM.

Ces achats d'un volume écrasant, combinés au taux négatif de la facilité de dépôt, ont écrasé les taux de rendement des obligations d'État sur toutes les échéances, les amenant même au-dessous de zéro jusqu'à l'échéance de sept ans en Allemagne (cf. graphique 2).

173

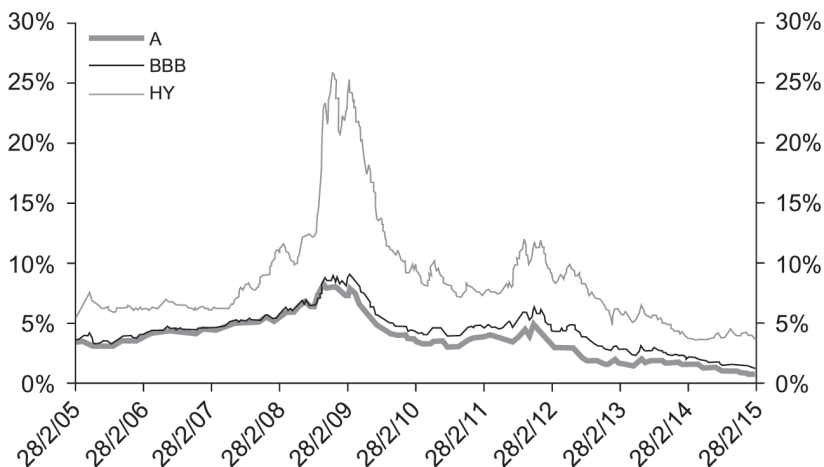
**Graphique 2**  
**Rendements obligataires selon la maturité résiduelle (titres d'État)**



Sources : Bloomberg ; CPR AM.

Les taux d'État ne sont pas les seuls touchés : le rendement des obligations privées a lui aussi baissé à des niveaux exceptionnellement bas, les écarts de rendement avec les obligations d'État de même maturité résiduelle retrouvant même souvent les niveaux d'avant la crise (cf. graphiques 3 et 4).

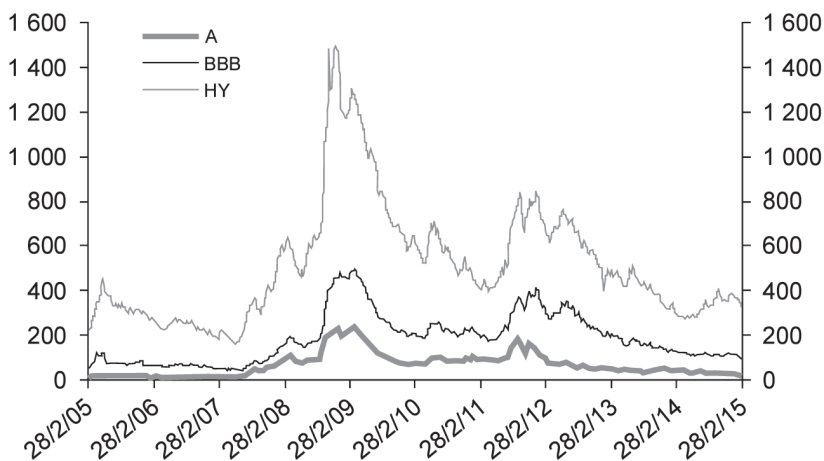
**Graphique 3**  
Rendements des obligations d'entreprise par notation



174

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; CPR AM.

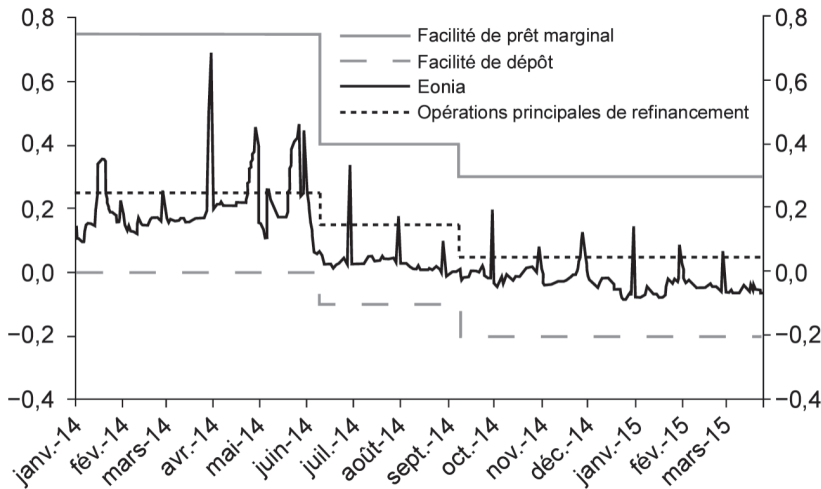
**Graphique 4**  
Écart de rendement entre obligations d'entreprise et titres d'État, par notation (en points de base)



Sources : Bank of America Merrill Lynch ; CPR AM.

Un mot pour finir du marché monétaire : dans la zone euro, l'Eonia, son taux de référence (et le taux de référence des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières ou OPCVM monétaires), est presque constamment négatif depuis le début de 2015 (cf. graphique 5).

**Graphique 5**  
**Taux directeurs de la BCE et Eonia**



Sources : Thomson Reuters ; Datastream ; BCE.

On voit donc qu'il résulte de ces évolutions une situation absolument exceptionnelle : les rendements obligataires sont très bas, très proches les uns des autres et souvent négatifs, ce que résume le tableau 2.

**Tableau 2**  
**Répartition des rendements par type d'émetteurs, zone euro**  
(données au 17 mars 2015)

	< 0 %	de 0 % à 1 %	de 1 % à 2 %	> 2 %	Taux médian	Encours (en Md€)
Ensemble	20 %	61 %	15 %	3 %	0,36 %	10 070
État < 5 ans	41 %	53 %	3 %	3 %	0,09 %	4 370
État 5-10 ans	6 %	75 %	15 %	5 %	0,45 %	3 560
État > 10 ans	–	56 %	42 %	2 %	1,12 %	2 140
AAA-AA-A	30 %	65 %	5 %	0 %	0,18 %	6 640
BBB	–	59 %	37 %	4 %	0,80 %	3 150
HY	–	7 %	25 %	68 %	2,5 %	290

Source : CPR AM.

---

*LES CONSÉQUENCES POUR LA GESTION D'ACTIFS**Les taux*

Cet état de fait complique évidemment fortement la tâche de la gestion d'actifs, et particulièrement la gestion de taux – du monétaire à l'obligataire d'État ou au crédit. C'est d'autant plus vrai que la rémunération actuelle est très faible, même si elle peut encore diminuer un peu pendant quelque temps, mais il y a un risque en capital, car on n'imagine pas malgré tout que les taux ne finissent pas par remonter (on espère même qu'ils remonteront le plus tôt possible, d'un point de vue macroéconomique) ; de plus, le niveau extrêmement bas des coupons ne suffit absolument plus à protéger contre ce risque. Même une détention jusqu'à échéance (*buy and hold*), qui par construction protège en temps normal contre les pertes en capital, n'est pas adaptée, avec un taux actuariel négatif.

176

On ne mentionnera que pour mémoire les méthodes fondées sur des ventes d'options ou de combinaisons d'options, ou assises sur des combinaisons de produits dérivés, quel que soit leur intérêt : outre leur complexité qui les réserve sans doute aux investisseurs les plus avertis, ces techniques ne peuvent pas être le fondement durable d'une recherche de rendement. Certes, une vente judicieuse d'options apportera un peu de rendement (« valeur temps »), probablement du même ordre de grandeur, en ce moment, que celui des actifs sous-jacents ; ces techniques ont aussi l'avantage de limiter le risque. Mais elles sont plus des compléments ou des palliatifs que des investissements proprement dits : sans rendement (par revenu ou par gain en capital) des actifs sous-jacents, il n'y a pas d'espérance de gain raisonnable.

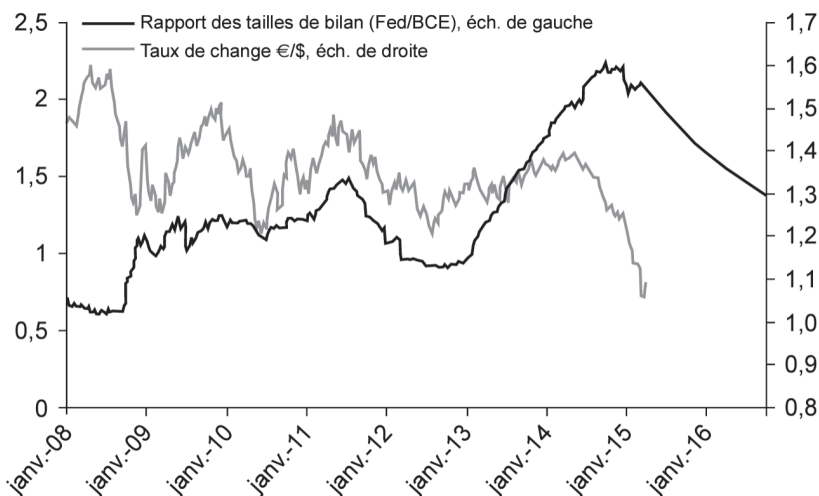
Qui plus est, l'offre effective de titres d'État va être extrêmement faible : on l'a vu, la BCE va acheter une proportion très élevée des émissions nettes. Les principaux détenteurs dans la zone euro (assurance-vie et banques) vont hésiter à vendre, indépendamment même du prix qui leur sera proposé, compte tenu des contraintes réglementaires qui s'imposent à elles (Solvabilité II, Bâle III). Même si les non-résidents vendent une partie de leurs avoirs (ce qu'ils semblent avoir commencé à faire), il n'en restera pas forcément beaucoup pour les OPCVM de la zone euro, qui pourraient être plutôt tentés de vendre. Signalons d'ailleurs que la réallocation des portefeuilles des agents privés au détriment des titres d'État et au bénéfice des obligations privées, des actions ou des actifs réels est l'un des objectifs déclarés de la politique d'expansion quantitative<sup>1</sup>.

Aussi, il leur faudra, comme cela a été depuis plusieurs mois largement évoqué et commenté, rechercher du rendement ailleurs, lorsque cela est réglementairement possible : titres plus longs ou titres plus risqués, soit en restant dans les titres d'État, ceux des pays dits « périphériques », soit avec des obligations privées. La possibilité donnée aux sociétés de gestion, surtout si elle est prochainement élargie (directive dite « CRA » – *Credit Rating Agency*), de recourir à leurs propres analyses internes sur la qualité d'un émetteur privé est de nature à renforcer le poids de ces derniers actifs, d'autant que les taux de défaut ne sont pas exceptionnellement élevés. Cependant, même là, la rémunération est relativement faible : on a pu dire que l'on était passé du taux sans risque au risque sans taux<sup>2</sup>. Mais le tableau 2 (*supra*) montre que les encours des obligations à haut rendement sont très limités. Autre piste, investir dans des obligations privées non cotées ou des prêts, solutions encore marginales, mais où des rendements plus élevés pourraient compenser le manque de liquidité.

Une alternative est de rechercher des rendements hors de la zone euro : pour ne citer que ces deux exemples parmi les États toujours très bien notés, les taux américains ou britanniques, bien qu'historiquement très bas, sont supérieurs aux taux européens. Mais ils devraient, aux États-Unis au moins, monter encore prochainement, avec le début prévisible de la normalisation de la politique monétaire de la Federal Reserve (Fed). Cela pose au demeurant la question du change, dont l'évolution a été cruciale dans la période récente. Acheter des dollars (directement ou *via* des actifs non couverts) a été, pour l'investisseur européen, une excellente idée dans les mois récents, avec une dépréciation de plus de 20 % en un an de la monnaie commune.

Il n'est pour autant pas certain qu'il soit pertinent de continuer. Si l'on peut s'autoriser cette digression, l'évolution de la parité euro/dollar dans les mois récents a été largement déterminée par le ratio entre la taille des bilans des deux banques centrales (cf. graphique 6 *infra*).

**Graphique 6**  
**Taux de change et bilan des banques centrales**  
 (hypothèse : le bilan de la Fed se stabilise,  
 celui de la BCE augmente de 40 Md\$ par mois)



On est allé plutôt plus bas que ne l'aurait laissé attendre la corrélation récente, même en prolongeant la tendance pour anticiper l'augmentation à venir du bilan de la BCE : aussi faut-il sans doute être prudent. Il est vrai que la Fed va relever ses taux plus tôt que la BCE et que, en temps normal, les écarts de taux anticipés jouent un rôle déterminant. Mais là aussi, les anticipations sont sans doute déjà largement dans le marché. De plus, des facteurs de long terme, comme l'écart d'inflation ou les balances courantes, agissent plutôt en faveur d'une hausse de l'euro, dont le cours du mois de mars est au demeurant déjà inférieur aux niveaux d'équilibre calculés par la plupart des institutions.

Il faut ici mentionner que la situation actuelle empêche de bénéficier d'un « amortisseur » traditionnel : en cas de fuite devant le risque, les actifs les plus risqués (les obligations privées de catégorie « investissement », *a fortiori* celles à haut rendement, et les actions) baissent, mais cela s'accompagne d'une fuite vers la qualité qui profite, en particulier, aux obligations d'État allemandes. Compte tenu du niveau de taux atteint aujourd'hui, on n'imagine pas qu'elles puissent servir beaucoup de refuge. Les taux américains à dix ans peuvent être un



substitut acceptable, quitte à se couvrir par des titres à deux ans si l'on craint une remontée des taux directeurs de la Fed.

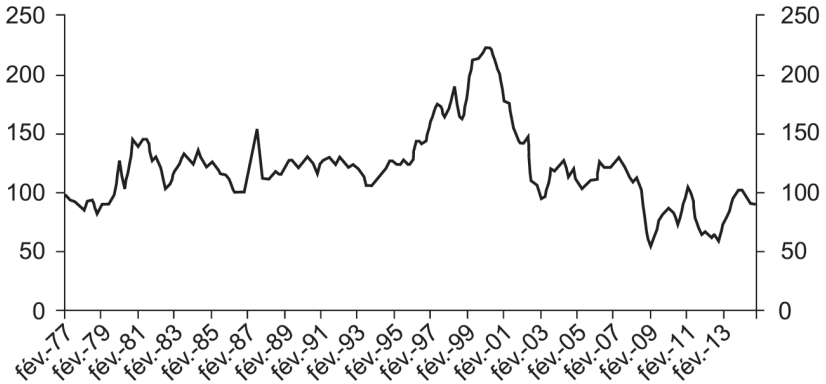
La gestion de taux se heurte enfin, dans un pareil environnement, à deux difficultés supplémentaires. La première est qu'il sera difficile, pour les gérants d'actifs, de maintenir les mêmes marges que précédemment, lorsque le rendement brut est aussi faible – c'est bien sûr particulièrement vrai pour les gestions les plus courtes. La deuxième est un risque de décollecte qui, du point de vue des sociétés de gestion, pourrait être mitigé par le transfert de l'épargne vers d'autres types de fonds, mais ce n'est pas certain. Au demeurant, la baisse du taux d'épargne en zone euro (par une hausse du recours au crédit ou une baisse de l'épargne financière) est l'un des objectifs de la politique monétaire : on baisse les taux pour soutenir la demande de crédit, la consommation, l'investissement.

### *Les autres actifs*

La diversification devra également, en fait devra surtout, se faire vers d'autres catégories d'actifs que les produits de taux. L'allocation entre actions et obligations, entre pays, etc. est souvent, sur le plus long terme, le facteur le plus important du rendement d'un portefeuille diversifié, quelles que soient les performances d'une catégorie donnée d'actifs pendant une période donnée. Mais ce sera encore plus vrai lorsque l'une des grandes catégories d'actifs n'a pour un certain temps que des perspectives de gains limitées, comme on vient de le suggérer pour les taux. Ce sera là aussi l'un des effets de la réallocation de portefeuille souhaitée par la banque centrale.

Les actions sont bien sûr la première catégorie qui vient à l'esprit. La taille et la variété du marché en font une cible de choix, d'autant qu'aujourd'hui, le ratio « dividende/prix » est souvent supérieur, sinon très supérieur, à la plupart des coupons obligataires. Bien entendu, la volatilité est plus forte, mais l'espérance de gains est, en principe, supérieure – bien que la crise récente ait, partiellement et temporairement, un peu mis à mal l'idée selon laquelle, sur toute période un peu longue, les actions sont plus rentables que tout autre placement. Certes, les actions ont déjà beaucoup monté, aidées par les politiques monétaires, puis la reprise aux États-Unis, pour l'instant surtout par la politique monétaire et spécialement les anticipations d'assouplissement quantitatif en zone euro. Mais elles ne sont pas forcément chères pour autant : la capitalisation boursière rapportée au PIB est même plutôt basse si on la corrige de l'effet des taux d'intérêt (cf. graphiques 7 et 8 *infra*).

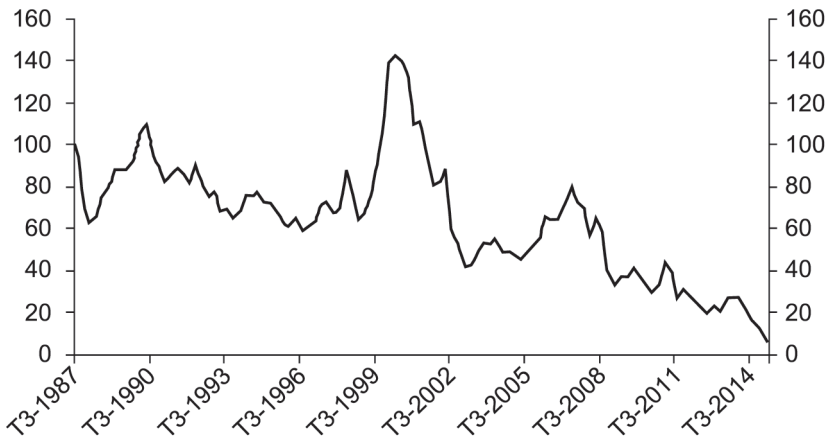
**Graphique 7**  
**États-Unis : capitalisation boursière (S&P 500)**  
**rapportée au PIB et corrigée du niveau des taux longs**



Sources : Thomson Reuters ; Datastream ; CPR.

**Graphique 8**  
**France : capitalisation boursière rapportée au PIB**  
**et corrigée du niveau des taux longs**

180



Sources : Thomson Reuters ; Datastream ; CPR AM.

C'est rassurant tant que le niveau des taux est aussi bas et dans la zone euro, ce sera le cas au moins jusqu'à l'automne 2016, date jusqu'à laquelle doit se poursuivre le programme d'achat de titres mis en place en mars 2015.

Les actifs réels, plus spécifiquement l'immobilier, qu'il soit de bureau ou de logement, sont également un élément de diversification à envisager. On a quelque mal à imaginer que l'immobilier soit sous-évalué en France, mais ce n'est pas vrai dans tous les pays. Et même avec une valorisation initiale élevée, le taux de loyer est aujourd'hui, comme le taux de dividende, supérieur à la plupart des rendements obligataires, tandis que l'actif sous-jacent, même s'il n'est pas immunisé contre de fortes variations de prix (c'est lui qui a été le facteur déclenchant de la crise de 2008, ne l'oublions pas), a une volatilité moindre que les actifs financiers (qui sont, il est vrai, plus « liquides »).

On voit que, au total, les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales, et spécialement la BCE, sont de nature à inciter la gestion d'actifs et, au sens plus large, tous les détenteurs d'actifs à prendre des décisions qui vont dans le sens qu'elles souhaitent : la baisse générale du niveau des taux est propre à conduire les agents économiques à plus emprunter et moins épargner, augmentant ainsi la demande finale – sauf à se réfugier dans les espèces ou dans l'or ! L'effet de rééquilibrage de portefeuille fait lui aussi baisser les taux des obligations qui ne sont pas dans le champ des interventions de la BCE et monter les actions, ce qui facilite le financement de l'économie réelle. Enfin, la baisse du change est un soutien à la croissance. C'est sans parler du signal envoyé par ces mesures exceptionnelles, qui devraient soutenir les anticipations d'inflation (en plus de l'inflation importée grâce à la baisse de la devise).

181

### *CONCLUSION ET PERSPECTIVES*

L'environnement est devenu sans doute encore plus compliqué que d'habitude pour la gestion d'actifs, et spécialement bien sûr dans le contexte actuel pour la gestion monétaire ou obligataire. Faibles rendements, compression des marges, risque de décollecte au moins sur certains segments du marché vont obliger à une diversification certaine, qui n'ira pas sans accroissement des risques. Mais, si l'on peut oser pareille formule, ce ne devrait être qu'un mauvais (quoique assez long) moment à passer.

La remontée presque imminente du taux directeur aux États-Unis devrait s'accompagner d'une remontée générale des taux d'État sur toutes les échéances, voire d'une hausse des écarts de taux pour les émetteurs privés : certes, cela sera arbitré par ceux des investisseurs européens qui ont la possibilité de le faire. Cette remontée sera le signe d'un retour à la normale de la première économie mondiale, ce qui sera aussi de bon augure pour les actions, une fois passée la volatilité que ne manquera pas d'entraîner le premier relèvement de taux des fonds fédéraux depuis l'été 2006.

Enfin, si les mesures décidées par la BCE ont les effets qu'elle espère (et chacun escompte que ses espoirs sont fondés), l'activité va reprendre – d'ores et déjà, les prévisions de croissance ont été sensiblement revues en hausse, y compris pour la France et l'Italie : là aussi, dans un premier temps, les actions devraient en bénéficier. Et dans ce cas, la BCE arrêtera l'assouplissement quantitatif en septembre 2016 et les taux pourront remonter – le niveau d'équilibre du taux long d'État pour un pays sans risque est en principe proche du taux de croissance nominale. Patience donc...

### NOTES

1. Voir sur ce point le discours de Peter Praet, économiste en chef de la BCE, le 9 décembre 2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141209.en.html>.
2. Voir Bertrand E. et Faller A. (2015), « Stratégie de gestion en période de taux bas », revue *Risques*, n° 101.

### BIBLIOGRAPHIE

- JANSSEN N., NOLAN C. et THOMAS R. (2002), « Money, Debt and Prices in the United Kingdom », *Economica*, vol. 69, n° 275, pp. 461-479.
- MITCHELL B. R. (1988), *British Historical Statistics*, Cambridge University Press.