

SUITE DE LA PAGE UNE

## Normalisation saine des taux d'intérêt...

Cette attitude recèle le danger de reculs massifs sur les marchés obligataires en raison de l'effet contraire de la réglementation et de la politique monétaire dont on ne mesure pas encore entièrement les conséquences de l'assouplissement massif (quantitative easing) des banques centrales à plus long terme.

La réglementation a conduit les banques d'investissement à réduire drastiquement (plus de 70%) leurs positions de titres à revenu fixe. Dans le même temps, les positions des fonds de placement et des ETF ont plus que doublé lors des six dernières années. Si ceux-ci devaient se trouver sous une forte pression de vente, les banques ne pourraient pas intervenir du fait des contraintes actuelles. Cependant, les banques centrales sont susceptibles d'aider en pareilles circonstances.

Quoi qu'il en soit, la volatilité risque d'augmenter pour ce type d'actifs et peut ainsi remettre en question l'acceptation de placement sans risque pour certains emprunts d'Etat. Des baisses des titres à revenu fixe susciteront provisoirement celles des marchés d'actions. La tendance de ces derniers reste positive, contrairement aux obligations qui sont surévaluées. Depuis 2008, les exagérations ne se trouvent certainement pas du côté des actions mais de celui des obligations.

En fait, les valeurs cycliques ne se comportent pas encore mieux que les valeurs défensives. Ce n'est qu'à partir de cette année que les actions des petites et moyennes sociétés cotées évoluent clairement de manière plus favorable que les valeurs standards. L'expérience démontre que de telles phases peuvent durer des années. Par ailleurs, il faut tenir compte du fait que le différentiel de rendement (y compris les dividendes) demeurent à un haut niveau par rapport aux obligations qui sont tenues à mauvais escient pour moins risquées (alors que leur volatilité risque d'augmenter fortement).

Les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, croissent dans le scepticisme, mûrissent dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie, d'après John Templeton. Ils se situent aujourd'hui aux confins de l'optimisme, dès lors que le scepticisme continue d'être élevé. Par exemple en Allemagne où se rend régulièrement Alfred Roelli, les investisseurs privés ne détiennent qu'une part d'environ 10% en actions.

Quid de la Suisse ? le franc est crassement surévalué. Pictet prévoit une courbe en V s'agissant de la croissance en Suisse. La situation actuellement difficile sera maîtrisée. Les petites et moyennes entreprises auxquelles a accès Pictet laissent en effet pressentir une telle issue. L'inflation remontera à terme, après avoir été négative en 2015 selon toute vraisemblance. En somme, un cycle plus long avec une croissance modérée paraît plus probable qu'une récession globale. — (PR)

# Le prix de la politique de Mario Draghi

L'échec du gouverneur de la Banque centrale européenne est patent. Et cela coûte cher aux investisseurs. L'Eurostoxx 50 a perdu près de 400 points.

BRUNO BERTEZ

Depuis la mi avril 2015, les cours des actions européennes sont en recul sévère et il en est de même pour les obligations et fonds d'état.

L'Eurostoxx 50 qui avait approché les 3830 au plus haut est maintenant revenu un peu au dessus des 3420, dans la zone des 3400. C'est une zone majeure de soutien qui, si elle était pénétrée, pourrait déclencher des liquidations. Le portefeuille européen est lourdement perdant, aussi bien sur le «risque», les actions, le crédit que sur le «sans risque», les fonds d'état.

Pour couronner le tout, sur les changes, les investisseurs ont été pris à contre pied: les soi-disant spécialistes auto proclamés donnaient une parité de 1 dollar pour un euro en quelques mois, et même pour certains, 0,85! Voilà qu'après un plus bas de l'euro dans la zone des 1,05-1,06, on est remonté à 1,13 et que l'on flirte avec les 1,14. Merci monsieur Draghi, vous nous avez gratifié d'une belle escarpolette.

Nous l'avons déjà écrit, nous le répétons: aux USA pour redresser la conjoncture, la Fed et Bernanke ont cherché un effet de richesse pour leurs citoyens, les leurs, en Europe, Draghi réalise un effet de pauvreté, un appauvrissement de ses citoyens à lui, qui est considérable. Les opérateurs de la communauté spé-



MARIO DRAGHI. Ses décisions ont appauvri les Européens.

lative internationale ont anticipé le QE de Draghi dès le mois d'août 2014, les chiffres en font preuve.

Ils ont ramassé car ils ont été averti en langage codé de la préparation du QE de la BCE. Les Européens n'y ont pas cru, ils ont cru aux cris d'orfraie, aux protestations des Merkel et Weidmann réunis: «nous jamais, monsieur, un QE, jamais; nous ne mangeons de ce pain là!» Nous, quasi seuls avons fait l'hypothèse de négociations secrètes en cours avec les Allemands pour faire passer le QE. Les européens ont laissé le papier aux étrangers, aux anglosaxons dans les bas cours. Les Européens ont commencé à y croire en Novembre et ils sont venus se faire «tarter» très gros à partir de janvier. Ils ont fait le plus haut, pour eux et leurs malheureux clients vers le 15 Avril en même temps que le plus bas sur l'euro face au dollar et depuis, ils n'ont que leurs yeux pour pleurer.

La coïncidence entre le plus haut des marchés financiers de l'Eurozone et le plus bas de l'euro face au dollar n'est pas coïncidence, elle est relation de cause à effet. Les actifs financiers euro sont en corrélation inverse avec le change. C'est à ce moment que Yellen, après le secrétaire d'Etat au Commerce, Jack Lew, a sifflé à la fin de la partie des enfants européens, elle a dit en langage toujours codé que l'appréciation du dollar était excessive, «l'économie américaine rencontre un nouveau vent contraire avec la hausse du dollar». Nous avons compris immédiatement, mais pas les gestionnaires européens, ils ont continué à bourrer leurs clients, faisant ainsi la contre-partie des ventes bénéficiaires des anglosaxons.

Depuis, le dollar a rétrogradé, il est revenu de la zone maximum des 100 au Dollar Index à 95 et, il cherche un équilibre provisoire entre les deux.

La campagne des anglosaxons pour stopper la hausse du dollar, pour arrêter la dépréciation compétitive de l'euro n'a pas cessé depuis; aussi bien le FMI que les services d'études aux ordres ou que les Think Tanks comme le PIIE multiplient les papiers, tous plus documentés et scientifiques les uns que les autres pour nous dire que les changes internationaux ne sont plus alignés, que le dollar est surévalué de 7%, que l'euro est sous évalué de 3 à 8%, etc. On

fait tourner les modèles FEER (modèles des parités théoriques) pour dire que le minimum acceptable pour l'euro c'est 1,20 et que chaque point de surévaluation du dollar coûte 0,128 point de GDP; or comme les USA sont censés être la locomotive mondiale, ce n'est pas bien, ce n'est pas l'intérêt général...

Ben voyons! Traduisez: votre tentative d'élargir votre part du marché mondial, pénalise la croissance américaine et par contre-coup... vous pénalise.

Nous pensons que Draghi et les Européens se sont fait avoir, comme des débutants qu'ils sont, ils espéraient pouvoir faire comme les grands, les USA, faire baisser le change et piller la demande des autres; les USA ont mis le holà. Ils ont froncé les sourcils. Résultat, l'euro repasse 1,05 à 1,14 en attendant la catastrophe qui serait le retour à 1,20.

Nous le répétons, imiter les USA quand on n'est pas les USA et le faire après eux est une colossale erreur, une indigence de l'intelligence. Ce qui est bon pour les USA n'est bon que pour eux et ceux qui, vassaux, imitent les suzerains sont des idiots. La campagne des élites américaines bat son plein et forcément ils influen-

cent le marché des changes. Ce que les européens n'ont pas la possibilité de faire, faute de crédibilité et de relais. Il est évident que Draghi et Noyer et Mersch auraient du suggérer que si les mesures en cours n'étaient pas suffisantes, alors, on irait plus loin et plus longtemps.

Au lieu de cela ils se sont gargarisés «hâtivement de quelques indicateurs» positifs «fragiles pour faire croire que leur action était une réussite; ce faisant, leur auto satisfaction a accentué la reprise de l'euro, ce qui va à l'encontre des objectifs de la BCE et est contre les intérêts de l'Europe. A nos malheureux mauvais pilotes, il ne reste qu'à croiser les doigts et à espérer que la hausse effective des taux de la Fed à la rentrée va changer les choses, qu'elle va raffermir le dollar et stopper la remontée de la devise européenne.

Pour peu que les indicateurs économiques US restent erratiques, peu lisibles, et hésitants, les marchés vont anticiper une stabilisation rapide des taux courts américains et ne pas embrayer sur une ré-évaluation du dollar, ce qui laissera nos malheureux européens entre deux chaises, avec leur pétard monétaire mouillé. ■

IMITER LES ÉTATS-UNIS EN MATIÈRE DE POLITIQUE MONÉTAIRE SANS AVOIR LEUR PUISSANCE ÉCONOMIQUE ET LE FAIRE EN RETARD RELÈVE D'UNE INDIGENCE DE L'INTELLIGENCE.

## Les modèles britannique et suisse

Fund Platform Group était en réunion au siège d'UBS à Zurich. Il entend élargir la participation suisse. Et favoriser l'ouverture aux fonds de tiers.

Basée à Luxembourg, Fund Platform Group (FPG) est une association réunissant les plus grandes plateformes dédiées aux fonds de placement en Europe. Avec des encours sous gestion de 1200 milliards d'euros, le groupement couvre 30% de la distribution transfrontalière européenne. Il compte actuellement 19 membres provenant d'une dizaine de pays. Dont un Américain (la DTCC) et deux Suisses, Swisscanto et UBS Fond Center, l'une des plus grandes plateformes à l'intention des professionnels (B2B) en Europe. C'est d'ailleurs au siège de UBS à Zurich que s'est tenue hier une grande réunion de FPG. De nouveaux acteurs étudient l'opportunité de rejoindre l'association, notamment des banques de gestion privée genevoises, pour l'instant dans l'expectative, compte tenu du cap pris par Swisscanto sous le contrôle de la Banque Cantonale de Zurich. Entretien, avant la réunion, avec Edouard Bokuetenge, double nationalité belge et congolaise, président de Fund Platform Group.

### FPG défend-elle les intérêts des plateformes ouvertes?

Tous les membres de la FPG sont constitués de plateformes ouvertes. Ce qui correspond à l'objectif de l'association qui accueille des membres qui vendent des

fonds de tiers et sont ouverts à la distribution de tous les fonds.

### Pourquoi l'association ne compte-t-elle que deux membres suisses, de poids certes, UBS et Swisscanto?

C'est en partie pour cela que nous sommes venus en Suisse. Nous sommes d'ailleurs enchantés d'examiner toute nouvelle candidature. Nous accueillons volontiers d'autres membres, mais notre objectif ne vise pas non plus à en compter un grand nombre. Nous privilégions la qualité. Nous avons d'ailleurs dû refuser plusieurs candidatures qui ne répondaient pas à nos critères de prédilection. C'est plutôt la taille du marché sous-jacent, de l'ordre de 1200 milliards d'euros d'actifs sous gestion actuellement, qui nous importe. Ce qui représente tout de même 30% de la distribution transfrontalière de fonds d'investissement en Europe.

Les conditions pour être membre de FPG sont de deux ordres. En tant que pure plateforme, l'une des conditions premières réside dans l'ouverture de la distribution pour ne pas limiter la promotion aux fonds maison. Mais nous accueillons aussi des membres qui, par leur nature, peuvent nous fournir un apport intellectuel dans la réflexion, à l'instar de SWIFT notamment, et qui



EDOUARD BOKUETENGE.

Une action de sensibilisation et d'alerte sur les rétrocessions.

nous permettent d'approfondir notre culture stratégique.

### La situation des différents pays est assez variable.

#### Quels sont vos modèles?

La Grande-Bretagne présente un modèle de distribution intéressant. La Suisse aussi est un marché très ouvert, de par ses banques privées, compte tenu de l'insistance avec laquelle leurs clients tendent à exiger des fonds de tiers. Il en va de même au Luxembourg où la structure est déterminée par les aspirations des clients finaux. Les marchés français et allemands en revanche portent la marque de la forte présence de quelques banques qui mettent un accent particulier sur leurs fonds maison.

Dans une perspective de long terme, je trouve que le modèle britannique et anglo-saxon en général, et le rôle qui y est dévolu

aux fonds de pension, présente un intérêt particulier compte tenu du problème de financement des retraites auquel seront confrontées nos économies, et plus particulièrement les systèmes publics de retraites qui, dans trente ans seront tous en faillite, il ne faut pas se voiler la face.

### Dans ce contexte, quelle est l'influence des réglementations européennes?

Toute une série de directive, UCITS en particulier, par le passé ont permis de rendre cette activité plus sûre et plus aisée à promouvoir, contribuant à favoriser le succès des fonds de placement. C'est là un impact que nous soutenons bien sûr. Nous comprenons aussi que le législateur ait été fortement effrayé par la crise financière de 2007-8, laquelle continue de déployer ses effets à l'heure actuelle d'ailleurs. Des effets que MIFID II a cherché à prévenir, en allant trop loin parfois à notre sens, en s'éloignant du produit.

### Et au niveau de l'architecture ouverte?

La réglementation européenne l'a encouragée par les mesures qui favorisent une distribution facile sur le marché intérieur. Des initiatives ont aussi été prises pour permettre la vente de ces produits en Asie, en Amérique

du Sud et même, dans une certaine mesure seulement, aux Etats-Unis. Une perspective que les fonds suisses peuvent utiliser par le biais dudit Passeport européen. Or la rencontre informative qui se tient aujourd'hui à Zurich doit notamment nous permettre de prendre la mesure de l'évolution réglementaire qui s'est opérée en Suisse. Notre association tend en effet à prendre des positions de compromis entre nos membres sur des points réglementaires. Nous ne sommes pas un cartel, ce qui est d'ailleurs interdit. En tant qu'association, notre vocation ne vise donc pas simplement à défendre nos intérêts mais à fédérer nos forces pour promouvoir la distribution transfrontalière et le produit fonds d'investissement en particulier.

### La question des commissions de distribution, les rétrocessions, est-elle débattue dans tous les pays?

Partout en Europe en effet. Les quatre cinquièmes de nos membres tirent leurs revenus de ces commissions. Et l'examen des différentes évolutions réglementaires nous permet de favoriser les bonnes pratiques. Dans le strict respect des lois. En faisant passer notre message de sensibilisation et d'alerte aussi.

INTERVIEW: PIOTR KACZOR