



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

N° 03 · mars 2015
info@ethenea.be · ethenea.be

Arrive un moment où il n'est plus possible de faire marche arrière >>

Les taux d'intérêt et les rendements s'enfoncent en terrain négatif. Les débiteurs remboursent moins qu'ils empruntent. Le Rubicon est-il quasiment franchi ou un retour en arrière est-il envisageable ?

En franchissant à la tête de son armée le fleuve Rubicon (du latin *Rubicon*) le 10 janvier 49 av. J.-C., Jules César déclare en fait la guerre au Sénat romain. Le *franchissement du Rubicon* est depuis utilisé comme métaphore pour indiquer une action risquée ou une action difficilement réversible ou encore l'exploration de terres inconnues. Ceux qui franchissent le Rubicon ne peuvent généralement pas revenir sur leurs pas.

Le 4 février 2015, le quotidien allemand Frankfurter Allgemeine Zeitung écrivait : « Les Danois qui font construire peuvent se réjouir : lorsqu'ils souscrivent un prêt immobilier auprès de la Nordea-Bank, ils doivent rembourser moins que le montant emprunté. En raison des taux d'intérêt bas, la banque en est venue à accorder des prêts immobiliers à un taux d'intérêt négatif de 0,03 pour cent. »¹ Impossible de ne pas penser à la lecture de cet article, que le Rubicon avait de nouveau été franchi. Que les banques centrales offrent des taux d'intérêt négatifs et que même les emprunts d'État réputés sûrs génèrent des rendements négatifs ne choquent plus aucun gestionnaire depuis bien longtemps. Après tout, on peut se raconter qu'il ne s'agit que d'une distorsion momentanée, quasiment une taxe perçue par l'État pour le prix de la sécurité. Le graphique 1 montre le stade avancé qu'ont déjà atteint ces soi-disant distorsions. Les rendements des emprunts d'État

allemands d'échéance inférieure à six ans sont déjà négatifs. Dans la Confédération suisse, il en va de même pour les titres d'échéance inférieure à dix ans. Même la France, qui n'a pas actuellement le statut d'une *Grande Nation*, est en mesure de se refinancer jusqu'à quatre ans à des taux négatifs. Et ce, avant même que le programme d'assouplissement quantitatif (QE, *Quantitative Easing*) de la Banque centrale européenne (BCE) n'ait été véritablement lancé.

Pourtant, les prêts à taux négatifs, aussi dérisoires qu'ils soient, ouvrent de nouvelles perspectives. Peut-être s'agira-

Sommaire >>

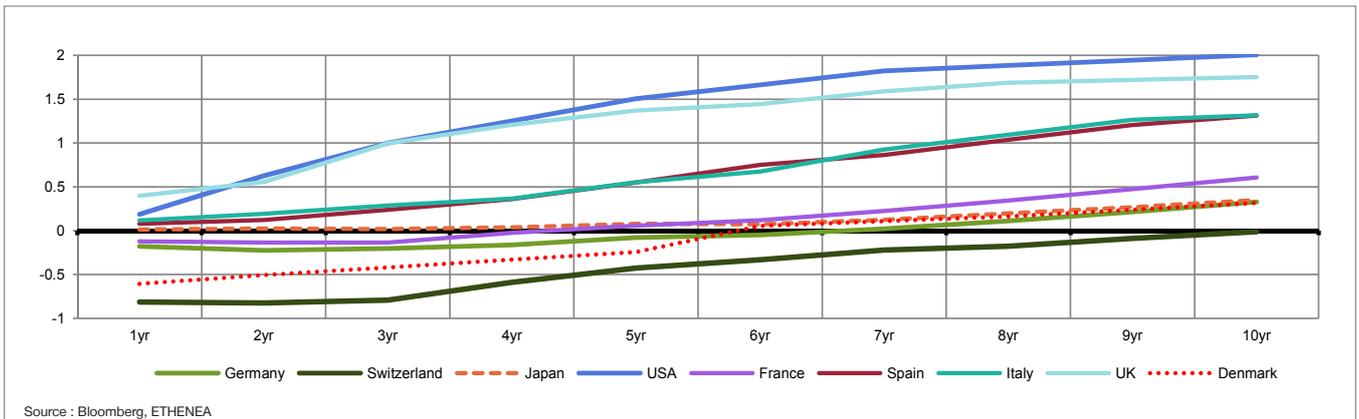
Page 1

[Arrive un moment où il n'est plus possible de faire marche arrière](#)

Page 7

[Perspectives macroéconomiques](#)

¹ Source : F.A.Z. Frankfurter Allgemeine Zeitung du 4.2.2015, page 23



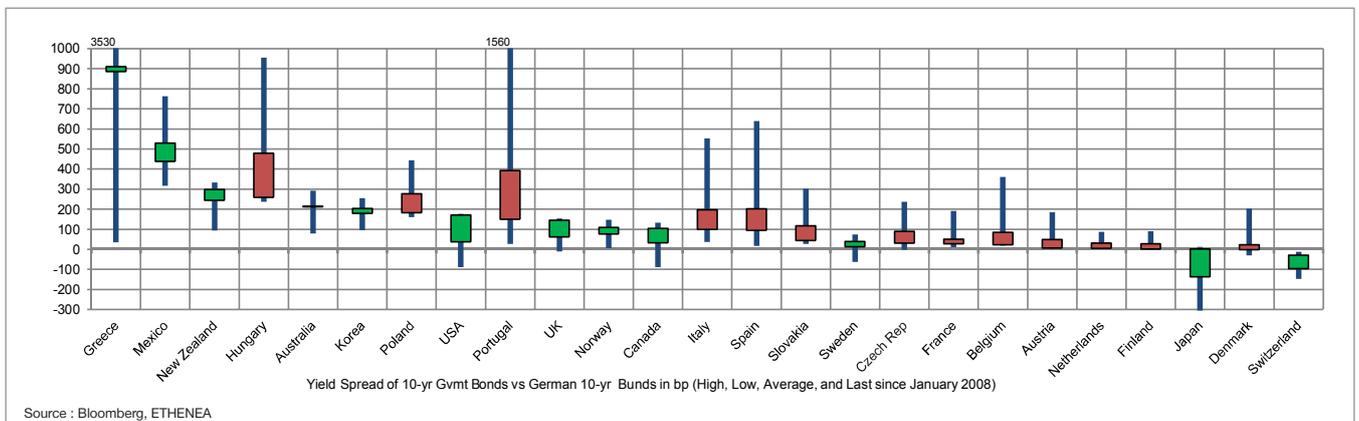
Graphique 1 : Courbes de taux d’une sélection d’États au 2.3.2015, 10:00 CET*

t-il d’un cas isolé dans l’histoire des marchés financiers. Il est plus vraisemblable cependant qu’une porte ouvrant sur un monde totalement nouveau et hors-norme ait été poussée, un monde dont nous pouvons à peine deviner l’étendue. C’est une expérience aussi effrayante que terrifiante, mais qui constitue également, quoi qu’il se passe, un réel défi intellectuel. Car il est maintenant évident que la valeur plancher n’est pas *zéro*, mais *moins 100*.

Zéro n’est qu’un chiffre comme les autres, qui ne constitue plus une limite inférieure pour les taux d’intérêt ou les rendements. Dans ce contexte, auquel il faut certes s’habituer, il convient de (faire) réajuster sa boussole intérieure afin de pouvoir juger de ce qui est *élevé* et de ce qui est *bas*. Ce qui nous a été martelé pendant nos années de formation semble dépassé. La limite inférieure applicable aux taux et aux rendements semble fixée 100 points plus bas, à -100%. Ce n’est qu’à ce niveau que la logique semble nous expliquer qu’il serait insensé de tabler sur des taux encore inférieurs. Le plancher (théorique) n’est atteint que lorsque de l’argent prêté à un taux d’intérêt de -100% entraîne un remboursement nul. Mais que se passera-t-il avant de l’atteindre ?

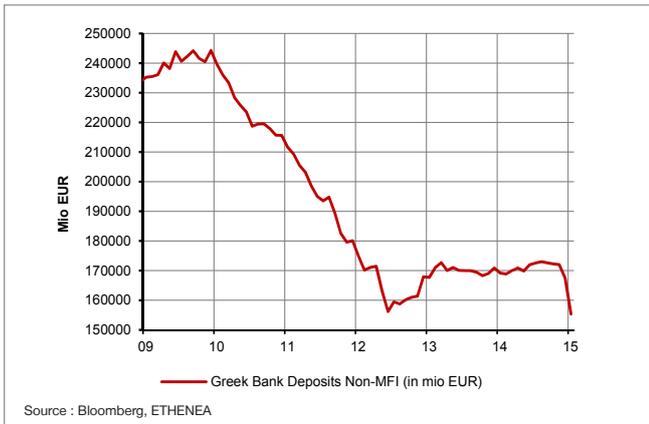
Quittons pour un moment le monde cauchemardesque des rendements négatifs bas pour revenir à la réalité. Dans le graphique 2, nous avons essayé de refléter d’une manière très synthétique la dynamique des 25 marchés obligataires par rapport aux Bunds allemands. La représentation en chandelier nous a semblé la meilleure option. Prenons l’exemple de l’Italie. Sur le graphique, nous pouvons constater que le spread maximum s’élevait à presque 550 points de base, tandis que le minimum était d’environ 30 points de base. La moyenne s’établit à 200 points de base et le spread s’élève actuellement à environ 100 points de base. Quand on pense que parallèlement à la baisse des rendements du Bund, de plus de 4,5% mi-2008 à 0,30% aujourd’hui, le système dans son intégralité s’est déplacé de 420 points de base supplémentaires, on peut imaginer la vigueur de la dynamique générale (jusqu’ici). Beaucoup d’argent a été gagné et perdu.

Nous souhaitons à ce propos faire un peu de gymnastique intellectuelle en réfléchissant à l’avenir possible des rendements négatifs. En période de rendements négatifs, des choses fascinantes se produisent. Par exemple, la durée de remboursement moyenne d’un emprunt (duration) devient subitement plus

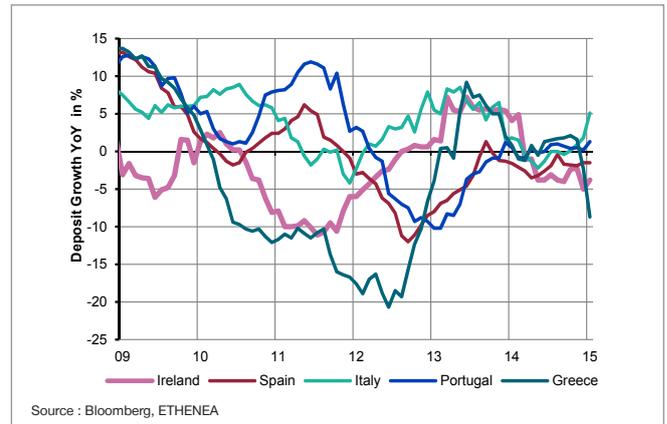


Graphique 2 : Écart de rendement entre les emprunts à 10 ans de divers pays et ceux de l’Allemagne, représenté sous forme de graphique Max-Min. depuis janvier 2008²

² Dans le graphique 2, les barres rouges indiquent que la dernière valeur est inférieure à la valeur moyenne, tandis que c’est l’inverse pour les barres vertes.



Graphique 3 : Dépôts des établissements non bancaires auprès des banques grecques



Graphique 4 : Taux annuels de variation des dépôts des établissements non bancaires auprès de banques

longue que son échéance résiduelle. Les obligations zéro-coupon deviennent d'un seul coup la variante peu risquée d'un investissement. Les emprunteurs s'enrichissent sur le dos des créanciers, ce qui n'est pas très significatif à -0,03 % – mais imaginez ce qu'il en serait si, sur un plan purement théorique, les taux d'intérêt tombaient à -20 %. Les investissements d'entreprises, qui n'étaient absolument pas rentables dans un contexte de taux d'intérêt normaux, deviennent de formidables opportunités grâce à ce taux d'intérêt. Une véritable envolée des créations d'entreprises entraînerait une explosion de la croissance économique grecque quasiment du jour au lendemain.

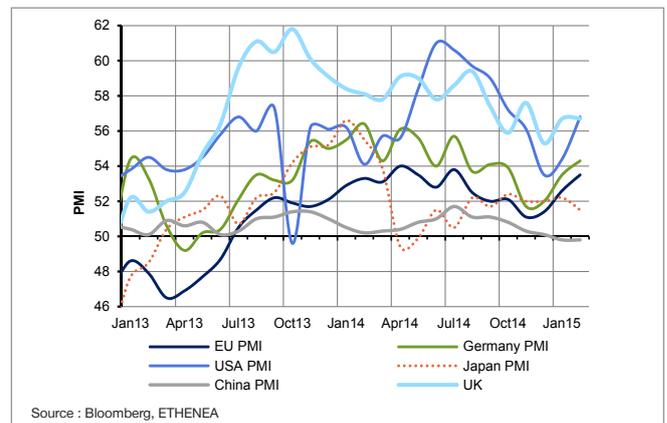
Un instant. Grèce? Il y avait quand même un truc. Comme nous l'avions fait observer dans notre dernier Commentaire de Marché³ sur le *jeu de la poule mouillée* entre la Grèce et l'UE, la Grèce, tout au moins de prime abord, est la première à avoir cligné des yeux et a satisfait aux exigences (très légitimes) des créanciers. Mais les Grecs ont tenu bon jusqu'au dernier moment. Les solides connaissances du ministre des Finances grec Yánis Varoufákis en théorie des jeux ont visiblement porté leurs fruits – même si tout s'est décidé à la dernière minute et qu'au final seule une prolongation de quatre mois a été provisoirement décidée. Les graphiques 3 et 4 montrent l'effondrement des dépôts des banques grecques depuis la

victoire du parti gauche SYRIZA. Les banques étaient au bord du précipice et n'ont survécu que grâce à la constante mise à disposition de crédits d'urgence par la Banque centrale européenne. Le retour de la confiance envers le système bancaire grec dépendra au final uniquement du comportement qu'adoptera à l'avenir le gouvernement grec. Les menaces ou les remarques méprisantes adressées aux autres gouvernements de l'Eurogroupe ne contribuent en aucun cas à maintenir la solidarité nécessaire mais incitent seulement à la mise en œuvre de mesures permettant à la Grèce de retrouver le chemin de l'autonomie économique – quel que soit le bord politique.

Passons à présent à une brève description de l'évolution économique du reste non négligeable du monde, au-delà de la Grèce. Le graphique 5 montre que l'entropie économique entre les États-Unis et la zone euro que nous attendons semble s'accélérer. Alors que les données économiques américaines ont quelque peu déçu au regard des anticipations du marché, l'économie de la zone euro semble correspondre en tous points aux attentes. La thèse que nous avons présentée en tout début d'année semble par conséquent se vérifier, avec éventuellement les conséquences que l'on peut imaginer pour les investissements analogues à nos positionnements. De même, les indices des directeurs d'achat (graphique 6) s'orientent



Graphique 5 : Indice de surprise économique



Graphique 6 : Indice des directeurs d'achat

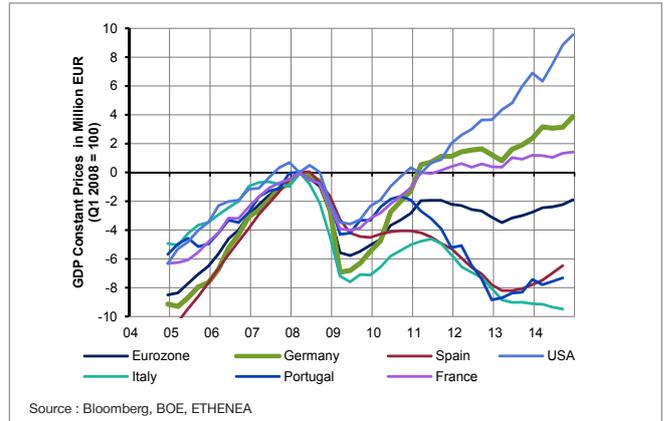
³ Commentaire de Marché de février intitulé [Le jeu de la poule mouillée](#)

désormais à la hausse dans la zone euro. Le programme de rachat de dettes annoncé par la BCE (QE) produit déjà ses effets. Des effets dont ont besoin les pays méridionaux de l'Eurogroupe de toute urgence, comme l'illustre d'emblée le graphique 7. Alors que même la France est parvenue à enregistrer une croissance de presque 2 % depuis l'effondrement de début 2008, l'Espagne, l'Italie et le Portugal sont très loin de leurs niveaux d'avant-crise avec une contraction de plus de -7 % et nécessitent des mesures de relance immédiates de la croissance.

On peut également déjà observer les effets sur la croissance de la masse monétaire (graphique 8). Après avoir évolué pendant des années très en dessous de l'ancien corridor de croissance de la Bundesbank (Banque fédérale d'Allemagne), la BCE est parvenue à le réintégrer en janvier 2015. Reste à espérer que la croissance de la masse monétaire, fort nécessaire, demeure plus durablement dans le corridor.

Arrêtons-nous à présent sur l'évolution de l'euro. Le graphique 9 illustre la dépréciation que l'on peut qualifier désormais de fulgurante de la valeur externe de la monnaie unique vis-à-vis des partenaires commerciaux. Les effets sur les exportations et donc sur la croissance au sein de la zone euro devraient bientôt se faire sentir, au détriment de tiers tels que la Suisse et le Danemark. Il reste à savoir si la dépréciation de l'euro peut se poursuivre à la même cadence compte tenu de l'importance phénoménale de la position courte spéculative sur le *Chicago Mercantile Exchange* (CME) (graphique 10).

Avant de nous lancer dans la prochaine partie de ce Commentaire de Marché dans une analyse, parfois sur un ton pas tout à fait sérieux, de l'indice boursier allemand, jetons un



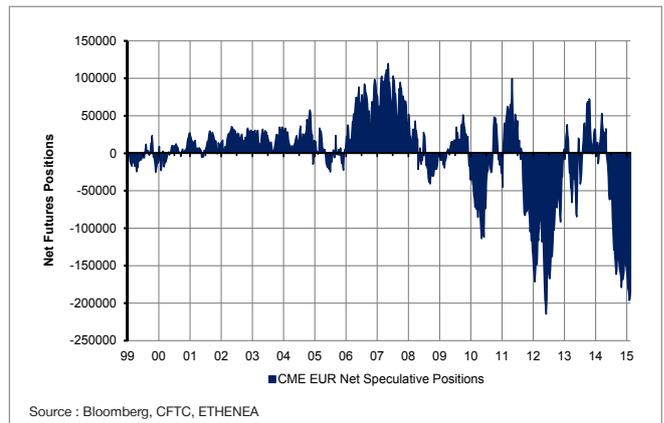
Graphique 7 : Évolution relative indexée du PIB depuis le premier trimestre 2008



Graphique 8 : Croissance de la masse monétaire de la zone euro



Graphique 9 : Taux de change de l'euro pondéré des échanges commerciaux



Graphique 10 : Positions spéculatives en euro sur le CME



Graphique 11 : Indice boursier S&P 500 et indice iBOXX High Yield Bond

dernier coup d'œil au graphique 11, qui illustre l'interaction entre les marchés américains des actions et du haut rendement. La divergence observée depuis mi-octobre 2014 (semaine 42) est à présent quasiment entièrement comblée. Le graphique 12 montre qu'il existe également sur le long terme une corrélation étroite entre ces deux segments de marché. Dans la mesure où nous demeurons très optimistes à l'égard des actions européennes dans le contexte actuel, que nous ne sommes pas convaincus par un découplage entre les marchés américains et ceux de la zone euro et que nous



Graphique 12 : Indice boursier S&P 500 et indice iBOXX High Yield Bond

restons optimistes au sujet des actions américaines (dans une moindre mesure, toutefois), nous demeurons par conséquent également favorables aux obligations à haut rendement de la zone dollar.

Il est fort probable que nous franchirons le Rubicon à bien des égards : non seulement avec les rendements négatifs des emprunts d'État et des prêts, mais également avec les cours des marchés d'actions, comme le montre l'article *teinté d'ironie* ci-dessous.

DAX 175.000 ?

L'année 2015 a commencé depuis tout juste deux mois et certains écarquillent déjà les yeux devant l'évolution du marché d'actions. Les habituelles prévisions des experts du style « ...le DAX progressera cette année de 8%... » sont déjà de l'histoire ancienne. En effet, l'indice directeur allemand affiche une hausse d'environ 15 % et ne cesse d'engranger les records. Dans les médias, ces bonnes nouvelles suscitent mises en garde et scepticisme avant la prochaine correction. Il n'y a guère d'interview qui ne remette en question plus ou moins subtilement la surévaluation du marché des actions et qui ne s'interroge sur les raisons d'une nette augmentation, justement en ce moment, des pondérations des actions dans nos fonds comparée au passé. Les craintes d'un prochain revers boursier sont-elles vraiment justifiées ? Qu'est-ce qui, à ce niveau, peut encore attendre le marché d'actions ?

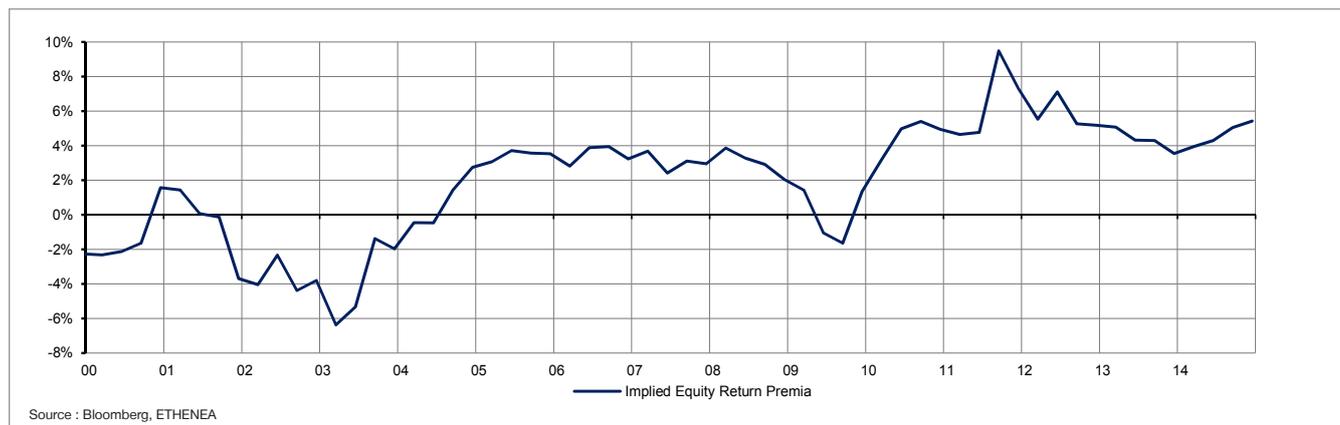
Il ne fait aucun doute que les valorisations ont fortement augmenté ces dernières années. Dans l'absolu, il est difficile de qualifier le marché d'attrayant avec un ratio cours/bénéfice historique d'environ 20 pour le DAX. Par ailleurs, les valorisations sur le marché obligataire sont encore bien plus onéreuses et personne n'hésite, en raison des rendements faibles, prêter

de l'argent à 1 % sur dix ans à des pays comme le Portugal ou l'Irlande, qui, il y a peu encore, étaient au bord de la faillite.

Pourtant, en Allemagne, les fonds obligataires bénéficient d'entrées de capitaux toujours plus importantes que les fonds d'actions. Depuis 2001, le nombre d'actionnaires est tombé d'environ 12,8 millions à 8,4 millions.⁴ La détention d'actions est tout au plus un phénomène marginal dans la société. En termes de psychologie boursière, cela n'a rien d'étonnant, car les investisseurs du monde entier, et d'Allemagne en particulier, gardent le souvenir cuisant de deux douloureux krachs boursiers. On peut observer une profonde aversion à l'égard de l'action en tant qu'instrument d'investissement. Tout nouveau niveau record atteint par le marché est considéré avec scepticisme, comme un indice d'une spéculation excessive. Les prédictions apocalyptiques des prophètes bien connus des crises sont profondément ancrées dans l'inconscient collectif de la population inquiète. Est-ce à cela que ressemble un marché à la veille de l'éclatement d'une bulle spéculative ?

Non seulement ces observations ne plaident pas en faveur d'une fin imminente du marché haussier, mais si l'on considère

⁴ Source : Deutsches Aktieninstitut, rapport annuel 2014



Graphique 13 : Prime de risque de l'indice DAX par rapport aux emprunts à 10 ans de la République fédérale d'Allemagne, base de données trimestrielle depuis 1999

uniquement les valorisations absolues du marché d'actions et qu'on les compare avec les alternatives d'investissement disponibles, les actions sont loin de paraître démesurément surévaluées. L'exemple de la prime de risque implicite des actions le démontre parfaitement.

Le concept de prime de risque des actions devrait être clair pour tous : comme les actionnaires sont exposés en principe à un risque supérieur que les détenteurs d'obligations, pouvant aller jusqu'à la perte totale de la mise de départ, ils peuvent exiger une rémunération supérieure pour leur investissement dans une action. La différence entre le taux d'intérêt d'un investissement sans risque et le rendement attendu d'une action est appelée prime de risque des actions. Si le taux d'intérêt d'un investissement sans risque s'élève à 5 %, la prime de risque implicite des actions, pour une entreprise présentant un retour sur investissement de 10 % et dont l'action se négocie à un ratio cours/valeur comptable de 1, est également de 5 %. Ainsi, en investissant dans cette entreprise, les investisseurs peuvent tabler sur un rendement supérieur à long terme à celui obtenu en se contentant d'acheter des titres d'emprunt d'État a priori sans risque. Si la valorisation augmente, la prime de risque baisse, toutes choses égales par ailleurs, et inversement. Il s'agit d'une grandeur résiduelle qui résulte du jeu entre la rentabilité de l'entreprise, le niveau des taux et la valorisation du marché, et qui constitue une bonne indication de l'appétit pour le risque de l'investisseur.

En moyenne historique à long terme, la prime de risque des actions s'élève à 4 % environ.⁵ Pourtant, à plusieurs reprises, celle-ci est tombée à 0 %, voire même à un niveau encore plus bas, ce qui signifie que les actions étaient nettement mieux valorisées que les Bunds sans risque.⁶ Au zénith du *Neuer Markt*, à la fin des années 1990, le DAX affichait par exemple un ratio cours/bénéfice d'environ 40 fois, alors que le Bund à 10 ans – pour un rendement d'environ 5 % – était une véritable affaire avec un ratio cours/bénéfice de 20 fois. Même si aujourd'hui le DAX donne le vertige à certains, après six ans de marché

hausser, les actions restent quand même meilleur marché que les obligations. Au niveau actuel du DAX, la prime de risque implicite des actions d'un peu plus de 4,5 % est encore supérieure à la moyenne historique (graphique 13).

Maintenant que la BCE est parvenue, grâce à l'annonce de son programme QE, à acculer près d'un tiers de l'encours des emprunts d'État en territoire négatif, il ne fait plus aucun doute qu'au moins une partie de l'argent frais en quête d'un rendement trouvera le chemin du marché d'actions. Et l'achat de blue chips qui ont un rendement de dividendes quasi assuré de 4 à 5 % et affichent des perspectives de croissance peut difficilement être qualifié d'opération spéculative.

En revanche, si les pressions sur les investissements créées artificiellement augmentent, la prime de risque des actions baissera inévitablement. Osons l'expérience et supposons que les taux d'intérêt se maintiennent à leurs bas niveaux dans un avenir prévisible et que la rentabilité des entreprises reste quelque peu stable. Alors, nous pouvons aisément évaluer les possibles niveaux du DAX en fonction des différentes primes de risque implicites des actions (graphique 14).

Risk Premium	Price/Book	Index Level
5 %	1,86x	11.069
4 %	2,29x	13.643
3 %	2,99x	17.778
2 %	4,29x	25.507
1 %	7,58x	45.128
0 %	29,88x	177.779

Source : Bloomberg, ETHENEA

Graphique 14 : Niveau théorique du DAX par rapport aux primes de risque implicites des actions (hypothèse : taux à 10 ans sans risque de 0,3 % ; bénéfices des entreprises / valeurs comptables constants comme en 2014)

⁵ Cette valeur correspond plus ou moins à la valeur moyenne de ces 100 dernières années sur le marché américain. La base de données pour le DAX est plus limitée, mais comparable.

⁶ Nous ne prenons pas en compte la période 2001-2003, car les entreprises du DAX ont momentanément enregistré des pertes en raison d'importants amortissements, entraînant une légère surestimation des chiffres.

Si les primes de risque des actions fléchissaient pour atteindre le niveau moyen historique d'environ 4 %, le DAX dépasserait déjà les 13.500 points. Ce scénario devrait aisément se réaliser au cours de cette année. Il suffit de jeter un œil outre-Atlantique pour découvrir comment les choses pourraient évoluer : après plusieurs années d'assouplissement quantitatif, la prime de risque des actions est tombée à environ 3 % aux États-Unis. Il n'est donc pas improbable que le DAX suive cette évolution un jour et qu'il passe en 2016 la barre des 17.000 points.

À ce niveau, la fièvre pourrait lentement remonter, certains pourraient de nouveau solliciter des prêts sur titres pour gagner un peu plus d'argent et la simple cupidité pourrait faire pression sur la prime de risque, qui passerait à 2 %,

puis à 1 %. Nous pouvons déjà sentir l'odeur alléchante du Neuer Markt, dans le cadre duquel le DAX franchirait la barre des 25.000 points pour s'élancer ensuite dans un sprint final vers les 45.000 points. Imaginez que l'économie européenne redémarre effectivement à un moment ou à un autre et que les bénéfices des entreprises puissent également redevenir attrayants en raison de la faiblesse de l'euro...

Bon, cela nous semble, à nous aussi, un peu surréaliste. Un scénario venu d'Absurdistan ? Non, absolument pas – nous n'envisageons ici que les possibles conséquences de la folie du QE. Avec un DAX supérieur à 175.000 points, nous vous recommanderions plutôt d'acheter à nouveau des Bunds à 10 ans.

Perspectives macroéconomiques >>

Depuis la publication de notre dernier Commentaire de Marché, les principaux acteurs de la scène politique sont demeurés la Grèce et l'Eurogroupe. Alors que les négociations se sont poursuivies jusqu'à la dernière minute, comme le réclament les règles du jeu de la poule mouillée, les marchés sont demeurés complètement indifférents. Seuls les actions et les emprunts grecs ont souffert de la tactique de négociation de SYRIZA. Le poids économique de la Grèce au sein de la zone euro étant faible, ces refus n'ont eu qu'un impact local. Ainsi, le cours EUR/USD est demeuré stable pendant les négociations et ne s'est inversé que plus tard, à l'approche de la mise en œuvre du programme QE.

Il est un autre sujet susceptible d'avoir des conséquences économiques autrement plus sérieuses, c'est le conflit persistant en Ukraine orientale et le manque de fiabilité de la Russie en tant que partenaire de négociation. Là encore, Moscou connaît parfaitement la tactique de l'Occident, qui, sous la conduite d'Angela Merkel, souhaite éviter l'escalade qui mènera à la guerre, et en profite. Il faut attendre de voir jusqu'où l'Occident tolérera les provocations russes. Bien que ce conflit constitue une menace à prendre au sérieux du point de vue européen, les réactions du marché et l'impact sur l'évolution de l'économie demeurent insignifiants.

Le mois dernier, conformément à nos attentes, l'économie mondiale a encore progressé vers la reprise. Notre analyse

économique demeure donc inchangée par rapport à notre dernier Commentaire de Marché. Les tendances annoncées par les indicateurs avancés ont été confirmées par les données de janvier et février. La confiance des ménages s'améliore, à l'instar des chiffres du commerce de détail. En Allemagne et en Italie, elle a enregistré un très fort rebond en janvier, renouant ainsi avec son niveau d'avant la crise de l'euro. Facteur déterminant pour le moral des consommateurs, le chômage s'est à notre surprise légèrement replié et est retombé fin janvier à son niveau de mai 2012. Les pressions déflationnistes ont également baissé en janvier à la suite de la stabilisation des prix pétroliers, et ce thème semble pour le moment ne plus figurer à l'ordre du jour.

Contre toute attente, de bonnes nouvelles sont parvenues d'Italie, tandis que la France reste en retrait vis-à-vis des autres États membres. Menacés d'une procédure de déficit par la Commission européenne en raison de la persistance d'un déficit budgétaire (trop) élevé, le président français François Hollande et son ministre de l'Économie semblent à présent également avoir remarqué que l'heure était venue de faire des efforts. Le mois dernier, ils ont ainsi engagé les premières réformes favorables à l'économie, passant outre l'avis du Parlement en recourant à un instrument constitutionnel rarement utilisé. De même, le Parlement italien, qui a voté le premier volet d'importantes réformes du marché du travail, donne des raisons d'espérer que l'Europe bouge politiquement en faveur

du soutien à l'économie. Pour toutes ces raisons, nous continuons de tabler sur une reprise économique progressive en Europe. Les perspectives de croissance réelle via une relance de la consommation, de liquidité et de taux d'intérêt bas, du fait de l'assouplissement quantitatif et de la hausse de la demande de crédits, participent également à un contexte favorable aux actions.

Le mois dernier, la question de l'assouplissement quantitatif en Europe ainsi que le calendrier du premier relèvement des taux d'intérêt américains ont été déterminants pour les marchés. Dans l'attente du démarrage imminent du programme QE de la BCE, les marchés ont d'ores et déjà anticipé une part importante de l'évolution future. Ainsi, nous avons assisté à une forte convergence des rendements des pays centraux et périphériques de l'Union monétaire européenne. Les rendements des emprunts d'État portugais à 10 ans ont été inférieurs à ceux des bons du Trésor américain à 10 ans.

En revanche, les taux à long terme des bons du Trésor américain se sont encore renforcés. Cette évolution reflète les anticipations du marché au sujet d'une première hausse des taux de la Fed à l'été 2015, après la publication d'un rapport sur l'emploi encourageant (créations d'emplois non agricoles en janvier). Ces anticipations sont vérifiées et ajustées à chaque déclaration publique ou publication d'informations des banquiers centraux américains. Ces derniers ne voulant pas se voir priver de leur flexibilité, leurs déclarations peuvent être qualifiées tour à tour ou simultanément de *dovish* ou de *hawkish*, selon le point de

vue. Dans le compte rendu de la réunion de janvier, on peut lire que le risque lié à une hausse prématurée des taux d'intérêt est jugé significatif par la Fed. Par ailleurs, il est souhaité que de telles mesures soient adoptées en vue d'un retour à la normalisation de la politique monétaire et des mesures pratiques d'accompagnement sont envisagées. Afin d'élargir encore la marge d'interprétation des marchés, la présidente de la Fed Janet Yellen a profité d'une intervention devant le Congrès pour préparer le terrain en vue d'une suppression de l'expression *patient* dans la déclaration de politique générale. Dans le même temps, elle a refroidi les attentes d'un relèvement implicite des taux lors des deux réunions suivantes du Comité de politique monétaire. Il sera plutôt décidé au fil des réunions si le moment est venu de passer à l'étape suivante. Cela exige toutefois une amélioration supplémentaire du marché du travail, notamment en matière de croissance des salaires. Les marchés continuent donc de tabler sur un premier relèvement en milieu d'année et sur le maintien des taux des bons du Trésor à 10 ans au-dessus de 2 %.

Même sans relèvement des taux d'intérêt, la politique monétaire de la banque centrale américaine contraste avec un marché monétaire international où, depuis le début de l'année, les 20 banques centrales ont assoupli leurs politiques monétaires. Si la Fed relève ses taux directeurs dans ce contexte, le dollar continuera d'augmenter. Bien que le renforcement de la monnaie ait déjà suscité des inquiétudes de part et d'autre, le premier relèvement des taux devrait intervenir, selon nous, au second semestre de cette année.



Auteurs >>

Guido Barths

Portfolio Manager, CIO

ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

* Remarque : les chiffres repris dans les graphiques sont au format anglais.



Auteurs >>

à l'arrière-plan (de gauche à droite) :
Peter Steffen, Daniel Stefanetti, Guido Barthels
et Arnoldo Valsangiacomo

à l'avant-plan (de gauche à droite) :
Yves Longchamp et Luca Pesarini



Contact >>

Nous nous tenons à votre entière disposition pour vos questions ou suggestions éventuelles.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone : +352 276 921 10 · Fax : +352 276 921 99
info@ethenea.be · ethenea.be

Distinctions >>



Remarques importantes >>

Comme pour tous les investissements dans des titres ou des actifs équivalents, les placements dans les fonds d'investissement comportent un risque de change et de cours. Conséquence : les prix des parts du fonds et la hauteur du revenu fluctuent et ne peuvent pas être garantis. Les coûts du placement influent sur sa performance réelle. Les documents de vente officiels constituent la seule base contraignante pour l'achat de parts. Toutes les informations publiées ici servent uniquement pour la description des produits et ne constituent pas des conseils de placement. Elles ne comportent pas d'offre de contrat de conseil ou de contrat de renseignement, ni une d'offre d'achat/vente de titres. Le contenu a été soigneusement recherché, compilé et vérifié. Aucune garantie ne saurait être donnée quant à sa justesse, son exhaustivité ou son exactitude. Munsbach, le 28/02/2015.