



Le bleu du ciel n'est pas une couleur uniforme >>



La question la plus importante à se poser actuellement s'agissant des marchés financiers est la suivante : quand la Fed relèvera-t-elle ses taux aux États-Unis ? Pour s'en faire une idée, il ne suffit pas de considérer uniquement quelques indicateurs clés. L'ampleur et la richesse de l'éventail des divers facteurs doivent être prises en compte.

La réalité est extrêmement complexe et présente de nombreuses facettes. Même nos capacités cognitives mises en jeu dans la compréhension de cette réalité, son analyse et sa bonne appréhension se révèlent la plupart du temps plutôt insuffisantes. On emploie plus volontiers des schémas universels ou des hypothèses heuristiques établies permettant de simplifier l'assimilation cognitive voire tout simplement d'en enclencher le processus. On retrouve des analogies en macroéconomie - cette discipline qui cherche de préférence à exprimer des situations de fait complexes à travers quelques chiffres clés et à en tirer des conclusions définitives. La synthèse assure certes une assimilation simplifiée, au risque toutefois de perdre des informations. Si l'on ne tient compte que de cet indicateur clé final, en omettant les différentes facettes et les facteurs d'influence, des conclusions erronées ne sont pas à exclure. Ceci pourrait en retour avoir pour effet l'adoption de mesures malvenues, si ce n'est contre-productives. Car, si le ciel semble du même bleu au premier coup d'œil, il peut receler une grande palette de nuances. Nous vous invitons à faire l'expérience du code couleur RVB (rouge, vert, bleu) R0 G34 B68 (code couleur d'ETHENEA).¹

La question la plus importante à se poser actuellement relativement aux marchés émergents demeure donc : Quand la Fed (*Réserve fédérale*) relèvera-t-elle ses taux aux États-Unis ? Ou, pour le dire plus précisément : La Fed peut-elle tout simplement relever ses taux tout en sachant que, rien que cette année, plus de 23 banques centrales (pour certaines, à plusieurs

reprises même) ont déjà abaissé leur taux directeur, en raison notamment des préoccupations relatives à la croissance et des craintes déflationnistes ?²

Dans les faits : En supprimant la mention *Patience* dans le dernier communiqué du FOMC du 18 mars 2015, la Fed a au moins préparé les marchés au fait qu'une hausse des taux d'intérêt directeurs était envisageable à l'occasion d'une prochaine réunion du comité, hormis celle du mois d'avril.³ Le terme dont il faut se rappeler est *envisageable*. En effet, parallèlement au retrait du mot-clé *Patience*, la présidente de la Fed Janet Yellen a plusieurs fois fait clairement allusion au fait qu'aucune décision n'avait pour l'heure été prise et qu'une telle mesure ne serait adoptée qu'en fonction de l'évolution des événements et données au fil des réunions.

Sommaire >>

Page 1

[Le bleu du ciel n'est pas une couleur uniforme](#)

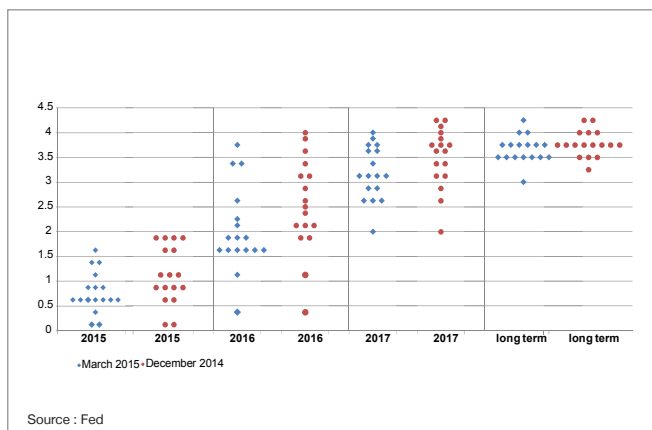
Page 5

[Perspectives macroéconomiques](#)

¹ Si l'on modifie la couleur d'une police ou d'un graphique, il est possible de les personnaliser grâce à différentes couleurs en fonction du choix de l'utilisateur.

² Source : ETHENEA ; données présentées dans l'ordre chronologique au 27.03.2015 : Ouzbékistan, Roumanie, Suisse, Égypte, Pérou, Turquie, Canada, Europe (BCE), Pakistan, Singapour, Albanie, Russie, Australie, Chine, Danemark, Suède, Indonésie, Botswana, Israël, Inde, Pologne, Thaïlande, Corée du Sud.

³ Source : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20150318a.htm>



Graphique 1 : Fed : estimations des membres du FOMC du niveau auquel devrait s'établir le taux directeur à long terme ainsi qu'à la fin de cette année*

En fonction de l'évolution des événements et des données signifie en revanche que tous les 12 membres porteurs d'une voix au sein du FOMC⁴ doivent exprimer leur avis à l'occasion de chaque session si, dans l'intérêt du mandat du FOMC - qui englobe la stabilité des prix, le marché de l'emploi ainsi que leurs interactions - une hausse du taux directeur apparaît appropriée et judicieuse à ce moment-là. Malgré la grande complexité de la phrase, cette mission n'est peut-être pas si compliquée qu'elle y paraît. Avec la stabilité des prix (inflation) et le marché de l'emploi (taux de chômage), seuls deux facteurs devraient être pris en considération dans le processus décisionnel, ce qui devrait permettre d'éviter toute asymétrie de l'information. Il est de ce fait étonnant de constater de très fortes divergences entre les estimations de chacun des membres du FOMC (Graphique 1). Il s'agit ici notamment des personnes qui doivent in fine prendre les décisions et qui sont en partie d'avis que le taux directeur devrait rester inchangé à fin 2015 ou s'établir déjà à plus de 1,5 % (ce clivage est encore plus marqué pour 2016). Ce n'est qu'aux termes d'une lecture approfondie que la véritable problématique est dégagée :

1. toutes les inflations ne se valent pas. Ainsi, il existe, parallèlement aux chiffres de l'inflation des prix à la consommation (*Consumer Price Index*, CPI) et à ceux de l'inflation des prix à la production (*Producer Price Index*, PPI), encore d'autres indices qui se distinguent fortement au regard de la pondération et de la composition de leurs constituants individuels, ne serait-ce qu'aux États-Unis. Si l'on considère par exemple les taux d'inflation sous-jacente, même l'actuel effet déflationniste de l'évolution des cours pétroliers est masqué.

2. tous les marchés de l'emploi ne se valent pas. Si l'on considère uniquement le taux de chômage nominal, nombre de facteurs qualitatifs comme quantitatifs ne sont pas pris en compte. Ces

derniers sont toutefois importants pour pouvoir évaluer la pérennité de l'évolution. Les taux de participation, le travail à temps partiel ou à plein temps, la répartition sectorielle des nouveaux emplois créés, l'évolution des salaires et bon nombre d'autres facteurs jouent ainsi un rôle important.

3. Il convient de ne pas oublier que les décisions de politique monétaire visent à orienter et influencer les évolutions futures. Parallèlement aux valeurs actuelles et passées, des prévisions complémentaires sont absolument nécessaires. À ce sujet, il existe une très grande incertitude, car même les modèles macroéconomiques sophistiqués échouent régulièrement à prédire justement l'évolution future.

4. Pour finir, mentionnons encore un dernier point qui est souvent volontiers occulté : Les décisions ne sont pas automatiquement prises en s'appuyant sur un modèle quantitatif, mais avant tout par des personnes. En conséquence, en sus de tous les facteurs objectifs, il y a toujours une composante subjective aussi en lien avec les interprétations, les expériences, les pondérations des facteurs individuels etc... D'aucuns finissent par se rappeler, à l'occasion d'une virée shopping un samedi dans un magasin de meubles à l'enseigne jaune et bleue, que des objectifs et informations similaires peuvent malgré tout donner lieu à des divergences d'opinions très marquées, si ce n'est des avis contradictoires.

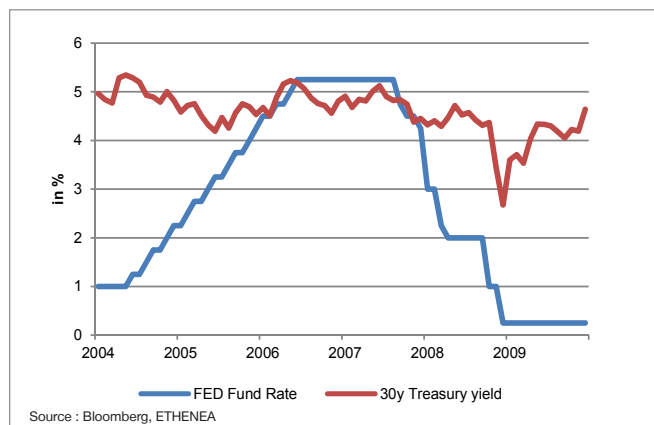
Si l'on transpose à présent ces quatre courants de pensée en un seul et même, il devient aisé de comprendre comment on peut en arriver à des estimations extrêmement différentes entre les parties prenantes. La tâche est de ce fait ardue pour les économistes de prévoir l'intégralité du processus et le moment précis de la hausse des taux par la Fed, car elle doit notamment tenir compte du point 4 eu égard aux membres du FOMC. S'agissant par ailleurs d'un problème qui n'est pas statique, mais plutôt sujet à évoluer en fonction des nouvelles informations, cela ne rend pas les choses plus faciles non plus.

L'assertion selon laquelle le problème était très complexe et également assorti d'une grande incertitude n'est certes pas faux en principe, mais se veut en définitive relativement quelconque. De ce fait, trois possibilités sont envisageables :

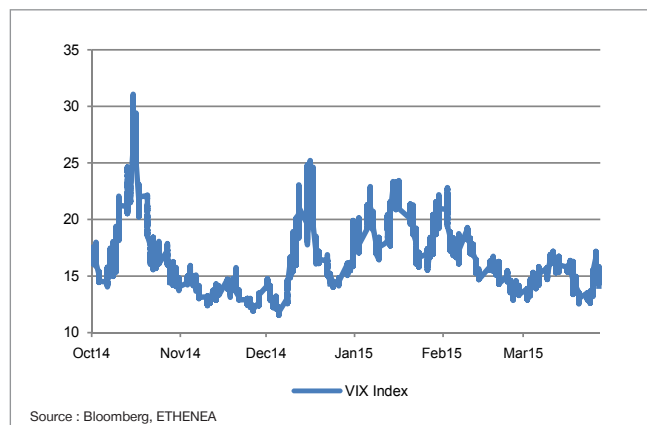
- Nous remettons la question en question.
- Nous cherchons malgré tout à prévoir le mieux possible le moment où la Fed relèvera son taux directeur.
- Nous utilisons le formulaire de contact de la page d'accueil de la Fed dans l'espoir que, si nous nous montrons polis et posons suffisamment souvent la question, la date nous soit communiquée à l'avance.⁵

⁴ Source : <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>

⁵ Source : <http://www.federalreserve.gov/apps/contactus/feedback.aspx>



Graphique 2 : Dernier cycle de la Fed



Graphique 3 : Indice VIX - Indicateur relatif à l'incertitude prévalant sur les marchés financiers

A) Nous remettons la question en question.

Le Vice-Président de la Fed, Stanley Fischer, l'a exprimé ainsi à l'occasion d'une allocution en février 2015 :

« There has been 'excessive attention' paid to the issue of when rates will be lifted, and not enough attention to what happens with short-term rates once they've been boosted off of their current near-zero levels... watchers and market participants need to start thinking more about rate rises will proceed over time. »⁶

Un grand coup de projecteur est actuellement mis sur le QUAND - le COMMENT en revanche est totalement relégué au second plan par nombre de participants de marché, alors même qu'il joue un rôle bien plus considérable dans l'actuel environnement. À l'occasion d'une expérience infructueuse, la Fed a déjà montré au moins une fois, sous la houlette d'Alan Greenspan au cours de la période comprise entre 2004 et 2007, à quoi ne ressemblerait pas le parcours menant à la hausse des taux (Graphique 2). Les taux ont à l'époque été relevés à l'occasion de 17 séances successives, ce qui a donné lieu à trois programmes d'assouplissement quantitatif ainsi qu'à une politique de taux d'intérêt nul sur plusieurs années pour maintenir le système à flot. Le graphique à point (Graphique 1) en donne une idée très concrète. Par comparaison avec le mois de décembre, le nombre médian des membres du FOMC tout comme l'écart standard de la répartition ont tous deux fortement chuté. Cela signifie implicitement que le cycle de taux sera cette fois-ci transposé de manière plus prudente et pour l'essentiel plus lentement. La Fed a déjà admis au préalable qu'il n'y aurait pas de pilotage automatique, qu'il n'y aurait vraisemblablement pas de vagues de hausses successives des taux à l'occasion de plusieurs séances consécutives et qu'il était également possible que les taux soient en fait même une nouvelle fois abaissés. Cette décision dépend

en définitive de la manière dont l'économie américaine passe le cap du relèvement de taux. Pour le dire autrement, la Fed ne procédera qu'à un lent relèvement des taux, et seulement si ses estimations résistent à l'épreuve de cette mesure.

Avant de nous préoccuper des effets sur les taux à court terme et la volatilité, nous souhaitons brièvement aborder l'évolution des taux à long terme. Comme en témoigne le Graphique 2, les taux sur l'extrémité longue sont demeurés quasi inchangés même à l'occasion du dernier cycle très extrême. La raison à cela est simple : S'il est vrai que les taux d'échéance plus courte sont fortement influencés par le taux directeur, les taux à long terme sont avant tout le reflet de la croissance économique et de l'évolution de l'inflation. La Fed ayant veillé au cours de son cycle actuel à maintenir les deux dans une certaine fourchette donnée, nous nous attendons à ce que les taux à long terme se montrent plus stables que leurs homologues sur l'extrémité courte. En conséquence, un bon positionnement est ici possible, sans pour autant que l'augmentation des taux n'ait en soi un effet directement négatif.

L'évolution est totalement différente pour les taux courts. Ils influencent directement le dollar américain. Puisque la date exacte du premier relèvement des taux n'est pas connue, l'incertitude ainsi que la volatilité sur les marchés des capitaux se font grandissantes. La communication en provenance de la Fed, à savoir quelle prendrait une décision *en fonction de l'évolution des événements et des données* a pour effet que les participants de marché s'appuient sur n'importe quelle donnée publiée et réagissent en conséquence. Le Graphique 3 présente l'indice VIX, lequel rend compte des incertitudes des participants de marché depuis la fin du programme d'assouplissement quantitatif. Même une valeur de 15 doit être considérée comme relativement élevée. Les évolutions intrajournalières font pour leur part état de plus grandes variations encore, se faisant ainsi

⁶ « une attention excessive a été dévolue à la question du calendrier de la hausse des taux et trop peu d'intérêt a été porté à ce qui se passait avec les taux à court terme une fois qu'ils ont été relevés, partant de leurs actuels niveaux quasi-nuls... les observateurs et participants de marché doivent commencer à songer davantage aux hausses de taux que nous déciderons au fil du temps. » Source : <http://blogs.wsj.com/economics/2015/02/27/fischer-says-fed-sees-rate-rise-sometime-this-year/>

l'écho de la forte incertitude. Cette grande incertitude est matérialisée à court terme par des fluctuations relativement élevées des marchés des changes, obligataires et actions. Dans un tel environnement, un ajustement tactique régulier est impératif pour maintenir le potentiel baissier de la volatilité du fonds à un faible niveau. Dans le même temps, ledit environnement offre de nombreuses opportunités intéressantes pour étoffer des positions à moindre coût puisque la volatilité s'accompagne aussi d'opportunités d'achat. Pour cela, il faut avant tout un modèle macroéconomique stable à moyen terme :

- L'USD va s'apprécier par rapport à l'EUR en raison de la divergence croissante des politiques monétaires de chacun des espaces monétaires.
- Les taux à long terme seront moins affectés par le relèvement des taux que leurs homologues à court terme. Ainsi, on recensera davantage de titres intéressants.
- Étant donné que la Fed procèdera à un relèvement prudent de son taux directeur, afin de ne pas influencer trop défavorablement la croissance économique, les spreads de crédit devraient rester relativement stables également. En conséquence, les obligations d'entreprises libellées en USD offrent toujours des opportunités de placement très intéressantes.
- Les marchés boursiers américains resteront également stables dans l'ensemble, à quelques exceptions près, même au cours d'un cycle de taux haussier, et ne devraient pas s'effondrer.

B) Nous cherchons malgré tout à prévoir le mieux possible le moment où la Fed relèvera son taux directeur.

Nos lecteurs pouvant avoir l'impression que nous n'accordons aucune importance à la *DATE* à laquelle la Fed augmentera les taux, nous souhaiterions revenir brièvement sur ce sujet. Nous pensons qu'il est absolument fondamental de prévoir le plus précisément possible la date à laquelle la Fed relèvera son taux directeur. Bien plus important encore toutefois, comme déjà évoqué, est le cheminement qui précède cette mesure, ainsi que les conséquences de l'actuelle grande incertitude. Nous tablons pour le moment sur une première augmentation des taux par la Fed au mois de septembre. D'un point de vue réaliste, une hausse n'est pas non plus à exclure pour juin voire même encore plus tard puisque ladite hausse sera fonction de l'évolution des données macroéconomiques. Ces données doivent tout d'abord démontrer si le premier trimestre a réellement été le théâtre d'un ralentissement de la performance économique ou si nous ne sommes pas plutôt en présence seulement d'un passage à vide. Le traitement de ce thème pouvant à lui seul faire l'objet de tout un commentaire de marché, nous ne souhaitons de ce fait pas aborder ce point plus en détail.

C) Nous utilisons le formulaire de contact de la page d'accueil de la Fed dans l'espoir que, si nous nous montrons polis et posons suffisamment souvent la question, la date nous soit communiquée à l'avance.

Comme déjà évoqué précédemment, la date du premier relèvement des taux n'est pas aussi déterminante que le chemin que la Fed empruntera pour y procéder. Et même si l'incertitude momentanée est perceptible à travers une volatilité accrue, il convient de toujours se rappeler que la volatilité sous-entend aussi des opportunités d'achat. La question qui naît également de l'actuelle situation n'est pas de savoir si le ciel est réellement R0 G34 B68 ou même R165 G190 B255, mais plutôt ce que signifie exactement un ciel bleu et comment on y réagit ?

Perspectives macroéconomiques >>

En Europe, les données économiques publiées depuis le début de l'année viennent conforter notre conviction : la reprise économique est en cours. Nous sommes sûrs que l'activité va encore s'accélérer cette année, sous l'impulsion de plusieurs moteurs de croissance. Dans les principales économies de la zone euro (Allemagne, France, Espagne et Italie), qui représentent environ 75 % du PIB de la région, les exportations affichent une belle vigueur. Les réformes mises en œuvre et la faiblesse de la monnaie unique ont contribué à renforcer la compétitivité de ces pays.⁷ Mais surtout, la demande interne, qui pesait fortement sur la croissance, est en train de rebondir. Dans toutes les grandes économies de la zone euro, la consommation repart à la faveur d'une légère amélioration sur le front de l'emploi et à un regain de confiance des consommateurs. S'agissant des investissements, le PIB étant de loin le composant qui a le plus souffert de la crise, l'évolution est inégale selon les pays. En Allemagne et en Espagne, les dépenses d'investissement sont positives, alors qu'elles continuent de se contracter en Italie et en France. La recapitalisation des banques, le recul des taux d'intérêt et les liquidités pléthoriques, ainsi que des perspectives plus optimistes, devraient déboucher sur un redressement des investissements.

Au vu de l'embellie pronostiquée par les indicateurs économiques, la Banque centrale européenne (BCE) a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la première fois depuis la crise financière. La crainte de la déflation, qui était dans tous les esprits il y a deux mois encore, a complètement disparu parmi les investisseurs lorsque le programme de rachat d'actifs à grande échelle de la BCE est devenu une certitude et que la reprise a été confirmée. Néanmoins, il ne faut pas oublier certains chiffres de mars : le taux d'inflation était négatif (-0,1 %) et l'inflation de base, quoique positive, a continué de reculer pour s'établir à +0,6 %. Tout ralentissement de l'activité réveillerait le spectre de la déflation.

En Europe, l'assouplissement quantitatif n'a démarré que récemment, le 9 mars exactement. Compte tenu de la chute des rendements européens (à l'exception notable de la Grèce pour les raisons que l'on connaît), on peut affirmer que la BCE a atteint ses objectifs. Le programme doit s'étendre jusqu'en septembre 2016. Autrement dit, il reste 17 mois de taux faibles et de liquidités abondantes. Cet environnement nous semble favorable à une phase de croissance accélérée dans le cycle du crédit. Malgré des progrès remarquables, la situation économique de la zone euro reste contrastée et fragile. La crise de l'euro n'est pas résolue. La Grèce profite de la générosité de la BCE, qui lui donne accès à un programme de liquidités à court terme. Aucun effet de contagion de la situation grecque vers les autres membres de la zone euro n'est à déplorer. Toutefois, si le rythme de la croissance venait à se tasser, la crise de l'euro repartirait de plus belle.

Aux États-Unis, les statistiques économiques publiées depuis le début de l'année font apparaître un panorama plus complexe et moins attrayant. Presque tous les indicateurs économiques font craindre un ralentissement au premier trimestre 2015. Reste à savoir si cela est temporaire et à connaître les implications possibles sur le premier relèvement des taux de la Fed.

Plusieurs facteurs expliquent l'essoufflement de la croissance de l'économie américaine. Le premier d'entre eux n'est que passager. En janvier, des tempêtes de neige ont frappé les États du centre et de l'est des États-Unis et, en février, les températures étaient extrêmement basses, ce qui a ralenti la construction. Tout comme au premier trimestre 2014, les rigueurs de l'hiver ont eu un impact négatif sur l'économie américaine. Viennent ensuite deux facteurs qui sont cycliques et susceptibles de s'annuler mutuellement. D'un côté, l'appréciation du dollar américain pèse sur les exportations, mais, de l'autre, les faibles prix du pétrole sont une aubaine pour les consommateurs américains.

⁷ Source : Eurostat

Ces faibles prix nuisent au secteur du pétrole de schiste, qui n'enregistre plus aucun investissement. Les investissements relatifs à l'exploitation du pétrole et du gaz représentent 1 % du PIB.⁸ Du point de vue de l'emploi, environ 200 000 personnes travaillent dans ce secteur. En moyenne, ce sont 260 000 postes de travail qui ont été créés au cours des 12 derniers mois. Autrement dit, si tous ces employés étaient licenciés, l'économie américaine continuerait de créer environ 60 000 emplois au cours du mois en question.⁹ Cela ne risque donc pas de déstabiliser l'économie dans son ensemble.

Malgré ces facteurs susceptibles d'affecter la reprise, nous estimons que la croissance sous-jacente reste solide. La consommation, qui représente environ 70 % du PIB, bénéficie d'un marché du travail solide et de la légère hausse des salaires. La croissance est probablement confrontée à un accès de faiblesse qui devrait s'estomper au cours des prochains mois.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale devrait relever ses taux pour la première fois depuis la crise financière mondiale au cours du deuxième semestre. Si l'adoption d'une telle mesure, en juin déjà, n'est pas à écarter, elle semble aujourd'hui fort improbable. Comme aiment à le répéter les responsables de la Fed, tout dépend des données. Cela ne fait que renforcer l'incertitude quant au calendrier exact de cette réorientation de la politique monétaire. Il nous semble plus important de surveiller la vitesse à laquelle la Fed fait remonter le taux de ses fonds que de se concentrer exclusivement sur la date éventuelle du premier relèvement des taux. Nous pensons que ce processus sera très progressif. Encore une fois, tout dépend des données. Or, la plupart d'entre elles seront publiées vers la fin de l'année. Ce n'est alors qu'elles pourraient altérer le scénario. Comme l'aurait déclaré John Maynard Keynes, brillant économiste britannique, « lorsque la situation change, mon opinion change aussi. Et la vôtre ? » C'est bien notre cas et celui de la Fed.



Auteurs >>

Guido Barthels

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.

⁸ Source : Bureau of Economic Analysis

⁹ Source : Bureau of Labor Statistics



Auteurs >>



(de gauche à droite) : Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Peter Steffen et Yves Longchamp

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 31/03/2015.