



Divergence convergente >>

Au cours des dernières années, l'évolution économique des États-Unis et de l'Europe s'est avérée différente. Alors qu'aux États-Unis, la croissance économique s'accélérait, l'Europe s'est reprise plus lentement. Pourtant, il semble que le tableau pourrait changer. Sommes-nous d'ores et déjà confrontés à une divergence convergente ?

Les économies des États-Unis et de la zone euro ont évolué à des rythmes différents depuis l'événement du siècle, la *faillite de Lehman*. Alors que les États-Unis inondaient les marchés de capitaux de dollars américains avec la position engagée et convaincante de leur banque centrale, soutenant ainsi la croissance économique, les Européens agissaient avec plus d'hésitation. Les États-Unis l'ont largement emporté en termes de reprise économique, ce qui a donné lieu à une divergence entre les deux régions.

De notre point de vue, la récente baisse du produit intérieur brut (PIB) américain au premier trimestre 2015, à 0,2 % seulement de croissance trimestrielle, doit être considérée comme une valeur anormale. Nous anticipons que la Fed devrait commencer à relever ses taux à partir de cet été, à raison d'une à deux interventions d'ici la fin de l'année. Yves Longchamp, notre Head of Research, développera ce sujet plus en détail dans la partie économique du présent commentaire de marché.

Pour l'instant, nous proposons toutefois un petit exercice mental au lecteur. Imaginez que la divergence décrite ci-dessus converge d'ores et déjà, à tel point que les États-Unis enregistrent à nouveau une baisse cyclique. Il serait alors bien trop tard pour que la Fed relève ses taux. Si cette hypothèse se concrétisait, elle pourrait transformer le relèvement tant attendu des taux en une gigantesque erreur politique de la

.....

Sommaire >>

Page 1

[Divergence convergente](#)

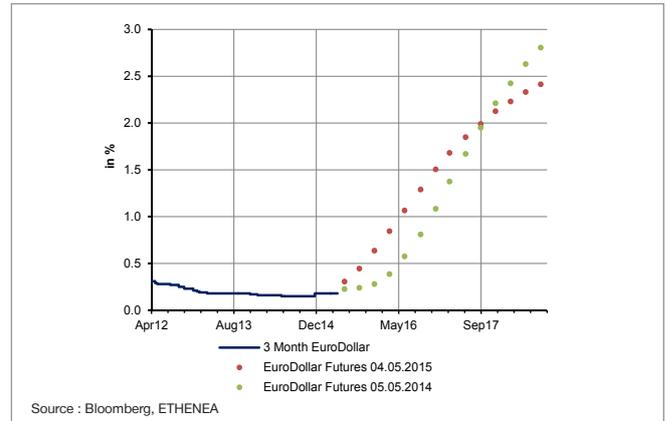
Page 5

[Perspectives macroéconomiques](#)





Graphique 1 : Evolution du PIB des États-Unis



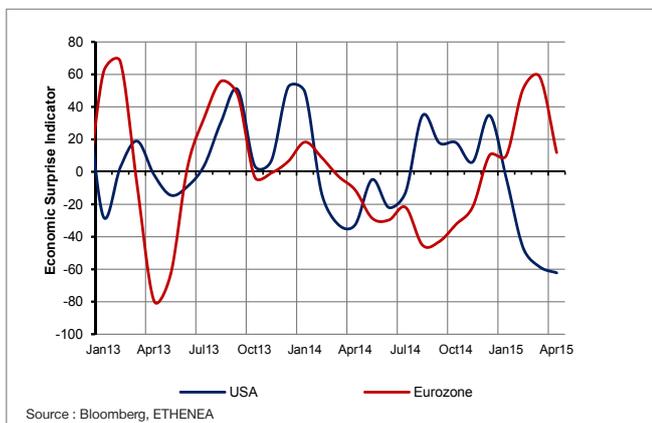
Graphique 2 : Évolution des prévisions de taux à court terme sur la base des contrats euro-dollar à 3 mois*

Fed, et les États-Unis entreraient en récession l'année de leurs prochaines élections présidentielles. Ce n'est cependant pas le scénario que les marchés anticipent (graphique 2), et compte tenu des économistes de renom impliqués, il apparaît plutôt improbable. Par conséquent, le recul du PIB américain au premier trimestre s'expliquerait simplement par un simple accident (graphique 1, cercle rouge). Mais certains facteurs plaident également pour un ralentissement déjà en cours aux États-Unis.

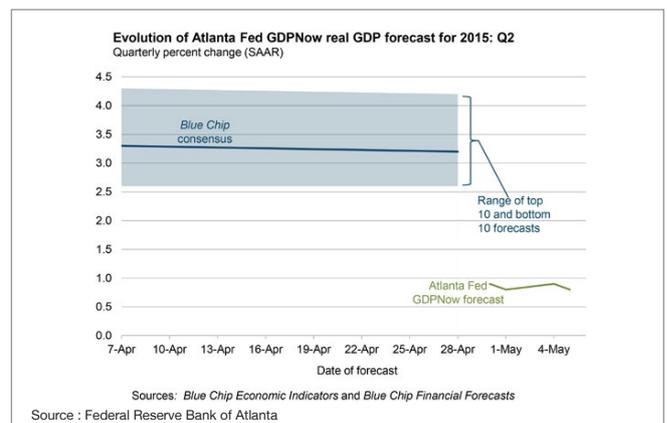
L'analyse détaillée montre par exemple que la croissance au premier trimestre n'était positive qu'en raison de l'augmentation des stocks. Yves Longchamp abordera cet aspect plus en détail par la suite.

Les indicateurs de surprise (graphique 3), dont nous avons déjà parlé à diverses reprises, sont conçus pour calculer l'écart, positif ou négatif, entre les données économiques et le consensus. Plus la valeur de l'indice est haute ou basse, plus le marché est positivement ou négativement surpris. L'indicateur que nous utilisons pour les États-Unis affiche actuellement une valeur de -60, ce qui s'explique par le fait que nombre de données économiques américaines déçoivent

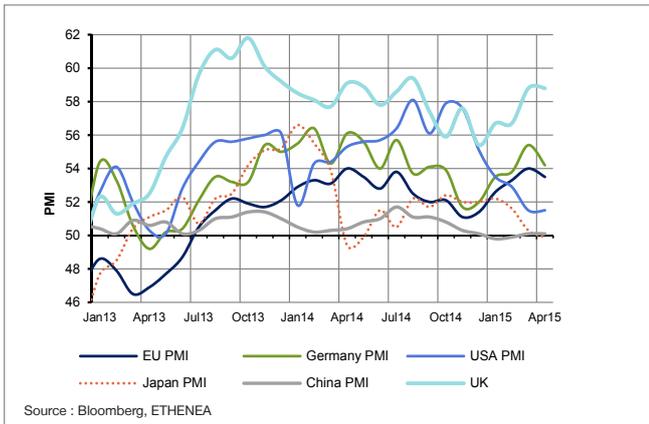
depuis le début de l'année. De nombreux acteurs du marché imputent cette situation au mauvais temps (ce qui n'est pas sans rappeler l'année dernière) et aux grèves des dockers sur la côte ouest, dont l'influence est indéniable. L'indicateur de surprise de la zone euro dresse quant à lui un tout autre tableau depuis le début de l'année, c'est-à-dire depuis le début de l'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*) réalisé par la Banque centrale européenne (BCE). Le recul observé récemment ne constitue donc qu'un léger bémol. En considérant les *prévisions*, la zone euro se porte mieux que les États-Unis. Le graphique 4 n'augure lui non plus rien de très bon pour les États-Unis. La filiale de la banque centrale à Atlanta utilise un nouveau modèle pour estimer le PIB américain, sur la base des données publiées en continu. Ce modèle a anticipé assez justement les chiffres décevants du premier trimestre. Pour le deuxième trimestre, le pronostic actuel s'inscrit à 0,8% seulement, contre plus de 3% pour le consensus. Dans le cas manifestement improbable où le modèle donnerait à nouveau un pronostic exact, il semble difficile de croire que les taux à court terme aux États-Unis suivent bel et bien la trajectoire actuellement escomptée (graphique 2). Une position attentiste de la Fed serait alors bien plus probable et le relèvement des taux n'aurait plus lieu cet été.



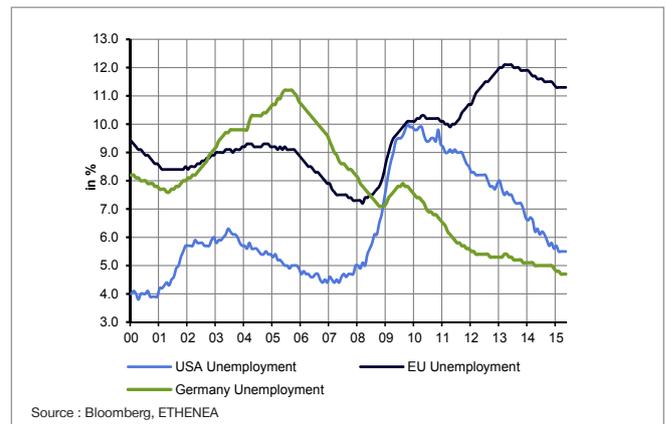
Graphique 3 : Indicateurs de surprise pour les États-Unis et la zone euro



Graphique 4 : Prévisions de la Federal Reserve Bank of Atlanta concernant la croissance du PIB américain au deuxième trimestre*



Graphique 5 : Indices des directeurs d'achat



Graphique 6 : Taux de chômage*

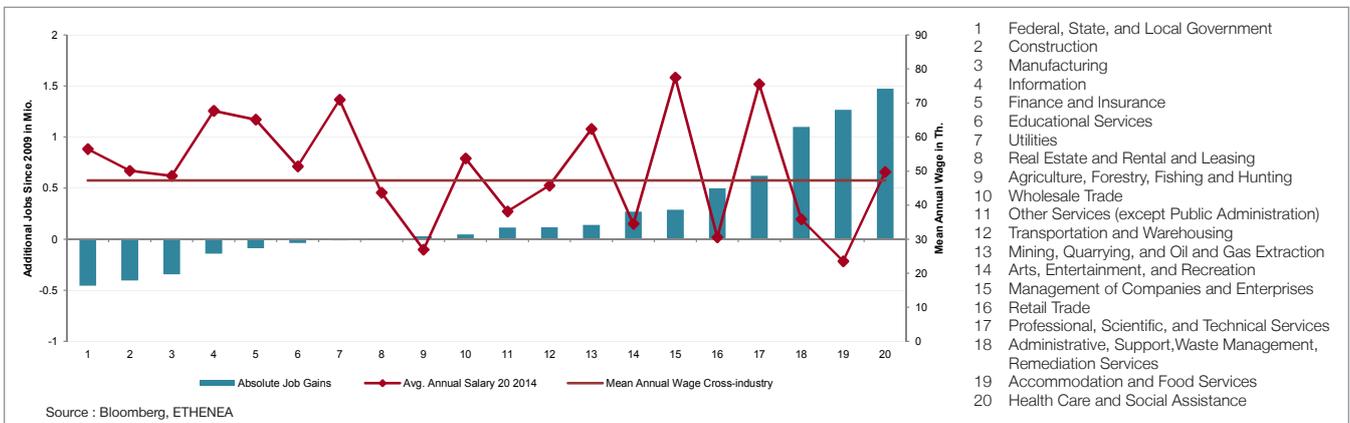
Les indices des directeurs d'achat, très suivis, plaident eux aussi en faveur d'un ralentissement de la croissance américaine (graphique 5). À 51,5, la valeur indique toujours une dynamique de croissance confortable, mais moins marquée qu'il y a encore quelques mois. Le tableau est très différent pour la zone euro. On peut donc bel et bien parler de divergence convergente.

Si l'on en croit le graphique 6, la Fed aurait dû relever ses taux directeurs depuis longtemps. Le taux de chômage aux États-Unis est entre-temps passé à 5,6 %, largement en dessous de l'objectif initial de 6 % qui devait servir de déclencheur à la normalisation de la politique monétaire. La zone euro affiche quant à elle un taux de 11,3 %, ce qui est très loin d'être satisfaisant. En revanche, les choses se présentent mieux en Allemagne, où l'objectif de plein emploi pourrait très bientôt être atteint.

Qu'est-ce qui retient la Fed d'agir ? Par le passé, nous avons plusieurs fois signalé le bas niveau du taux de participation. Il faut en effet remonter aux années 1970 pour observer une participation aussi faible au marché du travail.¹ Le marché de

l'emploi américain n'est peut-être pas aussi en forme que les chiffres voudraient nous le faire croire.

Penchons-nous à cet égard sur le graphique 7, qui reflète les données du U.S. Bureau of Labor Statistics pour la période comprise entre 2009 et 2014, au cours de laquelle quelque 4,5 millions d'emplois ont été créés au total. Près de 70 % de ces emplois se situent dans des secteurs à rémunération inférieure à la moyenne. Il faut cependant interpréter ces données avec précaution, car aucune indication exacte ne permet d'affirmer que les nouveaux emplois sont mieux ou moins bien payés que la moyenne du secteur concerné. Mais en toute logique, les nouveaux emplois devraient plutôt se trouver en bas de l'échelle. Le cas échéant, et les témoignages soutiennent cette thèse, de nombreux nouveaux emplois aux États-Unis ne sont pas suffisamment rémunérés pour pouvoir en vivre. Un deuxième travail (et parfois même un troisième) est nécessaire pour subvenir aux besoins de sa famille. L'auteur doute que cette évolution, si elle est confirmée, reflète un réel redressement économique généralisé. Davantage de convergence dans le cadre de la divergence serait donc souhaitable.



Graphique 7 : Créations d'emplois par secteur entre 2009 et 2014 et revenus moyens*

¹ Source : Bureau of Labor Statistics

Avant qu'Yves Longchamp n'aborde l'analyse économique, nous allons rapidement nous pencher sur les marchés. Le dollar américain s'est à nouveau déprécié, certainement en raison des données économiques décevantes, et se négocie actuellement à 1,12 par rapport à l'euro, soit 6 % en dessous du dernier point bas du taux de change (1,0457).

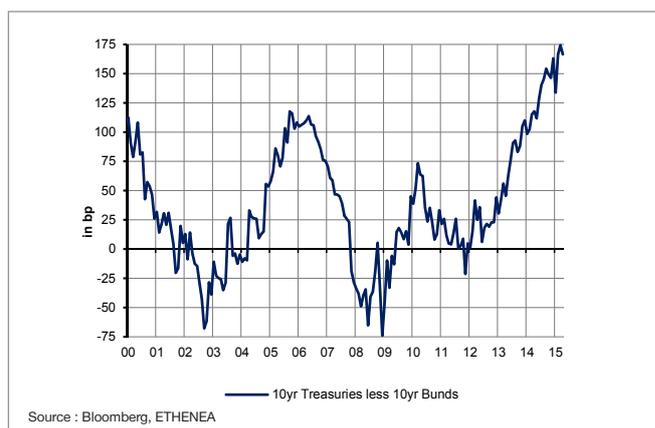
De telles variations du taux de change ne peuvent avoir lieu sans laisser de traces sur les entreprises allemandes tournées vers l'exportation. Le graphique 8 compare l'indice des actions allemandes (DAX) avec l'indice Dow Jones Industrial Average (DJIA). On peut y constater le net recul de l'indice allemand, qualifié de *Mini Crash* par les médias locaux, bien que la baisse de l'indice ne soit que d'environ 9 % par rapport au point haut historique de début avril 2015. Nous

considérons ce mouvement comme une réaction technique différée, provoquée par les prises de bénéfices. Il s'agit donc plutôt d'un phénomène conjoncturel que d'un renversement de tendance.

Le graphique 9 ne plaide guère en faveur de notre surpondération actuelle de la dette émise en USD par rapport aux pays core Europe. Si notre positionnement vise à tabler sur une nette réduction de cet écart de taux, le marché des capitaux ne nous a jusqu'ici pas donné raison. Malgré les faiblesses actuelles de l'économie américaine, le marché des capitaux semble rester en proie à de fortes inquiétudes en raison des éventuels relèvements de taux aux États-Unis. Nous prévoyons toujours une réduction notable de l'écart de rendement, et donc une divergence convergente.



Graphique 8 : Comparaison des indices DAX et Dow Jones



Graphique 9 : Différence de rendement entre les Treasuries et les Bunds

Perspectives macroéconomiques >>

Le mois dernier, les données économiques américaines ont apporté leur lot de déceptions. Les mauvaises nouvelles ont commencé début avril avec les statistiques de l'emploi, indiquant qu'à peine 126.000 emplois avaient été créés, soit la moitié du rythme des 12 derniers mois. Elles se sont terminées, fin avril, par les chiffres du PIB, qui ont mis en avant une croissance de seulement 0,2% au premier trimestre.

On s'attendait à un ralentissement de l'économie américaine pendant l'hiver, mais pas d'une telle ampleur. Tempêtes de neige, températures inhabituellement basses, grèves dans les ports de la côte ouest, baisse des cours de l'or noir entravant les investissements dans le pétrole de schiste et vigueur du dollar pénalisant les exportations sont les raisons de ce brutal coup de frein.

La question cruciale à laquelle les investisseurs doivent répondre est la suivante : ce ralentissement est-il temporaire et, par conséquent, la Fed est-elle encore en mesure de relever ses taux pour la première fois du cycle actuel ? Dans ce contexte, le communiqué du FOMC publié après le verdict monétaire de la Fed, c'est-à-dire le même jour que les chiffres décevants du PIB, a ajouté à la confusion. Il indique en substance qu'une grande partie du ralentissement est transitoire, ce qui signifie qu'il est toujours possible que la politique monétaire fasse l'objet d'un durcissement au second semestre, voire dès le mois de juin.

Selon nous, l'économie américaine va reprendre progressivement des couleurs dans les prochains mois. Si l'on se base sur un ensemble d'indicateurs, une baisse semble peu probable. En revanche, force est d'admettre que le risque d'une période de morosité prolongée a augmenté. Sur le marché du travail, par exemple, le nombre de postes vacants ne cesse d'augmenter, le nombre de nouvelles demandes d'allocation chômage (c'est-à-dire de personnes qui cherchent à être indemnisées par l'Etat) recule et les salaires augmentent de façon modérée.

La consommation, premier moteur de la croissance américaine, a calé au premier trimestre. Mais la confiance des ménages s'inscrit dans une tendance haussière et le revenu disponible progresse. Les investissements, composante volatile du PIB, se sont contractés au premier trimestre pour

une seule raison : la chute de 29,6% (glissement trimestriel, variation annualisée) des dépenses du secteur du pétrole de schiste dans le sillage de la faiblesse des cours de l'or noir. Les exportations ont fortement reculé en raison de la vigueur du dollar. Et, contrairement aux autres composantes du PIB, elles continueront de peser sur l'économie tant que le billet vert aura le vent en poupe.

De l'autre côté de l'Atlantique, la majeure partie des économies de la zone euro se redressent progressivement, exception faite de la Grèce. Dans les quatre grands pays de l'union monétaire (Allemagne, France, Italie et Espagne), qui représentent environ 75% de l'économie, les choses ont peu changé. La demande intérieure, qu'il s'agisse de la consommation des ménages ou des investissements, continue sa montée en puissance, et une légère embellie sur le marché du travail a redonné confiance aux consommateurs. En outre, il subsiste une forte demande latente en biens d'équipement, comme les voitures. Une amélioration des perspectives, combinée à la détente des conditions de financement grâce à l'assouplissement quantitatif, devrait soutenir l'investissement. Lors de sa dernière conférence de presse, le président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, a clairement indiqué que le « QE » avait vocation à durer jusqu'en septembre 2016, ce qui est synonyme de liquidité importante et de contexte monétaire accommodant dans un avenir proche.

La majeure partie des progrès observés provient d'Espagne, alors qu'en Italie et en France, les perspectives ne s'éclaircissent guère. Les indicateurs avancés portant sur la consommation et les investissements signalent une poursuite de la consolidation. Enfin, en Allemagne, la demande intérieure continue de progresser au même rythme que celui observé au cours des trimestres précédents.

En Grèce, les conditions économiques se sont à nouveau dégradées, alors que le pays avait brièvement renoué avec la croissance après six ans de dépression. L'incertitude politique a anéanti la reprise naissante et la Grèce est retombée en récession. L'avenir de la Grèce reste très incertain, tiraillé entre Grexit et Graccident, qui désignent une sortie de la Grèce de l'Union économique et monétaire (pour le premier) et un

événement inattendu qui menacerait le pays et le contraindrait à faire défaut sur sa dette (pour le second). Quoi qu'il arrive, nous pensons que les économies de la zone euro seront relativement protégées d'une contagion grecque.

Les nuages s'amoncellent au-dessus de l'économie américaine. Selon les anticipations implicites du marché, ils devraient se

traduire par un premier relèvement des taux en fin d'année, plutôt que dans l'immédiat. Mais, en regardant par-delà ces nuages, nous restons optimistes vis-à-vis de l'économie américaine et tablons sur un relèvement plus précoce. Exception faite de la Grèce, la reprise cyclique de la zone euro se confirme.



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.



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 30/04/2015.