



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Patience est mère de vertu ...

La BCE et la Fed font durer le suspense jusqu'au dernier mois de l'année. Les acteurs de marché n'ont pas d'autre choix que de faire preuve de patience et de se demander si l'histoire s'écrit en décembre.

Sommaire >>

>> [Patience est mère de vertu ...](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





Patience est mère de vertu ...

La BCE et la Fed font durer le suspense jusqu'au dernier mois de l'année. Les acteurs de marché n'ont pas d'autre choix que de faire preuve de patience de se demander si l'histoire s'écrit en décembre.

La patience est une vertu ... que ne possèdent visiblement pas suffisamment ni l'auteur ni les marchés de capitaux. On ne saurait nier toutefois que la patience présente des avantages. D'une part, une personne patiente est en mesure d'examiner les arguments en toute sérénité et de fonder ainsi ses actes sur une base plus rationnelle au lieu de se laisser aller à un activisme aveugle. D'autre part, l'image donnée évoque le sérieux et la réflexion, et inspire la confiance. Et qui ne voudrait pas avoir une telle image ? L'auteur se dit : *L'objectif est le chemin lui-même.*

Il semble désormais que c'est grâce à Janet Yellen qu'un nombre fortement croissant d'acteurs de marché n'ont pas uniquement appris à épeler le mot *procrastination*¹, mais connaissent désormais aussi son sens. Pendant que le monde réel doit faire face à l'heure actuelle à des afflux de réfugiés qui ressemblent fort à une migration de populations, les marchés financiers ne semblent préoccupés que par deux questions majeures :

Que fait Mario Draghi ? Et surtout : Quand Janet Yellen va-t-elle enfin relever les taux d'intérêt ?

La dernière question semble déjà avoir trouvé une réponse pour le marché. Le graphique 1 montre la probabilité (sur la base des dérivés) d'un relèvement des taux à l'issue de la prochaine réunion du FOMC des 15 et 16 décembre. Celle-ci s'établit à près de 75 %. Il s'agit en quelque sorte d'un *done deal*².

Il semblait en outre parfaitement clair pour tout un chacun que Mario Draghi allait de nouveau ouvrir les vannes monétaires début décembre, soit l'exact opposé de ce que fait Janet Yellen.

Mais c'était peut-être un peu trop. Les acteurs de marché étaient positionnés presque exclusivement dans une direction et ont donc été déçus lorsque Mario Draghi n'a pas ouvert les vannes autant qu'attendu, gâchant quelque peu leur Saint-Nicolas. Il fut seulement décidé d'abaisser le taux de dépôt à -0,30 % et de prolonger le programme de rachat d'obligations de six mois, soit jusqu'en mars 2017. La très forte réaction des marchés malgré la générosité relative de la Banque centrale européenne témoigne du degré de dépendance des acteurs de marché aux cadeaux des banques centrales : les actions européennes ont reculé de 3 %, les obligations européennes ont regagné 20 points de base de rendement et le cours de change du dollar face à l'euro s'est apprécié de 4 %³. Le marché avait visiblement des attentes bien définies. Les mouvements de cours aussi brusques sont généralement de courte durée et une correction intervient dès les jours suivants. Il en sera certainement de même cette fois.*

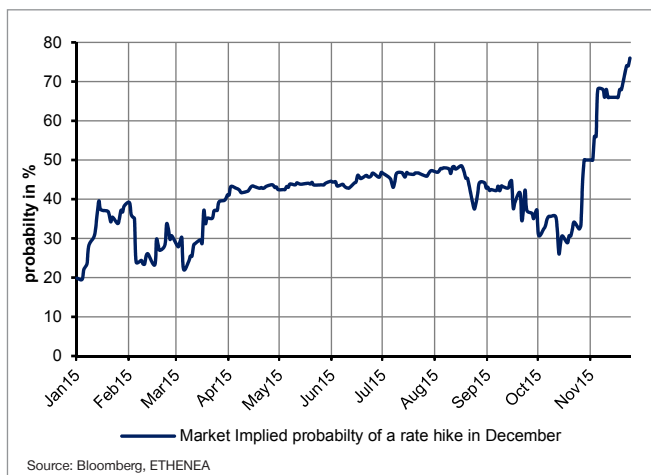
Il faut remonter loin dans les livres d'histoire pour retrouver un tel grand écart entre les politiques monétaires menées par deux banques centrales importantes. Cette situation s'est produite pour la dernière fois en 1994, lorsque la Fed a relevé ses taux d'intérêt, alors que la Bundesbank continuait d'abaisser ses taux directeurs (Graphique 2). Nous pensons, ou plus exactement espérons, toutefois que, hormis ces parallèles, il n'y aura pas d'autres similarités avec les événements de 1994. À l'époque, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans et du Bund à 10 ans avaient augmenté de près de 2,5 %, tandis que le S&P et le Dax marquaient le pas. Ce n'est pas un scénario que l'on apprécie nécessairement. À l'exception de quelques dinosaures, comme certains de nos Gestionnaires de Portefeuilles, il y a fort

* Note de la rédaction : Ce chapitre a été modifié à l'issue de la réunion de la BCE du 3 décembre 2015.

¹ Selon le Duden « le report, la remise à plus tard de tâches, d'actions à accomplir », Source : www.duden.de/rechtschreibung/Procrastination

² Anglais pour « un fait acquis »

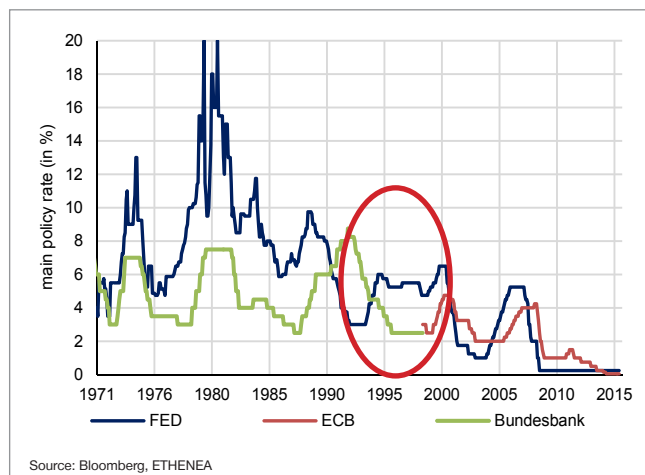
³ Source: Bloomberg



Graphique 1 : Probabilité implicite d'un relèvement des taux par la Fed en décembre 2015, sur la base de l'évolution des *Fed Funds Futures*

à parier que rares sont ceux qui se souviennent de la situation des marchés de capitaux en 1994. Bon nombre d'acteurs de marché actuels devaient encore jouer dans le bac à sable en 1994.

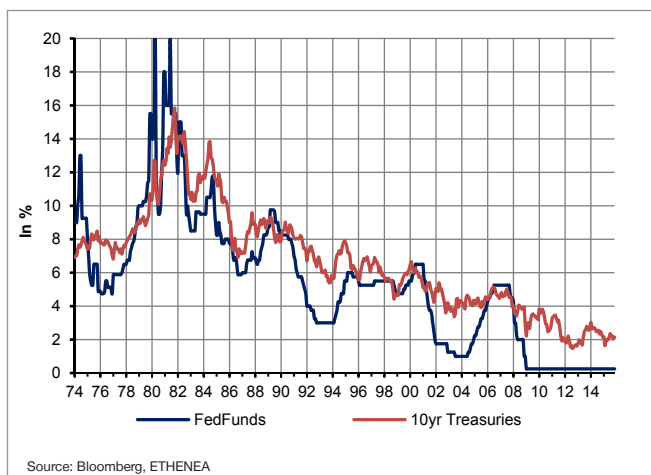
Les leçons tirées de 1994 incitent au scepticisme, ou tout au moins à la prudence, quant à l'évolution future des marchés financiers *après* une éventuelle hausse des taux par la Banque centrale américaine. De nombreux éléments plaident cependant en faveur d'une hausse des rendements modeste dans le meilleur des cas. Premièrement, cette hausse des taux serait certainement la plus annoncée de toute l'histoire de l'humanité, alors que celle de 1994 a constitué une véritable surprise. Deuxièmement, le marché s'attend, notamment en raison de la communication de la Banque centrale américaine, à ce que cette dernière agisse avec très grande prudence et qu'elle ne relève que très lentement les taux en vue d'un retour à la normalité. Là encore, le cycle de 1994 présentait une toute autre structure. En l'espace de douze mois, le taux directeur a été relevé à sept reprises, passant de 3 % à 6 % : il a été augmenté trois fois de 25 points de base (pb), deux fois de 50 pb, une fois de 75 pb et une fois encore de 50 pb. De plus, le premier relèvement des taux de 1994 est intervenu trois années seulement après la fin de la récession qui a duré de l'été 1990 au printemps 1991. 6,5 années se sont aujourd'hui écoulées depuis



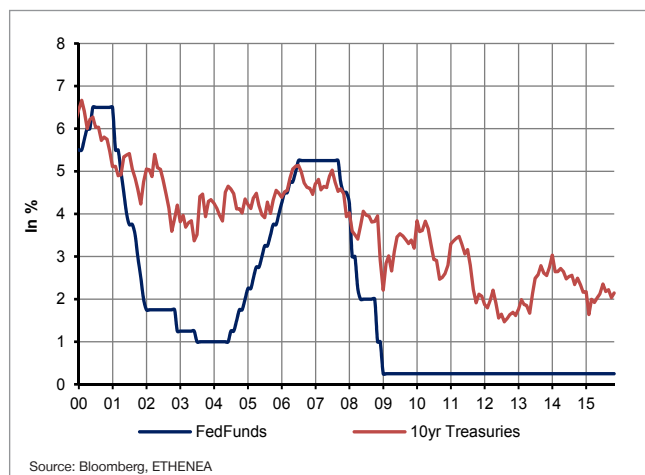
Graphique 2 : Évolution des taux directeurs de la Fed, de la BCE et de la Bundesbank

la fin de la *Grande Récession*, comme est appelée dans les livres d'histoire la crise économique mondiale qui s'est déclenchée à la suite de la faillite de Lehman Brothers. Le cycle économique est à ce jour très avancé, de sorte qu'une hausse aussi marquée des taux par la Fed est improbable.

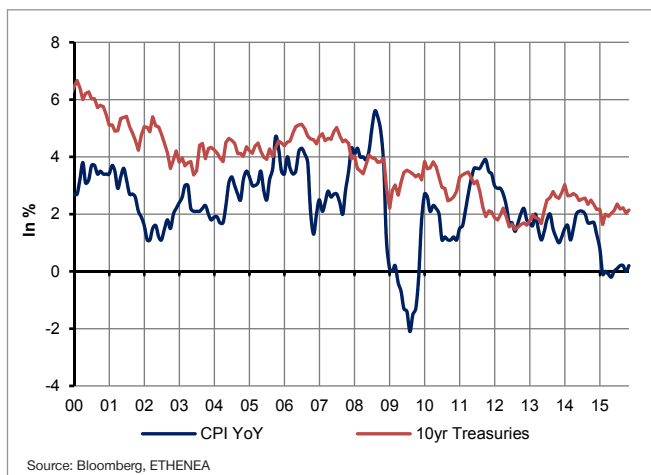
Il serait surprenant que Janet Yellen, comme déjà en septembre, mette encore une fois à l'épreuve la patience de tous les participants et *ne relève pas* les taux d'intérêt. Le cas échéant, la déception serait sans nul doute tangible sur le marché, ce qui entraînerait une chute des actions et laisserait les marchés obligataires sans but et désorientés. Cependant, comme le gros du marché, nous tablons sur une hausse des taux d'intérêt. La communication ultérieure de la Fed nous apparaît plus importante encore que l'évolution des taux. Dans tous les cas, nous anticipons une poursuite de son approche très prudente. Comme l'indiquent les graphiques 3 et 4, les relèvements de taux par les banques centrales peuvent avoir des effets très différents sur les rendements des obligations. Le graphique 3 montre que, jusqu'au tournant du millénaire, les marchés obligataires ont suivi les fluctuations des taux d'intérêt, évoluant dans la même direction. Depuis lors (Graphique 4), ce lien a visiblement disparu et cela selon nous en raison de la *forward guidance*



Graphique 3 : Historique des taux directeurs américains et rendements des bons du Trésor à 10 ans



Graphique 4 : Bref historique des taux directeurs américains et rendements des emprunts d'État à 10 ans

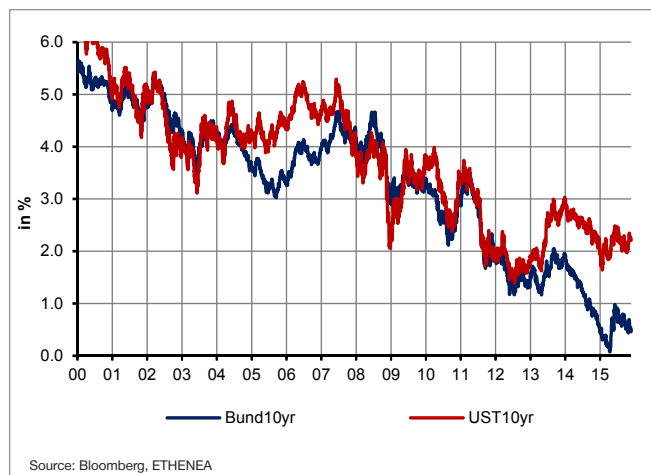


Graphique 5 : Évolution des prix à la consommation et des rendements des emprunts d'État

plus prononcée de la part de la Banque centrale américaine, ce qui permet également aux marchés de mieux comprendre les intentions derrière les interventions. Pourtant, il est presque surprenant que les banques centrales parviennent régulièrement à surprendre les marchés.⁴

Qu'est-ce qui influence désormais durablement les rendements des emprunts d'État à long terme ? Le graphique 5 confirme l'intuition selon laquelle l'inflation joue un rôle primordial. Tant que les anticipations d'inflation demeurent faibles, aucune hausse importante des rendements n'est à attendre. Comme les anticipations d'inflation (Graphique 6) demeurent toujours inférieures à l'objectif fixé de 2 %, le risque d'une forte hausse des taux sur l'extrémité longue ne semble actuellement pas très élevé.

Au contraire, en raison de la grande différence enregistrée entre les rendements en Europe et aux États-Unis, ces derniers nous semblent toujours très attractifs (Graphique 7). Et ce, *malgré*, ou plutôt justement à cause de la (possible) hausse des taux



Graphique 7 : Évolution des rendements des bons du Trésor américain et des Bunds à 10 ans*

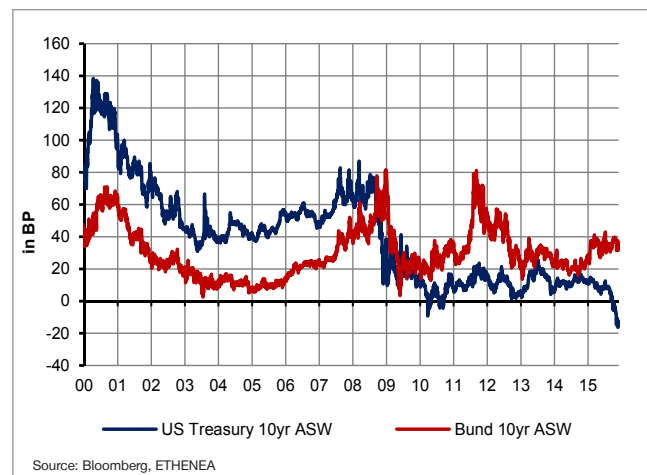
⁴ Pour en savoir plus sur le sujet, consultez notre dernier Commentaire de Marché de novembre intitulé [Surprise, surprise](#).

⁵ Source: Bloomberg

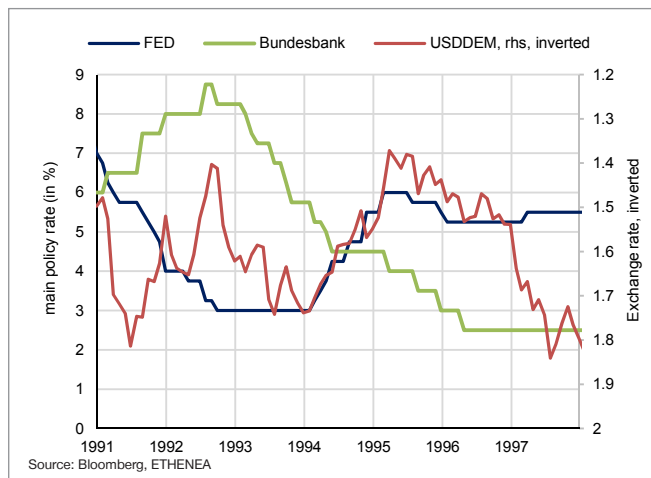


Graphique 6 : Prévisions d'inflation représentées sous forme de *forward inflation swaps**

par la Banque centrale américaine. Cet écart est encore plus marqué sur le segment des obligations d'entreprises. Au lieu d'un écart de 175 points de base pour les emprunts d'État, les emprunts d'une même entreprise présentent parfois des écarts de rendement de presque 250 points de base, comme c'est le cas pour les emprunts de Daimler-Benz⁵. Cette différence s'explique par la méthode utilisée pour négocier les obligations d'entreprises sur les marchés. Sur le marché EUR, ces emprunts sont évalués par rapport à la courbe des swaps de taux d'intérêt. Sur le marché USD, en revanche, les obligations d'entreprises sont évaluées par rapport au bon du Trésor de référence concerné. Du fait de l'anomalie probablement temporaire observée sur le marché américain (Graphique 8), les emprunts d'entreprises sont jugés relativement meilleur marché que ceux du marché européen. Selon les estimations des experts, cette anomalie, à savoir que les emprunts d'État américains offrent un rendement supérieur aux swaps de taux d'intérêt, peut tout à fait persister encore quelque temps. Plusieurs explications peuvent être avancées, d'une part l'évolution des réglementations et d'autre part la pression à la vente exercée



Graphique 8 : Évolution des asset swap spreads des bons du Trésor américain et des Bunds à 10 ans*



Graphique 9 : Évolution des taux des banques centrales et des taux de change du DEM par rapport à l'USD*

par l'Asie sur les emprunts d'État américains. Étant donné qu'en tant que gestionnaire d'actifs, nous n'intervenons pas sur le marché des swaps, cela n'est pas très pertinent pour nous – si ce n'est comme information de marché et comme opportunité d'achat d'obligations d'entreprises à un prix avantageux.

Jetons à présent un œil aux monnaies. Bien que le fait que le cours de change du dollar face à l'euro *doit* tendre vers la parité soit un secret de Polichinelle, nous sommes assez sceptiques. Le marché semble très consensuel à ce sujet, c'est-à-dire acheteur de dollar et vendeur d'euro. L'expérience montre néanmoins que ce qui saute aux yeux n'est que très rarement le plus judicieux. Intéressons-nous une dernière fois à l'année 1994. Bien que, comme déjà évoqué, la Banque centrale américaine

avait augmenté les taux d'intérêt de 3 % en l'espace d'une seule année et que la Bundesbank avait abaissé les taux du Deutsche Mark de plus de 1 % dans le même temps, le dollar américain avait *perdu* plus de 20 % de sa valeur sur la même période (Graphique 9). Le taux de change face au Deutsche Mark était passé de 1,76 à 1,35. Si le billet vert se comportait cette fois de la même manière, le taux de change face à l'euro devrait passer de 1,06 à plus de 1,25. Une telle perte de valeur (hypothétique) aurait naturellement des répercussions notables, et notamment sur l'évolution de l'inflation, en particulier au sein de la zone euro. Mais ceci n'est bien évidemment que pure spéculation.

Nous attendons désormais, avec plus ou moins de patience, que les banques centrales passent à l'action, en espérant le meilleur mais en se préparant au pire.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

Au troisième trimestre, l'économie a continué à croître, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Selon les chiffres du PIB, l'économie américaine a progressé au troisième trimestre par rapport au deuxième de 2,1 % en termes annualisés – un rythme de croissance qui représente quasiment le double de celui enregistré par la zone euro (+1,2 % en termes annualisés). Ces chiffres sont en ligne avec les anticipations consensuelles d'une croissance moyenne de 2,5 % aux États-Unis et de 1,5 % dans la zone euro pour 2015.

Dans ce contexte, les ventes massives d'actions auxquelles nous avons assisté en août ne semblent pas reposer sur les fondamentaux, mais bien plus sur une interprétation exagérée de la dépréciation du renminbi par la Banque populaire de Chine, qui a mal communiqué à ce sujet. Cette dépréciation a été comprise comme une réaction à un repli soudain et brutal de l'économie chinoise, et non comme une étape nécessaire vers l'internationalisation du renminbi et son intégration dans le panier des droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. Il ne faut pas oublier que les craintes des investisseurs concernant la Chine ont été nourries, voire renforcées, par les deux plus puissantes banques centrales du monde, à savoir la Fed et la BCE. La Fed a de ce fait reporté sa première hausse des taux d'intérêt et la BCE n'a cessé de son côté de répéter que la décélération de la croissance des pays émergents constituait un risque considérable pour l'économie européenne et confirmait son scénario d'un risque de ralentissement.

L'auteur se permet ici une petite digression personnelle. Il se remémore parfaitement une conférence à laquelle il a participé à New York il y a deux mois. Un des principaux intervenants, à savoir l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, a déclaré : « La triste vérité est que nous n'avons aucune idée de l'évolution *actuelle* de l'économie ». L'adjectif *actuel* doit être souligné, car nous ne savons effectivement que des mois plus tard ce qu'il s'est vraiment passé. Après avoir prononcé ces mots, il a rapidement ajouté : « Mais la Fed sait ce qu'elle ne sait pas. » La principale leçon que nous pouvons tirer de ce témoignage est certainement que les banquiers centraux bien informés ne sont pas omniscients et que leurs propos sont à prendre avec

une certaine prudence. Il en va bien évidemment de même pour tous les économistes.

Revenons-en au sujet central. L'activité économique du troisième trimestre a ressemblé globalement à celle enregistrée au cours des mois précédents. La consommation des ménages a constitué le principal moteur, tandis que les investissements sont restés à la traîne et que le commerce international a plutôt constitué un frein à la croissance. Au sein de l'Europe, l'Allemagne a représenté à elle seule un tiers de la croissance, et la France et l'Espagne un quart chacune. À l'instar des deux trimestres précédents, l'Italie a contribué positivement à la croissance économique européenne. Ces quatre économies représentent ainsi 75 % du PIB agrégé de la zone euro et justifient pratiquement la totalité de la croissance.

Tant aux États-Unis que dans la zone euro, le cycle de la consommation des ménages suit celui du marché du travail. Mais c'est là que s'arrêtent les points communs des deux économies. Car, aux États-Unis, l'emploi total et la consommation sont *supérieurs* de respectivement 3,1 % et 11,7 % aux niveaux de pic enregistrés jusqu'ici. Dans la zone euro, en revanche, l'emploi s'établit toujours à 2,2 %, et la consommation des ménages à 0,1 % *en dessous* des valeurs records enregistrées par le passé. La zone euro présente donc encore un besoin de rattrapage, ce qui n'est plus le cas pour les États-Unis.

Avec un chômage à l'équilibre ou presque, la probabilité d'une inflexion de la dynamique du marché de l'emploi américain croît également. Cela signifie que l'écart de production est résorbé aux États-Unis et qu'il devient par conséquent plus difficile de trouver de la main-d'œuvre, ce qui devrait favoriser une augmentation des salaires. C'est le bon moment pour la Fed de relever les taux d'intérêt. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que la Fed ose enfin franchir le pas en décembre. Des salaires plus élevés encouragent naturellement la consommation. De plus, le cycle de consommation pourrait perdurer plus longtemps que prévu, si le crédit à la consommation continue d'augmenter au rythme enregistré jusqu'ici cette année. Les fruits prêts à tomber⁶ ont toutefois déjà été ré-

⁶ L'expression « fruits prêts à tomber » est une métaphore pour une tâche facile à réaliser et désigne une possibilité de succès facilement atteignable qui ne requiert pas beaucoup d'efforts. Source : https://de.onpage.org/wiki/Low_hanging_fruits

coltés. La croissance de la consommation ne devrait donc plus s'accélérer davantage. Au sein de la zone euro, les choses sont bien différentes. Le taux de chômage s'établit à 10,8 % et la consommation effective se situe toujours à un niveau inférieur à son niveau maximum. Il y a toujours un besoin de rattrapage, notamment dans les pays périphériques. Le marché du travail montre pourtant de nets signes de reprise, la confiance des ménages s'améliore et l'encours du crédit à la consommation augmente. Au deuxième trimestre (derniers chiffres disponibles), près d'un demi-million d'emplois ont par exemple été créés. C'est le meilleur trimestre depuis sept ans. Nous tablons sur une poursuite de la reprise de la consommation en Europe au cours des prochains trimestres.

Les investissements, en revanche, sont faibles, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. C'est une conséquence directe du cycle de production globalement faible, des mauvaises perspectives de croissance mondiale et de la vigueur du dollar américain. Les derniers indicateurs avancés relatifs à la production américaine ont été plutôt décevants. L'indice des directeurs d'achat est tombé au plus bas depuis le déclenchement de la crise financière internationale et signale même une baisse. Nos indicateurs internes relatifs aux dépenses d'investissement révèlent également un léger repli. En Europe, la situation est plus encourageante, mais toujours fragile. Selon l'indice PMI, la production industrielle a regagné un peu de dynamisme. Alors que l'impulsion du crédit est demeurée limitée pour les entreprises non financières, les critères d'octroi de crédit des banques se sont assouplis et les indicateurs de demande de crédit des entreprises se sont améliorés, notamment pour les PME. Venons-en à présent au commerce international déjà évoqué. Celui-ci a nettement ralenti la croissance, du fait non seulement de la faiblesse globale de la demande mondiale, mais également de la vigueur du dollar américain. Il est à noter toutefois que les exportations nettes n'ont pas eu d'impact significatif sur la croissance aux États-Unis et en Europe.

Sur le plan de l'inflation, les trois prochains mois se révéleront vraisemblablement très intéressants, car nous anticipons une hausse d'environ un point de pourcentage. L'inflation globale demeure quasi nulle des deux côtés de l'Atlantique. La principale raison en est certainement la baisse du prix du pétrole, qui a exercé une forte pression déflationniste. Cet effet de base, à savoir l'effet d'un repli du prix du pétrole sur l'inflation, s'estompera progressivement au cours des trois prochains mois et l'inflation repartira à la hausse de manière systématique. Le risque de déflation devrait ainsi retomber rapidement dans l'oubli.

Dans un contexte d'accélération de la croissance économique en zone euro et de hausse de l'inflation, la retenue de la BCE est plutôt surprenante plutôt surprenante selon nous. Une nouvelle baisse des taux en territoire négatif et une injection de liquidités supplémentaires ne provoqueront ni une reprise de l'inflation ni une accélération du crédit. Cependant, cela pourrait permettre à des États extrêmement endettés de se refinancer à des conditions avantageuses, de mieux maîtriser leurs déficits budgétaires et de mettre en place les réformes nécessaires à faible coût. C'est une raison supplémentaire d'avoir confiance en l'économie européenne.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



ETHENEA
managing the Ethna Funds

Auteurs >>

Les représentants de l'équipe de Gestion de Portefeuille et le Head of Research



(de gauche à droite) : Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Peter Steffen et Yves Longchamp (Head of Research chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG)

Contact >>

Nous nous tenons à votre entière disposition pour répondre à 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

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 assumée quant à leur justesse, leur exhaustivité ou leur exactitude. Munsbach, le 30/11/2015.