



# COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## Point de rupture

Nouvelle année, nouveau départ ? Le début d'une nouvelle année est généralement accompagné par une ambiance optimiste. Il en va de même pour les bourses. Et puis tout a basculé ...

## Sommaire >>

>> [Point de rupture](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





## Point de rupture

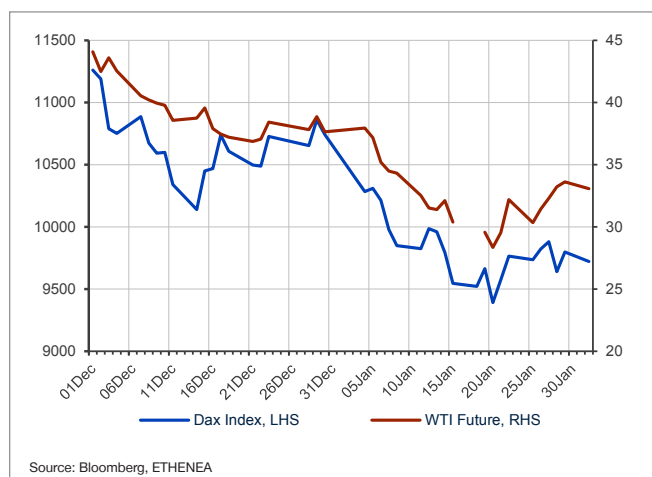
**Nouvelle année, nouveau départ ? Le début d'une nouvelle année est généralement accompagné par une ambiance optimiste. Il en va de même pour les bourses. Et puis tout a basculé ...**

Le *breaking point*, ou point de rupture, menace jusqu'aux moindres recoins de l'économie mondiale et pourrait bien faire de sérieux dégâts. Mon très estimé collègue Yves Longchamp y reviendra plus en détail dans la deuxième partie de ce Commentaire de Marché. Permettez-moi toutefois de vous donner un avant-goût de ce qui vous attend : la croissance mondiale ralentit. Les dépréciations de devises auxquelles nous assistons ont pour seul effet de redistribuer la croissance, et non d'insuffler un nouvel élan – bien au contraire. Les banques centrales ne sont pas loin de se ridiculiser en se débattant en vain pour stimuler encore la croissance économique avec *plus de xxx (peu importe)*. Nous allons y revenir par la suite.

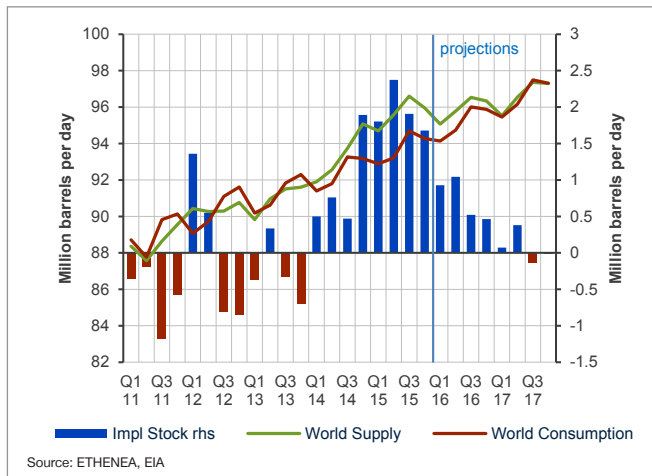
Nous allons nous pencher d'abord sur les différentes facettes du marché des capitaux. Après le début d'année plutôt catastrophique des actifs à risque en 2016 (les indices Dax, Euro Stoxx et S&P 500 s'inscrivent respectivement à près de -10 %, -8 % et -10 %), il est en effet judicieux d'examiner plus en détail la situation sur les marchés.

D'un point de vue purement technique, ayant vécu une fin d'année 2015 particulièrement volatile de nombreux acteurs du marché anticipaient plein d'espoir le retour d'un environnement *Risk on* en janvier 2016. Rien de plus naturel en effet que de considérer a priori le début d'une nouvelle année comme un événement positif : les investisseurs institutionnels enregistrent de nouvelles entrées de fonds et les pertes d'hier sont amorties. Il est donc permis d'espérer que tout va aller pour le mieux. Or, une rapide analyse du principal indice boursier allemand Dax depuis 1960 révèle que sur 57 mois de janvier, 36 seulement (soit 63 %) ont été positifs ce qui, en termes statistiques, équivaut à une distribution uniforme, même sans test t. Un résultat plutôt décevant.

Quoi qu'il en soit, la quasi-totalité des classes d'actifs assimilables aux actions ont essuyé de lourdes pertes en janvier. Il est étonnant de constater à cet égard qu'autant d'acteurs du marché aient été pris au dépourvu. Une des raisons que l'on pourrait invoquer pour expliquer cette situation réside dans le fait que l'évolution du marché actions s'est calquée de très près sur celle des prix du pétrole (Graphique 1), ignorant les fondamentaux.



Graphique 1 : Principal indice boursier allemand (Dax) et contrats à terme sur le pétrole brut



Graphique 2 : Offre et demande globales de pétrole et offre/demande excédentaire implicite



Graphique 3 : Option-adjusted spread (OAS) de toutes les obligations d'entreprises investment grade en EUR (5 ans)



Graphique 4 : Option-adjusted spread (OAS) de toutes les obligations d'entreprises investment grade en USD (5 ans)

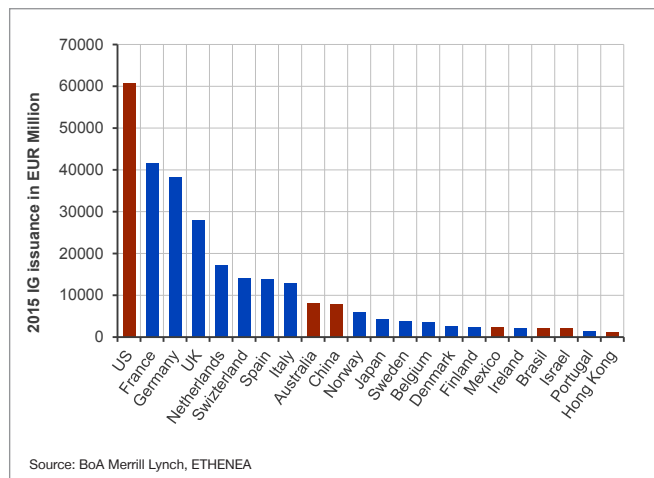
La vitesse à laquelle ceux-ci ont chuté a été telle que le principe selon lequel des prix énergétiques faibles sont favorables à l'économie ne se vérifie plus. C'est même plutôt le contraire qui s'applique aujourd'hui, à en juger par la corrélation positive entre les deux variables. Au lieu de s'intéresser à la hausse des dépenses de consommation et à la baisse simultanée des coûts de production, le marché des capitaux semble se focaliser sur les répercussions négatives pour les producteurs de pétrole. C'est l'éternel débat du verre à moitié vide ou à moitié plein.

Dans les faits, nous nous trouvons actuellement dans un environnement caractérisé par une très nette surabondance de pétrole (Graphique 2). Selon l'Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA), cette offre excédentaire s'élève à plus de 1,5 million de barils (soit près de 250 millions de litres de pétrole) par jour à l'échelle mondiale. Si ce chiffre peut

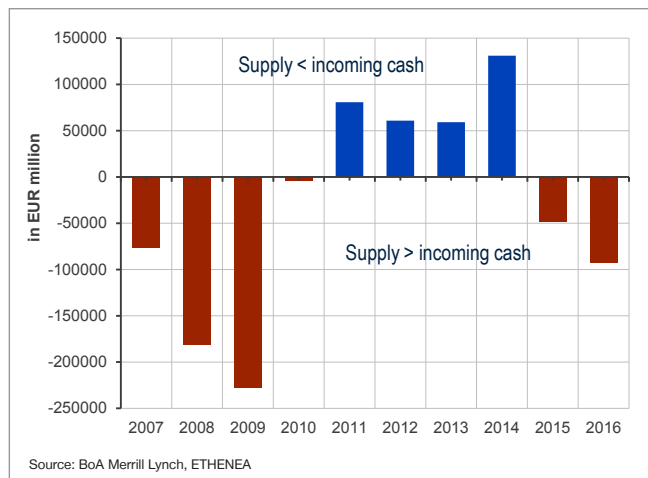
certes paraître impressionnant, il est en réalité relativement insignifiant une fois les choses remises dans leur contexte : la consommation mondiale d'or noir s'élevant à 94 millions de barils par jour, 1,5 million de barils ne représentent donc qu'un maigre 1,6 % (volume consommé en 23 minutes de par le monde). On ne peut dès lors pas dire que la suroffre soit si importante que cela, et pourtant, les prix ont chuté d'environ 75 % depuis l'apparition de ce phénomène au premier trimestre 2014. Pour rappel, l'année 2008 avait vu les cours de l'or noir dégringoler de 79%. Nous nous trouvons alors au début d'une profonde récession mondiale, et même d'une dépression, similaire à celle qui avait frappé la fin des années 1920. Aujourd'hui, les données macroéconomiques se brouillent, certes, mais nous sommes très loin d'une récession... Vraiment ?

Il est indéniable que des forces sont à l'œuvre, qui se dérobent (pour l'heure) à l'analyse rationnelle. Par conséquent, nous avons globalement réduit dans une large mesure notre exposition nette aux actions, suivant le précepte selon lequel mieux vaut ne pas s'aventurer dans ce qui nous échappe. Notre premier commandement vis-à-vis de nos investisseurs : la prudence.

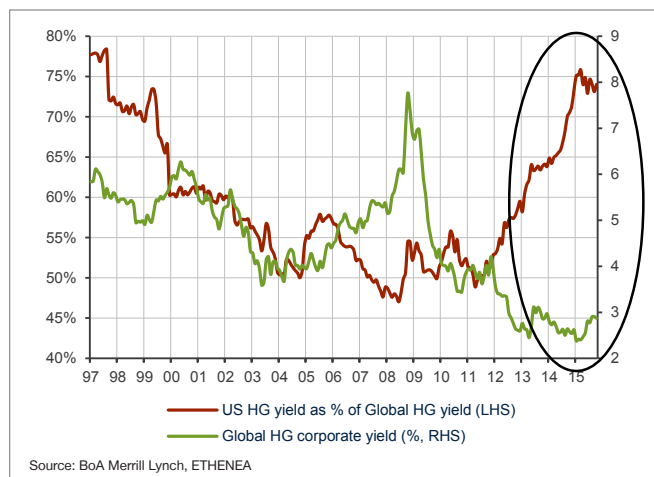
Penchons-nous à présent sur le marché des obligations d'entreprises. Les graphiques 3 et 4 indiquent l'écart de rendement moyen des obligations d'entreprises de qualité investment grade libellées en euro et en dollar américain. Deux constats, entre autres, ressortent de ces graphiques. D'une part, chacun de ces marchés a traversé un creux au début de l'été. Le marché en EUR a touché son plus bas en mars 2015, coïncidant par le plus grand des hasards (?) avec le lancement de l'assouplissement quantitatif de la BCE, tandis que son homologue en USD a connu un mouvement baissier à la fin de la période estivale, alors que les marchés estimaient avec une très forte probabilité que le premier relèvement des taux par la Fed aurait lieu en septembre.



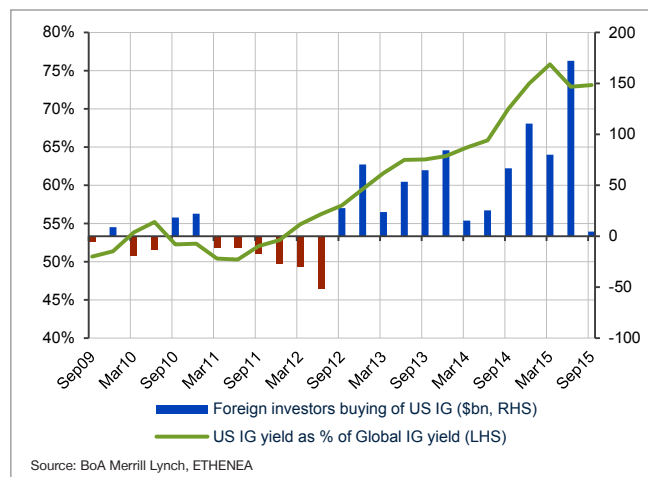
Graphique 5 : Volume d'émissions en euro dans le segment IG, répartition géographique.



Graphique 6 : Solde entre les nouvelles émissions et les nouvelles entrées de capitaux sur le segment des obligations d'entreprises IG en euro.



Graphique 7 : Rendement moyen global des obligations d'entreprises IG et la part correspondante des obligations américaines



Graphique 8 : Solde entre les entrées et sorties de capitaux d'investisseurs hors États-Unis sur le marché IG américain et la part des rendements des obligations américaines.

D'autre part, on observe que le rendement de ce segment de marché en USD est presque deux fois plus élevé qu'en Europe. Le risque de défaillance outre-Atlantique est-il dès lors nettement plus élevé que sur le Vieux Continent ? Cela semble peu probable, les entreprises concernées étant dans certains cas les mêmes, comme l'illustre le graphique 5. En effet, la majeure partie des nouvelles émissions en EUR est effectuée par des entreprises établies aux États-Unis, ce qui n'est gère étonnant compte tenu de l'évolution du cours USD/EUR. Les entreprises basées aux États-Unis et qui exercent des activités dans la zone euro ont essuyé des pertes significatives au niveau de leurs filiales européennes, après conversion en USD. L'émission d'emprunts en euros, permet à l'évidence d'éviter une telle situation puisqu'ils peuvent être déduits des revenus perçus dans cette même devise et ce sans s'exposer au risque de change. L'avantage en termes de taux d'intérêt a sans aucun doute constitué un motif supplémentaire justifiant l'émission d'obligations en EUR par des entreprises américaines. Compte

tenu du rendement des emprunts en EUR, parfois inférieur de plus de 200 points de base (pb) à celui de leurs homologues en USD de même échéance, une telle opération reste rentable même après déduction des coûts liés aux swaps de devises. Le spread toujours très favorable pour les émissions en EUR permet d'anticiper une poursuite des émissions d'entreprises américaines dans la monnaie unique. À titre d'exemple, un emprunt de Procter & Gamble à 8 ans en euros affiche un écart de 140 pb par rapport à la même obligation en USD. Dans le cas d'AT&T, l'avantage atteint même 190 pb sur le segment à 10 ans.

Le graphique 6 montre que l'offre totale est supérieure à la demande. Ce phénomène devrait à lui seul entraîner in fine une hausse des rendements sur le marché des obligations d'entreprises libellées en euros. Si l'on tient également compte de l'attractivité des emprunts américains du point de vue des investisseurs (Graphiques 7 et 8), les obligations d'entreprises

en USD s'avèrent plus intéressantes que celles en EUR. Les obligations américaines génèrent désormais une grande partie des rendements des investisseurs à l'international (plus de 70 % des revenus possibles), ce qui donne lieu à des entrées de capitaux constantes d'investisseurs hors États-Unis (Graphique 8).

Résumons brièvement la situation. Le marché actions est actuellement dominé par des variables qui défient en partie notre analyse rationnelle. Il en va de même pour bon nombre d'autres observateurs. De nombreux investisseurs obligataires, ayant délaissé la classe d'actifs à l'été 2015 pour investir dans des actions qui semblaient plus attrayantes, en particulier dans le contexte d'un relèvement anticipé des taux de la Fed, ont désormais ouvert les yeux. Les marchés actions *faiblissent* et la croissance économique mondiale ralentit. La probabilité d'une série de hausses de taux par la Réserve fédérale américaine au cours du cycle *actuel* est pour l'heure très faible.

En tenant compte des facteurs techniques mentionnés plus haut et de notre analyse macroéconomique, qui sera abordée par la suite par Yves Longchamp, les obligations d'entreprises américaines offrent un ratio rendement / risque très intéressant.



## Auteurs >>

### Guido Barthels

Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

### Yves Longchamp, CFA

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Perspectives macroéconomiques >>

Dans l'édition précédente de nos perspectives macroéconomiques, nous estimions que les risques auraient tous un impact négatif, ce qui s'est vérifié lors du premier mois de l'année. Aux États-Unis, l'activité manufacturière s'est tellement détériorée que ce secteur de l'économie est désormais en récession. En Europe, la croissance s'est certes redressée, mais la faiblesse de l'inflation contraint la BCE à assouplir frénétiquement sa politique monétaire. En Chine, les sorties de capitaux et l'affaiblissement du renminbi trahissent les tensions financières et pourraient alimenter le risque de *contasian*<sup>1</sup>.

Ces risques baissiers se sont tous concrétisés depuis notre dernière édition. Par conséquent, nous avons reconsidéré nos perspectives et revu notre scénario économique à la baisse pour 2016.

## Europe

En Europe, la croissance a continué de s'améliorer. La consommation des ménages bénéficie de la baisse du chômage et de la confiance globalement élevée des consommateurs. Les différences entre les États membres de la zone euro subsistent cependant, ce qui se traduit par des taux de croissance divergents. En Espagne et en Italie, tout porte à croire que la consommation privée va rester solide. Le niveau de consommation demeure faible par rapport à la période qui a précédé la crise financière mondiale. Des signes d'essoufflement sont toutefois perceptibles en Allemagne et, dans une moindre mesure, en France. Sur le front de l'investissement, l'assouplissement des conditions de crédit et la hausse de la demande de crédit en provenance des entreprises non financières sont certes encourageants, mais l'élément déclencheur d'une véritable relance de l'investissement continue de faire défaut.

Tous les indicateurs avancés laissent penser que la production manufacturière dans la zone euro va continuer de croître, contrairement aux États-Unis. À cet égard aussi, les États membres de la zone euro affichent des divergences. Selon les derniers chiffres disponibles, l'activité industrielle s'est assombrie en Allemagne, tandis qu'elle a augmenté plus

vigoureusement en France, en Espagne et en Italie. La croissance reste donc faible, inégale et fragile, mais elle se redresse.

Il est surprenant que l'économie de la zone euro, qui se porte *mieux* que celle de la Chine et des États-Unis, s'apprête à recevoir un nouveau stimulus monétaire. Outre-Atlantique, la Fed a amorcé un cycle de resserrement, tandis qu'en Chine, la PBoC fait face à des sorties de capitaux et se montre par conséquent réticente à assouplir davantage sa politique monétaire.

Pourquoi donc M. Draghi prône-t-il avec tant de vigueur un nouvel assouplissement des conditions monétaires ? Il ne cesse de répéter à qui veut l'entendre que l'objectif d'inflation est le seul objectif poursuivi par la BCE. « Nous avons le pouvoir, la volonté et la détermination d'agir. Nous sommes prêts à utiliser sans limites les instruments dont nous disposons dans le cadre de notre mandat pour atteindre notre objectif d'un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % »<sup>2</sup>, a déclaré le président de la BCE lors de la conférence de presse qui a suivi la dernière décision de politique monétaire.

Dans le cadre de cette publication, nous avons avancé à plusieurs reprises l'idée que la *lowflation* est un phénomène mondial auquel une seule banque centrale si puissante soit-elle, ne peut faire face. Mario Draghi partage à cet égard certains traits avec Don Quichotte. Don Quichotte s'attaquait à des moulins à vent qu'il prenait pour de féroces géants, chevauchant une Rossinante à bout de souffle, tandis que Mario Draghi persiste à lutter contre une sourde menace déflationniste à l'aide d'une politique d'assouplissement quantitatif dont il a déjà épuisé toutes les ressources. L'analogie entre Sancho Panza, son fidèle écuyer, et les marchés dans notre interprétation contemporaine du roman est encore plus inquiétante. Sancho Panza sait pertinemment que son maître a une fausse perception du monde, mais le suit néanmoins. Pour les marchés, plus d'assouplissement rime avec hausse des cours des actions et des obligations.

Les acteurs de marché ont également une fausse perception du monde, s'agissant notamment des prévisions d'inflation.

<sup>1</sup> Pour en savoir plus sur le risque de *contasian* (une combinaison des termes contagion et *Asian*), consultez notre Commentaire de Marché de janvier intitulé *La Tempête*.

<sup>2</sup> Traduction libre de l'anglais, source : <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160121.en.html>

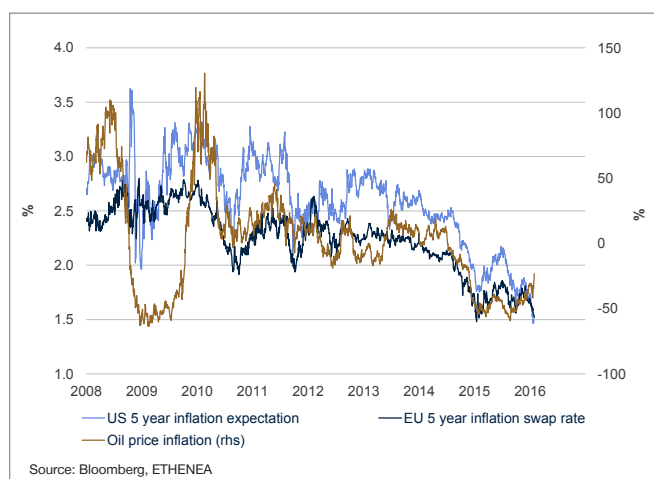
Les prix actuels du pétrole présentent une forte corrélation avec les prévisions d'inflation à 5 ans (Graphique 9), tant aux États-Unis qu'en Europe. Deux questions s'imposent à cet égard : Peut-on raisonnablement penser que le prix du baril aujourd'hui – que personne n'a pu prévoir – laisse augurer ce que sera l'inflation dans 5 ans ? Et la BCE est-elle réellement en mesure d'influer dans un sens ou dans l'autre sur les prix du pétrole à l'aide de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif ou d'une nouvelle baisse des taux en terrain négatif afin de relancer l'inflation et d'enrayer la baisse des prévisions en la matière ? La réponse à ces deux questions est indéniablement « non ».

En revanche, de nouvelles mesures d'assouplissement permettront assurément de maintenir l'euro artificiellement bas, afin d'aider les gouvernements à refinancer leur dette à moindre coût et à financer des réformes structurelles à bas coût, mais aussi de fournir des crédits bon marché à l'économie européenne. Il s'agit plutôt d'une politique monétaire visant la

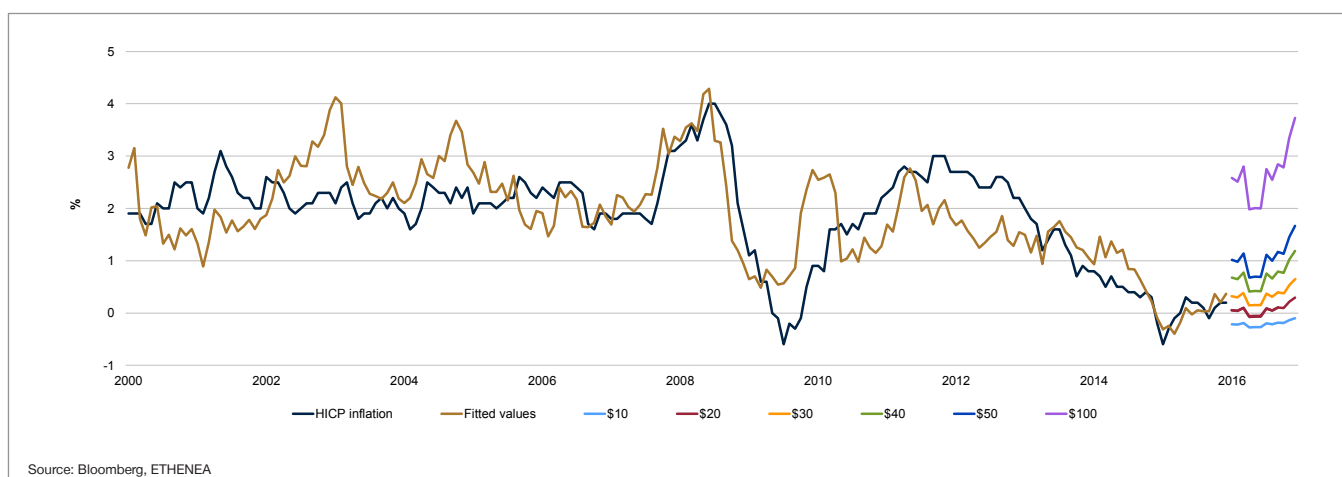
croissance, sans être gênée par une inflation élevée. Il est probable que la BCE abaissera ses taux et augmentera ses rachats d'actifs lors de sa prochaine réunion le 10 mars, sauf en cas de hausse des prix du pétrole ! Le graphique 10 montre l'impact des prix du pétrole sur l'inflation européenne selon plusieurs scénarios. Si le pétrole tombe à 10 USD le baril et se maintient à ce niveau au cours des 12 prochains mois, l'inflation dans la zone euro sera négative cette année. Même s'il atteint 50 USD demain, l'inflation restera en 2016 inférieure à l'objectif de 2 % fixé par la BCE, ce qui soulève des doutes quant à l'efficacité des mesures d'assouplissement quantitatif pour lutter contre la *lowflation*.

### États-Unis

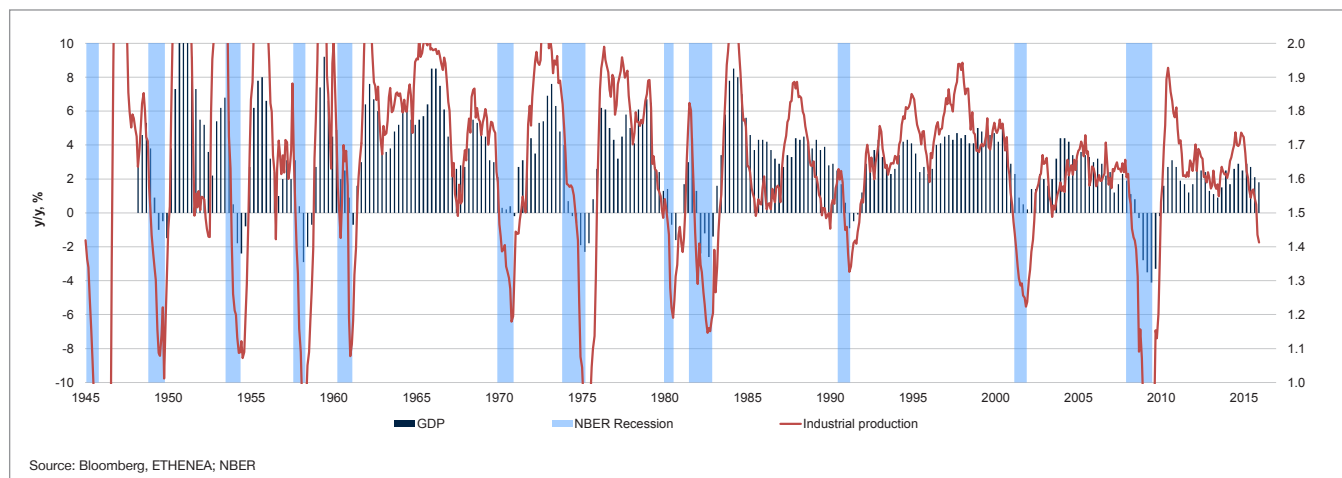
Aux États-Unis, les indicateurs avancés ont continué de se détériorer dans les secteurs des services et manufacturier. L'évolution récente de l'indice ISM manufacturier est selon nous particulièrement préoccupante pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le recul de l'indice ISM semble indiquer une contraction de l'activité manufacturière. Selon les dernières données disponibles, la production industrielle, qui regroupe dans une large mesure l'activité manufacturière, mais aussi l'exploitation minière et de carrières et les services aux collectivités, a baissé pour la première fois depuis la crise financière mondiale. En outre, du fait des signes de contraction de l'activité manufacturière, on peut s'attendre à ce que la baisse de la production industrielle s'accélère dans les mois à venir. Le risque de contraction du PIB est désormais bien réel, comme le montre le graphique 11. Dans l'après-guerre, toutes les récessions (dont les dates de début et de fin sont officiellement définies par le National Bureau of Economic Research – NBER) se sont accompagnées d'une contraction de la production industrielle, l'inverse ne se vérifiant en revanche pas nécessairement. Dans 25 % des cas, une récession industrielle n'entraîne pas de baisse du PIB. On peut donc en déduire que la probabilité que l'économie américaine entre en récession dans les prochains



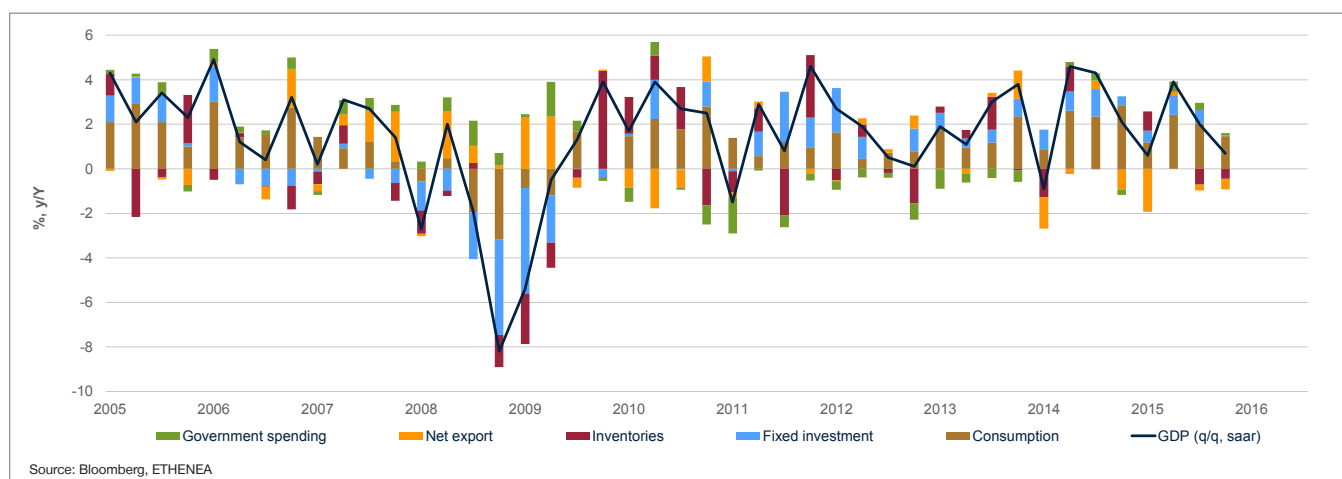
Graphique 9 : Prévisions d'inflation et prix du pétrole



Graphique 10 : L'inflation dans la zone euro est fortement corrélée à l'évolution des prix du pétrole



Graphique 11 : Cycle du PIB industriel aux États-Unis



Graphique 12 : PIB américain et contributions à la croissance

mois est de 75 %. Les investissements en biens d'équipement sont une composante mineure mais primordiale du PIB, car ils reflètent au travers des dépenses d'investissement l'influence de la production industrielle sur les cycles du PIB. Selon les derniers chiffres, ces investissements ont marqué le pas au quatrième trimestre.

Ce ralentissement nous conforte dans notre opinion que le marché de l'emploi américain va perdre de l'élan cette année. À titre d'exemple, les nouvelles demandes d'allocation chômage ont cessé de baisser, tandis que l'emploi ralentit dans le secteur manufacturier. Force est de constater, toutefois, que plus de 90 % de toutes les créations d'emplois l'an passé ont été le fait du secteur des services privés, un secteur d'activité qui n'est pas prêt de se contracter à court terme. Par conséquent, il y a tout lieu de penser que les chiffres de l'emploi hors secteur agricole seront solides, quoiqu'en légèrè baisse.

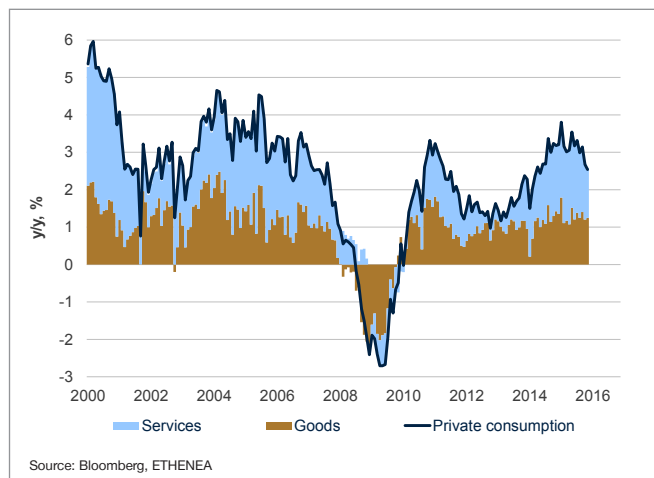
Dans ce contexte, la Fed ne devrait pas pratiquer de hausses de taux agressives cette année, comme semble l'indiquer le dernier

communiqué du FOMC. Une hausse du dollar serait contre-productive pour le secteur manufacturier américain, en repli, ainsi que pour toutes les économies dont les devises sont liées au dollar, telles que la Chine et la plupart des pays exportateurs de pétrole. Tant que l'emploi reste solide et que la croissance évolue correctement, la Fed reste à même de relever ses taux. Selon nous, elle pourrait intervenir au maximum deux fois en ce sens cette année.

Au quatrième trimestre 2015, le PIB a augmenté de 0,7 %, une faible progression par rapport aux trimestres précédents. La composition de la croissance montre que la consommation reste le principal moteur. La part des exportations nettes et des stocks a baissé, tandis que celle des investissements est restée globalement faible (Graphique 12).

La consommation des ménages, qui représente près des deux tiers du PIB américain, a été l'un des principaux moteurs de la croissance ces dernières années. Une analyse détaillée de la consommation privée montre que le cycle actuel est similaire à



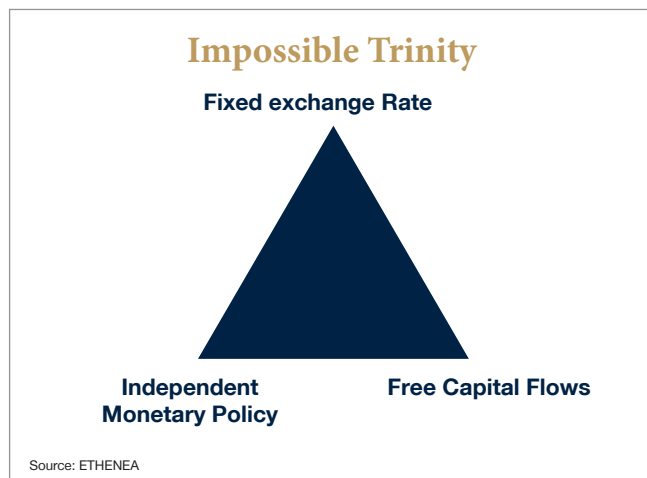


Graphique 13 : Répartition de la consommation des ménages américains entre biens et services

ceux observés lors des 15 dernières années : la consommation de services détermine l'ensemble du cycle de la consommation. Au cours du cycle le plus récent, qui a débuté en 2012, la consommation a progressé sous l'impulsion des services, tandis que la consommation de biens a évolué de façon stable, comme le montre le graphique 13. Ce constat pourrait expliquer l'écart important entre la production manufacturière et la consommation. Il est à noter que la croissance de la consommation tient pour l'essentiel à la consommation liée à la santé, un cycle qui est étroitement lié au lancement du programme *Obamacare*. Selon nous, cela démontre avant tout que le cycle de consommation actuel est clairement en perte de vitesse, ce qui laisse entrevoir une consolidation de la croissance.

## Bretton Woods II

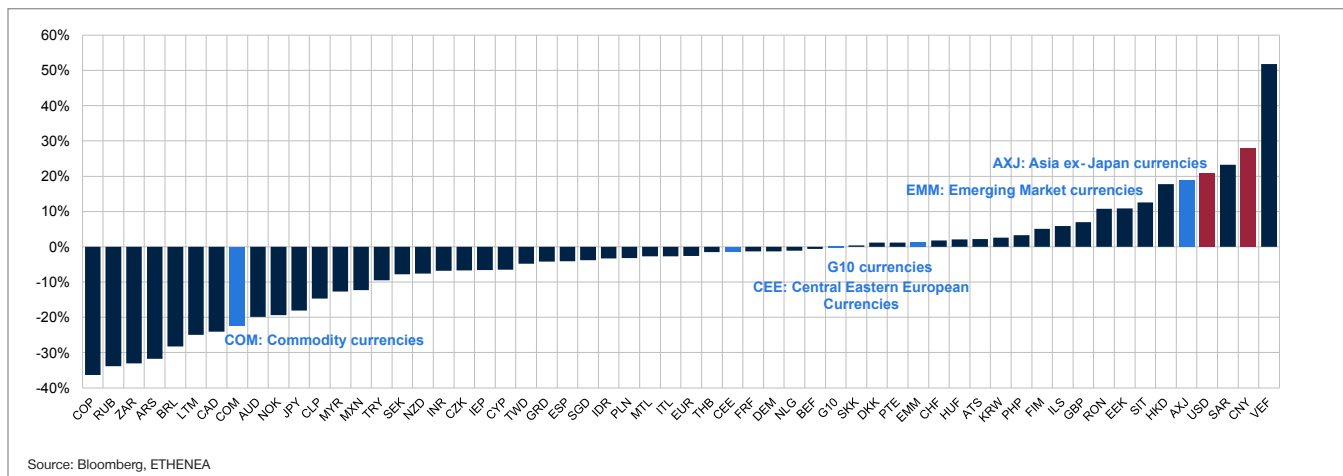
Un taux de change stable, la libre circulation des capitaux et une politique monétaire indépendante sont trois buts que tous les gouvernements souhaiteraient atteindre. Un taux de change stable favorise les échanges au niveau international, la libre circulation des capitaux permet une utilisation efficace des ressources financières, tandis qu'une politique monétaire indépendante offre aux banques centrales nationales la latitude d'ajuster les conditions monétaires en fonction de leurs objectifs. Le problème est que ces trois buts ne peuvent pas être réalisés en même temps : c'est ce que les économistes appellent le *triangle d'incompatibilité* (Graphique 14). Seuls deux des trois buts peuvent être atteints. Dans la zone euro, la stabilité du taux de change (monnaie unique) et la libre circulation des capitaux sont acquises, mais au prix d'une perte totale d'indépendance monétaire au niveau national, qui s'est traduite par l'adoption d'une politique monétaire unique. En Chine par contre, un taux de change stable et une politique monétaire indépendante ont été préférés à la libre circulation des capitaux, ce qui a entraîné la constitution de réserves massives de devises afin de neutraliser l'impact sur la monnaie.



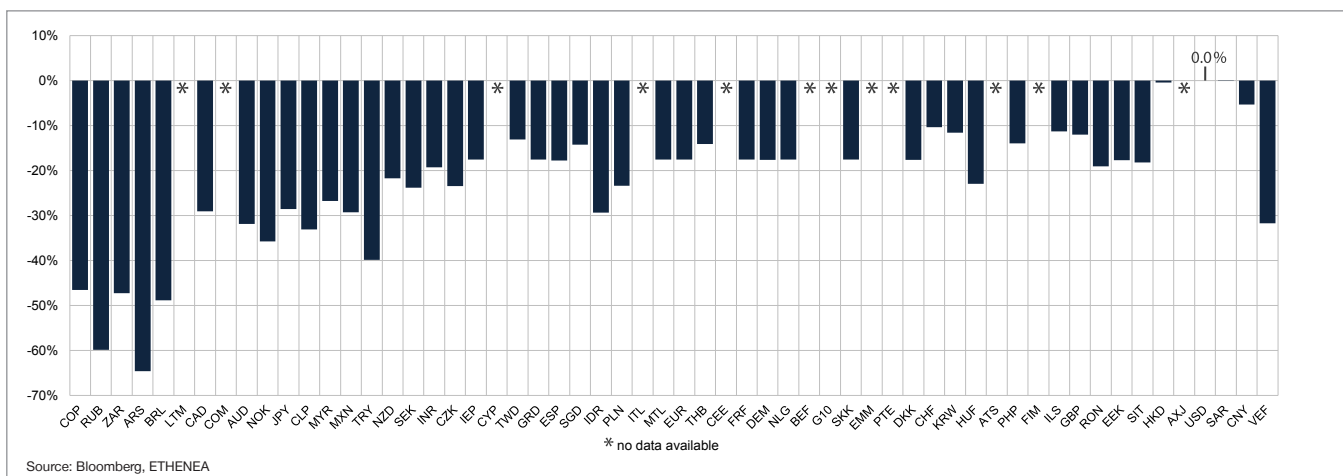
Graphique 14 : Le triangle d'incompatibilité

Les tensions entre ces trois buts s'accroissent lors des beaux jours et se muent en problèmes lors des périodes de difficultés. En Europe, ce n'est que lorsque la crise de l'euro a éclaté qu'il est apparu clairement qu'une politique monétaire unique ne permettait pas d'aplanir en douceur les importantes différences existant entre les pays du cœur du Vieux Continent et ceux de la périphérie. En Chine, les échanges internationaux ne se sont jamais totalement redressés après la crise financière mondiale, révélant au grand jour la fragilité du modèle de croissance de la deuxième économie mondiale. L'indépendance théorique de la politique monétaire chinoise n'est pas suffisante pour faire face aux défis auxquels cette économie est confrontée. La Chine pourrait relever ses taux d'intérêt afin de préserver la stabilité de sa monnaie et d'endiguer les sorties de capitaux, mais au vu du ralentissement de la croissance, cela entraînerait à coup sûr un atterrissage brutal – ce que le Parti communiste chinois veut éviter à tout prix.

Les difficultés que connaît le système monétaire mondial actuel, baptisé Bretton Woods II et centré sur le dollar, résultent à la fois de la faiblesse de la croissance mondiale, des prix bas des matières premières et de la vigueur du billet vert. La faible croissance mondiale a particulièrement impacté les marchés émergents, qui construisent leur succès économique sur d'importants investissements dans les secteurs exportateurs. Ces pays, notamment en Asie, ont recherché en même temps la stabilité monétaire et la croissance. C'est pourquoi ils ont ancré leur monnaie au dollar, qui s'est nettement renforcé au cours des deux dernières années. La plupart d'entre eux ont adopté face au *triangle d'incompatibilité* la même position que la Chine. Ils ont opté pour un taux de change stable et une politique monétaire indépendante, au détriment d'une libre circulation de capitaux, ce qui s'est traduit par une augmentation massive des réserves de change. Dans ce contexte, les variations des réserves de change et des taux de change constituent de bons indicateurs de la santé du système monétaire mondial.



Graphique 15 : Évolution des taux de change effectifs réels depuis 2013



Graphique 16 : Évolution des taux de change au comptant par rapport à l'USD depuis 2013

Les exportateurs de matières premières, quant à eux, ont bien entendu pâti de la chute des prix des matières premières, mais aussi de la vigueur du dollar, pour ceux qui ont ancré leur monnaie au billet vert<sup>3</sup>.

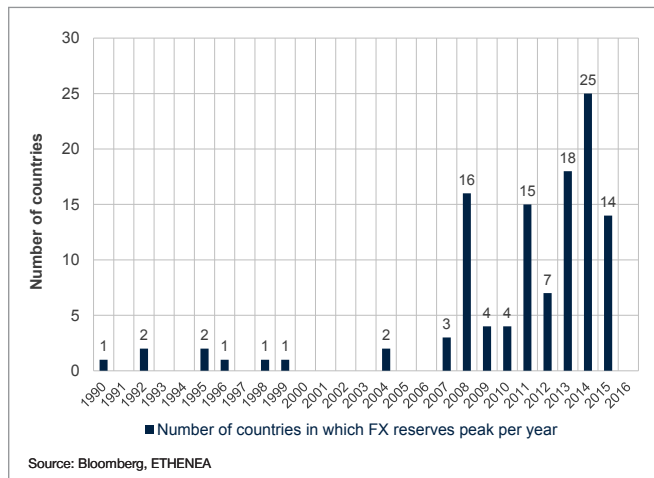
Le système monétaire mondial actuel nous apparaît comme une cocotte-minute dont la soupape de sécurité fuirait : les monnaies sont dévaluées autant que possible, les sorties de capitaux se multiplient tandis que les réserves de change fondent comme neige au soleil, les taux courts grimpent en flèche pour atteindre des niveaux critiques et les banques centrales assouplissent leurs politiques monétaires.

Les taux de change effectifs réels sont des indicateurs utilisés par les économistes pour mesurer l'évolution de la compétitivité internationale. Ils montrent que le dollar américain et le renminbi (représentés en rouge sur le graphique 15) se sont appréciés de 21 % et 28 % respectivement depuis 2013. Le riyal saoudien (SAR) et le dollar de Hong Kong (HKD), tous

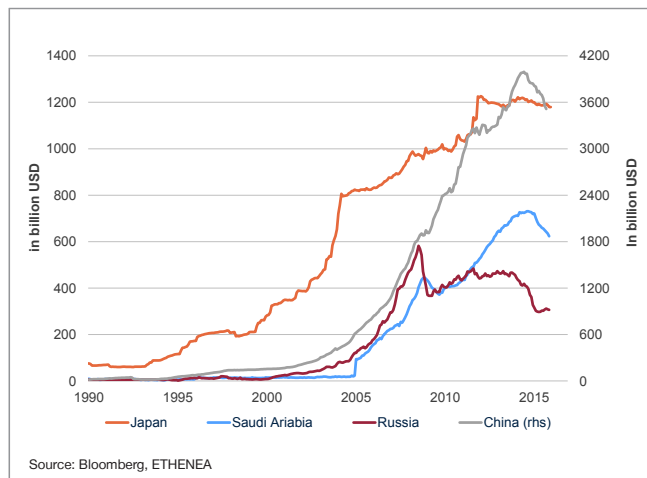
deux liés à l'USD, ont eux aussi fortement augmenté. Parmi les paniers de devises représentés en bleu clair sur le graphique, le groupe Asie hors Japon (AXJ) a enregistré la plus forte hausse en termes réels, malgré des dévaluations successives face à l'USD. Au cours de la même période, toutes les devises ont en fait baissé en termes nominaux face à l'USD sur une base bilatérale, comme le montre le graphique 16, ce qui nous conforte dans notre opinion que le dollar est trop fort pour l'économie mondiale et que tous les pays doivent déprécier leur monnaie pour relancer leur économie.

Seul le taux de change réel du groupe des monnaies liées aux matières premières (COM) dans son ensemble a évolué en accord avec le nouvel environnement, par suite d'ajustements des taux de change ou d'une baisse de l'inflation. Le bolivar vénézuélien (VEF) a connu la plus forte hausse en termes réels malgré une dévaluation ponctuelle de plus de 30 % face à l'USD, l'hyperinflation (200 % en 2015) érodant la compétitivité du pays.

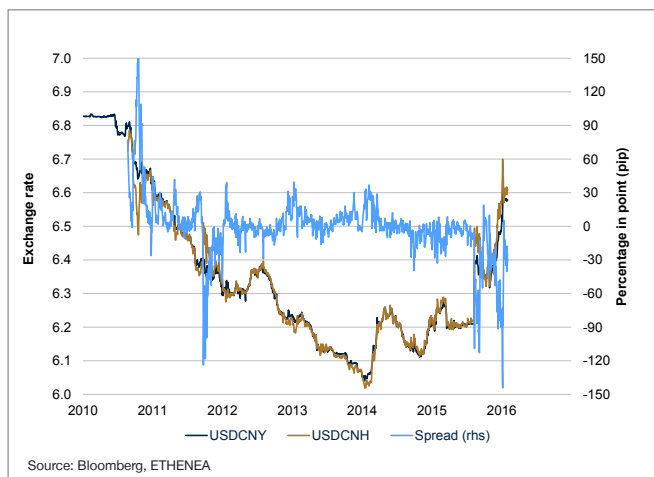
<sup>3</sup> Pour en savoir plus à ce sujet, consultez notre Commentaire de Marché de septembre intitulé [Le Syndrome chinois 2.0](#).



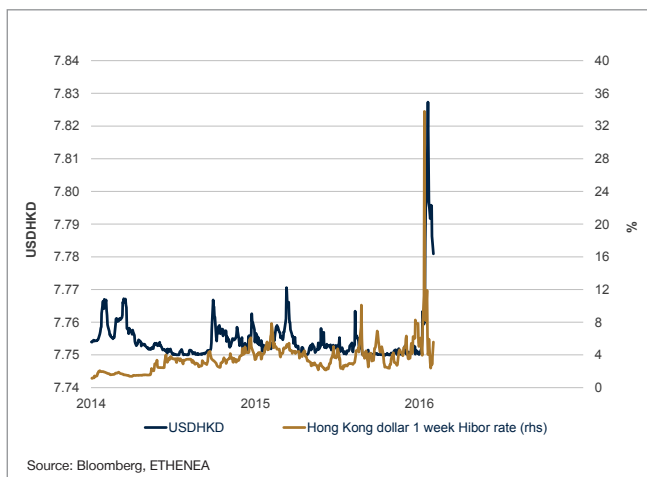
Graphique 17 : La fin de l'accumulation des réserves de change



Graphique 18 : Les réserves de change des quatre principaux détenteurs



Graphique 19 : Écart de cours entre le yuan onshore et le yuan offshore



Graphique 20 : Pression baissière sur le dollar de Hong Kong

Selon les statistiques du FMI sur les réserves de change (qui couvrent 147 pays), 116 pays (soit près de 80 % des pays étudiés) ont vu leurs réserves de change baisser d'au moins 5 % par rapport à leur plus haut niveau. Le graphique 17 montre clairement que cette tendance s'est amorcée au lendemain de la crise financière mondiale et qu'elle s'est accélérée par la suite. Au cours de la seule période 2013-2015, 50 % des réserves de change ont atteint un pic. Les quatre principaux détenteurs de réserves de change – la Chine, le Japon, l'Arabie saoudite et la Russie – détiennent ensemble 50 % de toutes les réserves. Malgré de profondes différences en termes d'évolution économique, de gestion monétaire et de structure économique et politique, tous ont désormais arrêté de constituer des réserves ou bien les liquident (Graphique 18) car leur économie pâtit de la croissance faible, des prix bas des matières premières et/ou de la vigueur du dollar – une combinaison de facteurs que le système monétaire mondial, rigidifié par les choix politiques faits face au *triangle d'incompatibilité*, n'est pas à même de rééquilibrer sans heurts.

Les tensions que connaissent certaines économies sont désormais perceptibles sur les marchés financiers. En Chine, l'écart

entre le yuan onshore et le yuan offshore, c'est-à-dire les prix d'une unité de monnaie chinoise, censés pourtant être parfaitement identiques, reflète les failles du système (Graphique 19). Le renminbi offshore, négocié sur les marchés internationaux, a une valeur inférieure à son homologue onshore, étroitement contrôlé par le Parti communiste chinois, ce qui traduit la pression à la baisse pesant sur le renminbi.

Hong Kong est un pôle financier reliant la Chine au reste du monde. Sa monnaie, le dollar de Hong Kong (HKD), est liée au dollar américain selon une parité fixe depuis plus de 30 ans. En janvier, le HKD a fortement fluctué par rapport à l'USD, ce qui reflète les pressions baissières consécutives et laisse augurer des sorties de capitaux. Pour maintenir la parité, la Hong Kong Monetary Authority (HKMA) a relevé les taux d'intérêt à une semaine de près de 35 % (Graphique 20) afin de dissuader les investisseurs de se positionner à la vente sur le HKD.

Enfin, face aux difficultés qu'ils rencontrent, les exportateurs de matières premières dont les monnaies sont liées au dollar pourraient bientôt nécessiter une aide financière. L'Azerbaïdjan et le Nigeria, deux pays exportateurs de pétrole dont les

monnaies sont arrimées à l'USD, ont déjà sollicité les subsides du FMI en janvier.

## Chine

En Chine, le ralentissement de la croissance et l'augmentation rapide de la dette n'augurent rien de bon. La baisse des réserves de change, combinée aux sorties de capitaux et à l'affaiblissement du renminbi, est également symptomatique des déséquilibres domestiques. La récente dévaluation du renminbi et les prévisions anticipant le maintien d'un biais baissier laissent craindre de nouvelles sorties de capitaux et une pression accrue sur la monnaie. En cas de désendettement rapide, le risque d'une crise financière se propageant au reste de l'Asie (risque de *contasian*) augmenterait fortement.

Un rapport du Hong Kong Institute for Monetary Research (HKIMR) publié en décembre 2015 et intitulé *China: Credit, Collateral, and Commodity Prices*<sup>4</sup> est venu apporter un solide soutien empirique aux preuves anecdotiques accumulées depuis plusieurs mois. Selon les deux auteurs, l'évolution corrélée des prix des matières premières, du crédit et du renminbi s'explique en partie par les stratégies de carry trade à risque consistant à nantir des matières premières en garantie d'un prêt en dollar dont les produits sont ensuite investis en renminbi. Le succès de cette stratégie financière suppose premièrement que la devise de financement (USD) ne s'apprécie pas, deuxièmement que la marge bénéficiaire, c.-à-d. l'écart entre le taux d'intérêt et le rendement de l'investissement, soit confortable et troisièmement que la garantie ne se déprécie pas. Aucune de ces trois conditions n'est plus remplie désormais, ce qui signifie que les sorties de capitaux enregistrées par la Chine sont en partie à mettre à l'actif du dénouement d'opérations de carry trade. Ces flux ont été importants et ont pu déclencher une seconde vague de sorties de capitaux imputables aux citoyens chinois désireux d'investir à l'étranger, tendance qui devrait durer un certain temps.

Les réserves de change chinoises ont diminué de 660 milliards USD au cours des 18 derniers mois. Lors du seul mois de décembre 2015, la baisse a atteint 108 milliards USD, ce qui traduit une accélération. Selon nous, cette tendance n'est pas appelée à s'inverser et nous nous interrogeons sur sa durée. Quel niveau minimum de réserves de change la Chine peut-elle se permettre ? Selon le FMI, les réserves doivent couvrir

au moins 3 mois d'importations ou l'ensemble des dettes à court terme à l'échelle internationale. Après un rapide calcul, la Chine peut donc descendre jusqu'à 1.000 milliards USD. Il paraît peu probable, toutefois, qu'elle laisse la richesse qu'elle a durement acquise s'égrainer lentement jusqu'à ce que cette limite soit atteinte. Un niveau compris entre 2.000 et 2.500 milliards USD nous semble plus raisonnable, et pourrait être atteint dès cet été. La poursuite de sorties de capitaux massives pèserait sur le climat économique mondial et déclencherait une réponse des autorités chinoises. Une dévaluation ponctuelle du renminbi ou la mise en œuvre de mesures strictes de contrôle des capitaux sont certes des solutions évidentes, mais elles donneraient un coup d'arrêt au processus d'internationalisation du renminbi, ce qui n'est pas souhaité.

## Conclusion

Les risques baissiers se sont concrétisés ou sont devenus plus probables depuis la dernière édition de nos perspectives macroéconomiques. Par conséquent, nous avons reconsidéré notre point de vue et révisé notre scénario économique à la baisse pour 2016. Aux États-Unis, la contraction de la production industrielle compromet sérieusement la croissance du PIB et le cycle de hausse des taux d'intérêt amorcé récemment par la Fed. En Europe, malgré des chiffres encourageants, la croissance reste fragile. En Chine, les sorties de capitaux trahissent les faiblesses de l'économie et pèsent sur le climat des affaires. Enfin, la morosité de la croissance mondiale, les prix bas des matières premières et la vigueur du dollar mettent en péril le système monétaire mondial. En un mot comme en cent, l'horizon économique est bien nuageux.



## Auteur >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research  
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>4</sup> Source : [http://www.hkimr.org/uploads/publication/433/wp-no-27\\_2015.pdf](http://www.hkimr.org/uploads/publication/433/wp-no-27_2015.pdf)



## Auteurs >>

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



(de gauche à droite) : Yves Longchamp – Head of Research chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiaco, Christian Schmitt, Niels Slikker et Peter Steffen; les autres membres de l'équipe de Gestion de Portefeuille (non représentés): Holger Brück, Jörg Held, Roland Kremer, Ralf Müller et Marco Ricciardulli

## 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 31/01/2016.