



# COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## Vision 360°

Tout comme les automobilistes, les acteurs de marché doivent rester prudents et attentifs à leur environnement. Beaucoup pensent qu'il est plus simple de se laisser porter par le mouvement. Mais ce n'est qu'en élargissant notre champ de vision à 360 degrés, que nous prenons pleinement conscience de la situation.

## Sommaire >>

>> [Vision 360°](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





## Vision 360°

**Tout comme les automobilistes, les acteurs de marché doivent rester prudents et attentifs à leur environnement. Beaucoup pensent qu'il est plus simple de se laisser porter par le mouvement. Mais ce n'est qu'en élargissant notre champ de vision à 360 degrés, que nous prenons pleinement conscience de la situation.**

A l'instar des automobilistes, les acteurs de marché devraient vérifier régulièrement leur environnement pour prendre pleinement conscience de la situation et anticiper les risques avant qu'ils ne se produisent. Bien entendu: *ils devraient*. Pourtant, en règle générale, il en va autrement, et l'auteur ne peut que le reconnaître.

Dans la majorité des cas, *le marché*, à savoir la plupart des intervenants qui y exercent des activités, ne se concentre que sur quelques aspects d'une réalité souvent complexe et génère, sur cette base, une opinion qui est continuellement confrontée aux nouvelles données. En réalité, les informations disponibles ne peuvent pour une grande partie même pas être assimilées en tant que telles, tant les acteurs se mettent des œillères pour gérer le flux écrasant de données arrivant de toutes parts. En bons petits moutons, ils suivent confortablement le *troupeau*.

Heureusement, certains parviennent à conserver une vue d'ensemble et à regarder de tous côtés. Ce sont ceux-là même qui doivent nous maintenir en éveil. L'auteur a la chance de connaître certaines de ces personnes, qui l'ont ramené à la réalité.

Les marchés semblent pour l'instant trop préoccupés par les signaux négatifs qu'envoient les données. L'évolution des marchés à risque (actions et obligations) dans les premières semaines de l'année en dit long à ce sujet. Baisse des actions, baisse des rendements des obligations *sans* risque et hausse pour les obligations risquées... tout ceci à l'échelle mondiale. Même si la croissance des économies de la zone euro et des

États-Unis, les deux marchés qui nous importent le plus, est en bonne voie, beaucoup craignent une nouvelle récession mondiale comparable à celle de 2008-2009. Les données positives sont négligées, perdues au milieu du brouhaha.

Les attentes sont tout aussi élevées pour les banques centrales. Nous espérons un miracle de la part de la Banque centrale européenne (BCE), bien que personne ne sache avec certitude ce que cela impliquerait. La seule chose qui soit certaine, c'est que cette mesure pourrait être extraordinairement positive. D'un autre côté, aucun relèvement supplémentaire des taux par la Fed n'est anticipé, bien que l'inflation sous-jacente aux États-Unis se soit à présent établie au-delà de la barre des 2 % et que les dépenses des consommateurs ne cessent d'augmenter.

Ces deux hypothèses pourraient toutefois être erronées. La Fed pourrait augmenter ses taux une nouvelle fois pour freiner le retour de l'inflation et la BCE pourrait décevoir les investisseurs, comme cela a été le cas en décembre 2015. Après tout, la politique monétaire de la BCE se situe déjà hors du domaine du raisonnable, ses taux étant en territoire négatif. C'est une politique économique et structurelle qu'il convient de mettre en place, et non une politique monétaire.

Rappelons ceci : comme l'a dit le ministre fédéral de l'Économie et vice-chancelier allemand Sigmar Gabriel, la faible croissance de l'Allemagne n'est pas attribuable à une mauvaise politique de la BCE. La cause en est une politique économique peu judicieuse qui a mené à un tassement de la croissance en

Allemagne et dans l'ensemble de l'Europe. Une nouvelle baisse des taux n'est pas la solution.

Avons-nous retourné notre veste par rapport au Commentaire de Marché précédent ? La réponse est un *Non* retentissant, comme nous l'expliquera Yves Longchamp dans les perspectives macroéconomiques. Nous avons toutefois enlevé nos lunettes en noir et blanc et pouvons apercevoir de nouveau de nombreuses nuances de gris.



## Auteurs >>

**Guido Barthels**  
Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

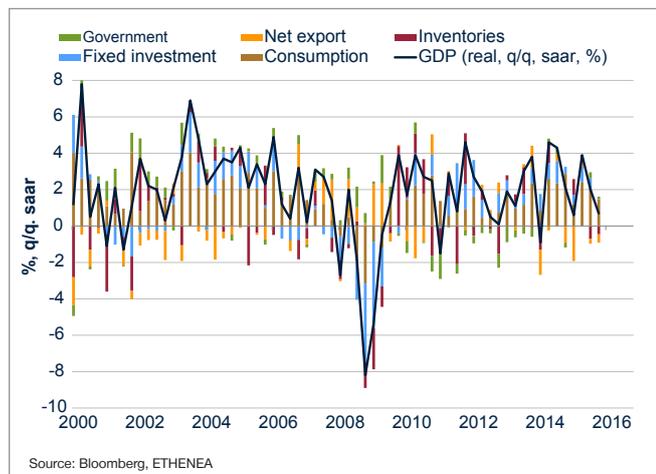
**Yves Longchamp, CFA**  
Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Perspectives macroéconomiques >>

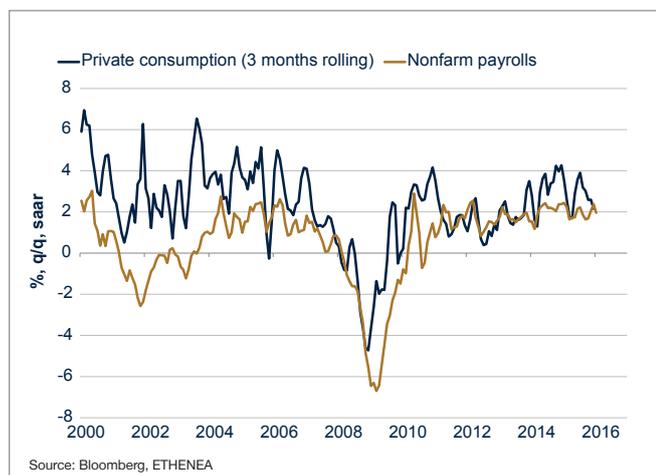
Au cours des derniers mois, nous avons consacré de nombreuses analyses aux déséquilibres mondiaux, au système monétaire international, à la vigueur du dollar, à la faiblesse des prix et à la croissance atone. Convaincus qu'il s'agit là d'une combinaison dangereuse, nous restons dès lors prudents. Ce mois-ci, nous examinons en détail les trois régions qui nous intéressent le plus, à savoir les États-Unis, la zone euro et la Chine. Les signes de faiblesse s'annoncent un peu partout.

## États-Unis

La reprise cyclique en cours depuis trois ans aux États-Unis s'essouffle, comme en témoigne le graphique 1. L'étude des



Graphique 1 : Contributions à la croissance du PIB américain

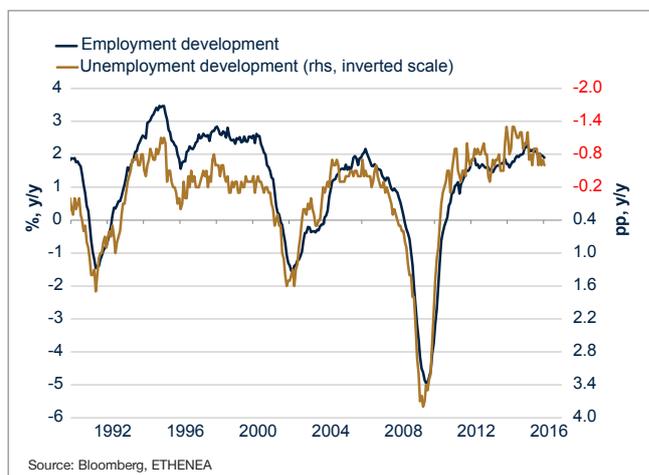


Graphique 2 : L'emploi est un facteur clé pour la consommation privée

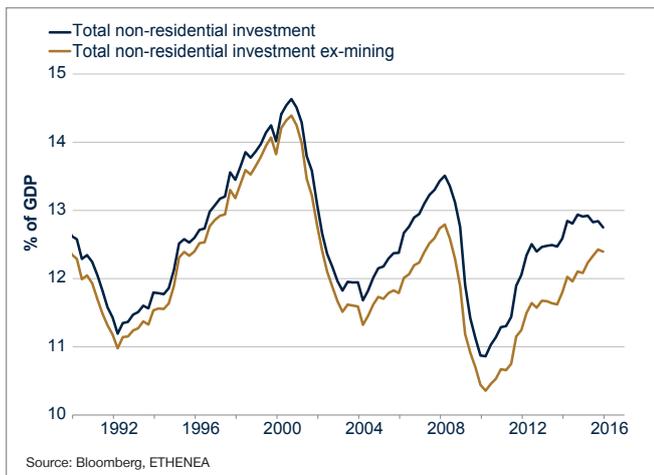
composantes du PIB révèle que le ralentissement est relativement généralisé. La consommation privée, l'investissement et les exportations nettes ont reculé au cours des derniers trimestres.

L'une des méthodes les plus simples pour comprendre la dynamique de la consommation privée consiste à examiner le marché du travail. Le principal facteur déterminant de la consommation est la situation du consommateur américain en matière d'emploi. Le graphique 2, qui présente les créations d'emplois hors secteur agricole et la croissance de la consommation, permet d'observer une forte corrélation entre ces deux éléments. De ce point de vue, les mêmes questions se posent quant à l'évolution future de la consommation et du marché de l'emploi. Le graphique 3 est particulièrement utile à cet égard, car il illustre le lien naturel entre la création d'emplois et l'évolution du taux de chômage. La baisse du taux de chômage a été très rapide en 2014 affichant plus de 1 point de pourcentage (pp) par an, avant de ralentir jusqu'à 0,6 pp par an en janvier 2016, une décélération qui devrait se poursuivre pour la simple raison que lorsque le chômage est proche de l'équilibre, il est difficile de le faire baisser davantage. Par un effet mécanique, la création d'emplois devrait progressivement marquer le pas cette année, tout comme la consommation.

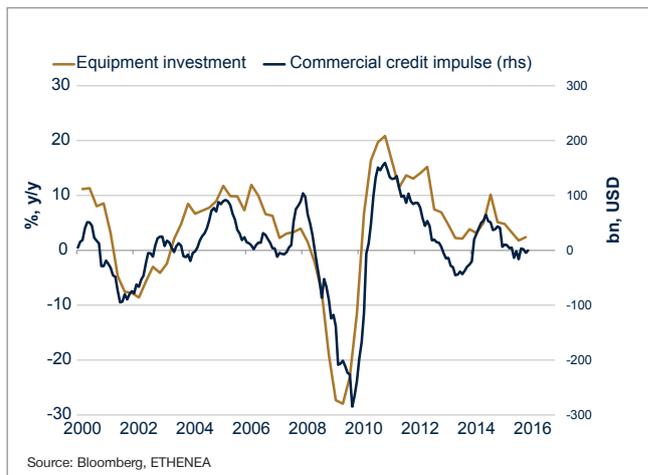
À moins d'une inversion de la tendance sur le front du chômage (en d'autres termes, une récession), la consommation devrait rester soutenue aux États-Unis, en particulier si les salaires augmentent et si la hausse des crédits à la consommation se poursuit. À ce stade, le ralentissement de la consommation



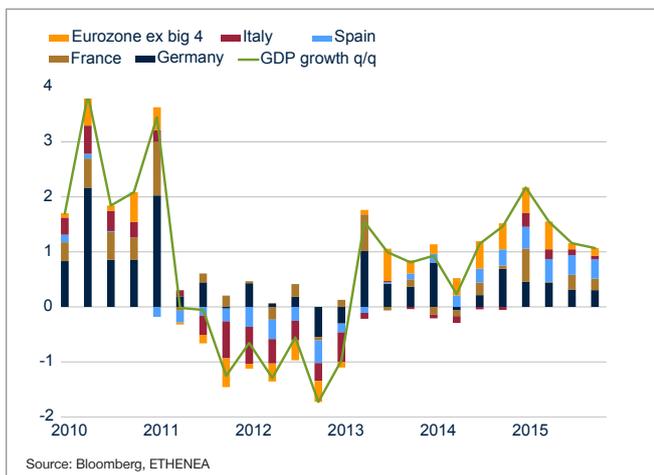
Graphique 3 : Dynamiques d'emploi et de chômage\*



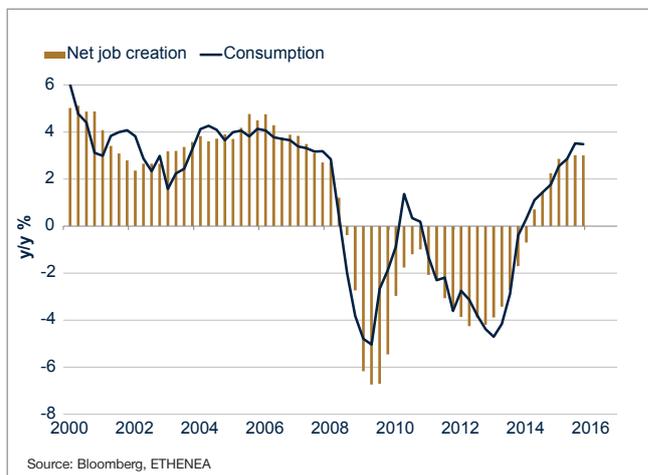
Graphique 4 : Part de l'investissement non résidentiel dans le PIB



Graphique 5 : L'impulsion du crédit dans les prêts commerciaux et industriels est limitée



Graphique 6 : Contributions régionales à la croissance dans la zone euro



Graphique 7 : Dynamique de l'emploi et de la consommation en Espagne

reflè e davantage un phénomène de fin de cycle, plus qu'autre chose.

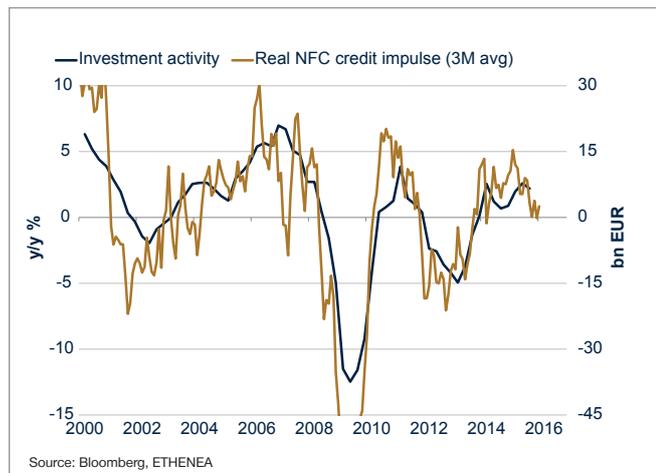
S'agissant de l'investissement, le recul des investissements en biens d'équipement est essentiellement attribuable à l'industrie du pétrole, comme l'illustre le graphique 4. Le récent ralentissement du secteur manufacturier étaye toutefois le scénario d'une diminution des investissements. Nos chiffres en matière d'impulsion de crédit dans le segment des prêts industriels et commerciaux (Graphique 5) suggèrent également que les investissements devraient rester anémiques. Enfin, les exportations nettes ont été plombées par la faiblesse de la demande mondiale et la vigueur de l'USD au cours des derniers trimestres.

Dans ce contexte, une hausse des taux de la Fed en mars semble improbable. Il est toutefois essentiel de garder à l'esprit le double mandat de la Fed : atteindre un taux d'emploi maximum et stabiliser les prix. Avec un taux de chômage inférieur à 5 %, les économistes estiment que le marché a atteint le plein emploi et, selon la Fed, le faible taux d'inflation actuel est

imputable à des situations temporaires, telles que les prix bas du pétrole et un USD fort. Si elle applique ce double mandat à la lettre, Janet Yellen pourrait relever les taux en mars. Tout dépend du poids qu'elle accordera à la bonne santé actuelle de l'économie américaine par rapport à son évaluation sur son évolution future. Les indicateurs avancés les plus récents font état d'une détérioration des secteurs manufacturier et des services, ce qui devrait l'amener à adopter une position plus accommodante. Que fera-t-elle ? Elle répondra à cette question, et en soulèvera de nombreuses autres, le 16 mars lorsque le FOMC prendra sa prochaine décision en matière de politique monétaire.

**Zone euro**

Dans la zone euro, les contributions majeures à la croissance se sont progressivement déplacées du nord vers le sud. Si l'Allemagne, la plus grande économie de l'union monétaire, a joué un rôle central dans la reprise qui a suivi la crise de l'euro (Graphique 6), sa contribution à la croissance de la zone euro a reculé l'année dernière, en raison essentiellement de



Graphique 8 : L'impulsion de crédit est au point mort en Europe

la baisse des exportations nettes. Il est étonnant de constater que l'un des principaux pays exportateurs du monde, qui profite d'une devise faible, n'a pas été en mesure d'accroître ses exportations. Cela signifie en substance que le ralentissement de la croissance mondiale est un facteur déterminant de la faiblesse des exportations, celle-ci étant essentiellement observée en Asie.

Dans le sud de l'Europe, notamment en Espagne et en Italie, la consommation privée s'est redressée dans le sillage des créations d'emplois. Le graphique 7 illustre la situation en Espagne. Le taux de chômage étant toujours supérieur à 20 % dans le pays, il existe un large potentiel de croissance de la consommation. Ceci s'applique à tous les pays affichant un taux de chômage élevé et une dynamique de hausse des créations d'emplois.

Le cycle d'investissement européen est à un stade similaire à celui des États-Unis. L'impulsion de crédit est au ralenti (Graphique 8). La situation est semblable dans les quatre plus grandes économies de la région : Allemagne, France, Espagne et Italie.

Par rapport au cycle économique américain, celui de la zone euro se trouve encore à un stade précoce, ce qui lui confère un avantage. Le taux de chômage de la région, deux fois supérieur à celui des États-Unis (10,5 %), est nettement au-dessus du taux de chômage d'équilibre. Tant que le marché du travail européen continue de créer des emplois, la consommation devrait se redresser. La zone euro est toutefois une économie plus ouverte sur le monde que les États-Unis et une nouvelle baisse de la demande globale, notamment en provenance de l'Asie, plomberait la croissance.

La BCE se retrouve à nouveau sur le devant de la scène. Le 10 mars, Mario Draghi annoncera probablement de nouvelles

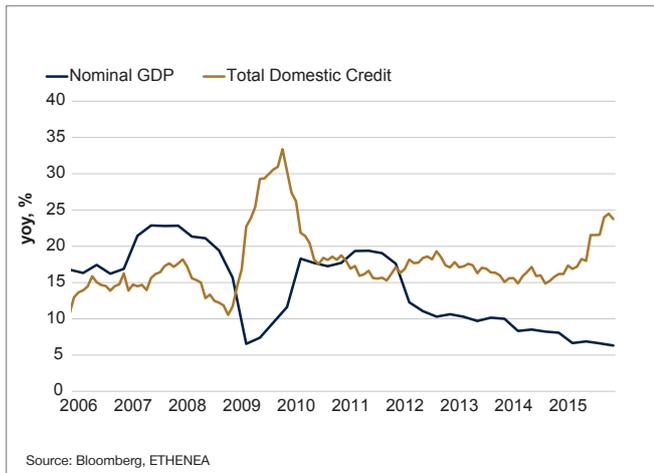
mesures d'assouplissement, compte tenu de la faiblesse persistante de l'inflation et de la détérioration des perspectives de croissance. La question que nous nous posons tous est de savoir ce que la BCE va et pourra faire. Nous prévoyons une nouvelle baisse des taux, en espérant qu'elle s'accompagne de dispositions spéciales afin de ne pas pénaliser davantage les banques, ainsi que l'extension du programme d'assouplissement quantitatif actuel sous la forme d'achats mensuels supplémentaires.

La BCE pourrait toutefois en faire plus. L'indice des conditions financières (ICF) est utilisé par les banquiers centraux pour examiner l'état de la politique monétaire et synthétise trois dimensions : le taux d'intérêt, la prime de risque et la devise. À l'instar de nombreuses autres banques centrales à travers le monde, la BCE a exploité la première (le taux d'intérêt) de manière intensive. Le taux d'intérêt à court terme est bas (voire négatif), tout comme celui à long terme à la suite de la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif. Les possibilités offertes par cette dimension sont désormais en grande partie épuisées. L'effet marginal d'une nouvelle baisse des taux en territoire négatif ou de l'extension du programme d'achat d'un milliard d'euros supplémentaire est négligeable. Si la troisième dimension, la devise, n'est pas officiellement ciblée par les banques centrales des pays développés (à l'exception de la Banque nationale suisse), elle est manipulée indirectement en maintenant les taux d'intérêt inférieurs à ceux du reste du monde. Elle présente des avantages à court terme, comme celui de doper les exportations et de soutenir l'inflation. Dans un environnement caractérisé par une inflation et une croissance anémiques, la devise n'a qu'un effet limité. Les prochaines mesures de la BCE pourraient porter sur la deuxième dimension (la prime de risque), qu'elle n'a presque pas exploitée. L'institution de Francfort peut acheter directement des prêts aux banques. Ce programme d'assouplissement du crédit aurait l'effet d'une subvention aux banques et réduirait probablement davantage la prime de risque liée aux prêts aux entreprises et hypothécaires. Une telle disposition serait favorable à l'investissement, mais seulement si les problèmes affectant le crédit sont liés à l'offre.

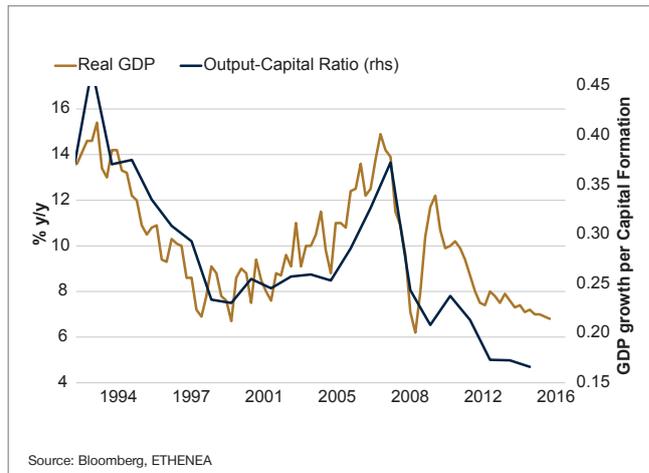
À l'instar de la Fed le 16 mars, la BCE prendra sa décision le 10 mars, répondant ainsi à de nombreuses questions et en soulevant d'autres.

## Chine

Si la Chine a focalisé l'attention en début d'année en laissant le CNY se déprécier face à l'USD, la situation s'est apaisée depuis. Les quelques statistiques publiées pendant les fêtes du Nouvel An lunaire ont cependant souligné les grands défis que l'économie chinoise devra relever cette année. En janvier, les réserves de change ont à nouveau diminué, de 100 milliards USD. Si le rythme des sorties de capitaux se maintient, les réserves actuelles, qui s'élèvent à 3.200 milliards USD et qui sont encore les plus importantes au monde, pourraient



Graphique 9 : Accélération du crédit chinois dans un contexte de ralentissement de la croissance du PIB



Graphique 10 : Chute de la croissance provenant des investissements supplémentaires en Chine\*

atteindre dans quelques mois un niveau qui obligerait la banque centrale à réagir de manière plus décisive. Les options de politique monétaire qui restent à sa disposition incluent un nouveau durcissement des contrôles de capitaux, la dévaluation de la devise à un niveau qui exclurait toute nouvelle mesure de ce type, ou la hausse des taux d'intérêt. Toutes ces options ont néanmoins un coût et ont été repoussées par la Banque populaire de Chine (BPC) jusqu'à présent. Elles seront retenues ou non en fonction de l'ampleur des sorties de capitaux au cours des prochains mois.

Il ne s'agit toutefois pas du seul signal d'alerte. L'envolée de l'activité de prêt en janvier a dépassé les attentes au point que la BPC a appelé les banques au calme. Les détails de l'augmentation spectaculaire des emprunts sont positifs, témoignant d'une poursuite du remboursement des prêts en devises et d'une demande de financement à long terme, ce qui pointe vers des investissements. La croissance continue du crédit, malgré des niveaux d'endettement très élevés, indique que la Chine ne fait pas face à un *credit crunch*, qui déclencherait une crise de financement dans le secteur privé. La baisse de la productivité et de la rentabilité observée dans le secteur industriel remet toutefois en cause le rendement réel attendu des nouveaux prêts consentis. Le graphique 9 montre que, depuis 2008, le rythme de la croissance du crédit chinois a été plus élevé que celui du PIB nominal. Le crédit aux entreprises a progressé rapidement pour atteindre 150 % du PIB, mais l'effet marginal du crédit supplémentaire sur la croissance a diminué et la croissance n'a cessé de ralentir depuis (Graphique 10).

La stabilisation de la croissance économique restaurerait la confiance dans l'économie chinoise et mettrait fin aux sorties de capitaux. Les derniers indicateurs avancés indiquent que la croissance s'est quelque peu stabilisée, probablement soutenue par la croissance constante du crédit et la hausse des dépenses publiques. Si ces soutiens sont les bienvenus à court terme, le problème à long terme de la surcapacité industrielle et de la mauvaise allocation des ressources n'est que reporté. L'Assemblée nationale populaire, qui se déroulera début mars, donnera une indication quant à la méthode utilisée par le Parti communiste chinois afin de restructurer l'économie pendant les cinq prochaines années. En décembre, ce même gouvernement avait annoncé son intention de réduire les surcapacités industrielles ainsi que les stocks dans l'immobilier, de s'attaquer au désendettement, de baisser les coûts pour les entreprises et de favoriser les capacités pour certains produits et services. Ces cinq initiatives abordent les bons problèmes que la Chine doit affronter, mais leur bonne mise en œuvre devrait entraîner un ralentissement de la croissance du pays au cours des prochaines années.

Auteur >>

**Yves Longchamp, CFA**  
 Head of Research  
 ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

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



## Auteurs >>

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 Valsangiacomo, 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 29/02/2016.