



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

Un autre joker dans le jeu des banques centrales

Tantôt fortes, tantôt faibles, les réactions du marché aux politiques monétaires ont donné le ton pour le premier trimestre. Pour le moment, seule l'inflation semble ne pas réagir à la politique monétaire. Cependant, qu'est-ce que cela signifierait pour les marchés, plus particulièrement action, si l'inflation revenait dans la partie ?



Central bank

Sommaire >>

>> [Avant-propos](#)

>> [Un autre joker dans le jeu des banques centrales](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)



Avant-propos >>

de Guido Barthels, Portfolio Manager
ETHENEA Independent Investors S.A.

Nous sommes aujourd'hui, comme toujours, confrontés à des défis importants sur les marchés financiers. Si nous en faisons mention ici, c'est que les événements survenus depuis la fin de l'été 2015 ont entraîné une certaine insensibilité sur les marchés. Comme pour toutes les choses du quotidien, l'avalanche d'informations a déclenché une augmentation du seuil de sensibilité. L'auteur lui-même en a récemment fait l'expérience en considérant le mois de mars 2016 comme un mois plutôt calme, voire presque ennuyeux.

Pourtant, les données du marché dépeignent une réalité bien différente. Le taux américain à 10 ans, particulièrement important pour nous, est passé d'un peu moins de 1,70 % à presque 2,00 %, pour ensuite retomber temporairement sous la barre de 1,70 %. Ce taux se situe aujourd'hui à mi-chemin, à 1,75 %. Le rendement des Bunds à 10 ans a lui aussi évolué en dents de scie. De tout juste 0,10 %, il a triplé pour se fixer à plus de 0,30 %, avant de rechuter brièvement sous 0,10 %. Ici aussi, le rendement se situe aujourd'hui quelque part entre les deux, à 0,16 %. Toutefois, c'est le cours EUR/USD qui a subi l'évolution la plus remarquable. Le cours de l'euro, à 1,08, s'est apprécié de plus de 5 % par rapport au billet vert, pour s'établir à 1,14. Il est à l'heure actuelle légèrement supérieur à 1,12.

Par le passé, ce type de mouvement durait des mois, voire des années. Il ne s'agit plus aujourd'hui que de jours et de semaines, et nous pouvons même parfois observer de telles fluctuations en l'espace d'un jour seulement. Malgré ces évolutions extrêmes, un gérant de fonds doit conserver une vision globale et ne pas perdre de vue son mandat. Nous visons en premier lieu la préservation du capital, pour ensuite essayer de générer un rendement approprié tout en conservant une faible volatilité.

En raison d'une avalanche d'informations évoquée ci-dessus, nous avons dû redoubler d'efforts afin de rester concentrer sur notre philosophie de gestion. Au siècle dernier, le temps était presque toujours au beau fixe pour les gérants obligataires. En mai 1997, alors que l'auteur faisait ses premiers pas sur les marchés, des emprunts d'État allemands d'échéance 10 ans à 5,5 % ont fait leur apparition. Son premier contact avec les obligations, pour ainsi dire. La durée d'une telle obligation était alors autour de 6,5 ans, ou, pour l'expliquer plus clairement : si le rendement de l'obligation fluctuait de 1 point de base, son cours évoluait lui aussi, de presque 6 points de base. Aujourd'hui, les emprunts d'État allemands à 10 ans affichent un coupon de 0,5 % et arrivent à échéance en février 2026. Leur durée s'élève à 9,6 ans, ce qui implique que, si le rendement fluctue de 1 point de base, le prix varie lui de presque 10 points de base, soit près de 50 % de plus que par le passé. Ces obligations sont donc bien plus volatiles qu'auparavant. Et ce n'est pas tout : pour les gérants débutants aujourd'hui sur les marchés obligataires, le portage n'existe que dans les livres d'histoire. Que reste-t-il à ces gérants de nos jours ? Des moteurs de performance corrélés à la prime de risque action, ce qui implique d'anticiper correctement la dynamique des profits et la direction des marchés.

Pour nous, cela signifie que nous nous efforçons aujourd'hui d'utiliser la marge de fluctuation des taux américains pour faire augmenter le rendement. Nous allongeons donc la durée de nos portefeuilles lorsque nous approchons de la limite supérieure que nous avons identifiée et, à l'inverse, nous la réduisons lorsque nous nous trouvons à proximité de la limite inférieure. Tant que le marché fluctue dans cette fourchette, cette méthode nous permet de générer des rendements. Les problèmes n'émergent que lorsque les limites supérieures et inférieures sont dépassées. Ce sont alors la discipline et l'expérience qui entrent en jeu et qui jouent un rôle déterminant, afin de limiter les pertes potentielles à la limite supérieure et de ne pas passer à côté d'opportunités à la limite inférieure. Tout l'art réside alors dans la capacité de faire la différence entre une fausse alerte et un réel changement de paradigme.

La même méthode peut être utilisée sur tous les marchés dénués de tendance, et nous l'utilisons également en partie au sein de nos stratégies actions. Notre stratégie d'alpha, qui consiste à couvrir un titre individuel contre les fluctuations de marché, s'accompagne également d'une gestion directionnelle (beta-trading). En clair : le bêta de marché action est accru grâce à des rachats de contrats à terme sur indices lorsque l'on se trouve au seuil inférieur de la fourchette identifiée et est réduit dans la même mesure au seuil supérieur.

Un retour aux fondamentaux pour ce jeune gérant, désormais auteur avisé, dont ses responsables lui répétaient sans cesse la même devise : *pour réussir sur les marchés, achète au son du canon et vends au son du clairon.*

Les opportunités de génération de rendement sur le marché existent tant que ce dernier fluctue. C'est lorsque ces évolutions disparaissent que la tâche se complique. Et ceci n'est qu'une note annexe pour tous ceux qui, dans des circonstances habituelles, s'adressent à l'auteur de la manière suivante : *M. Barthels, aujourd'hui on ne peut vraiment plus rien gagner avec les obligations. Qu'allez-vous faire ?* La réponse se trouve dans le texte ci-dessus.

Tout comme l'auteur, qui a financé une partie de ses études en faisant le serveur et en jouant au poker – et qui, par là même, a appris un vrai métier – les banques centrales à travers le monde ont jadis réellement mis la main à la pâte. Vous pouvez en effet discuter du degré d'efficacité et, surtout, de réaction des marchés aux mesures de politique monétaire, mais pas du sens de cette relation. En effet, la règle dit que : taux élevés = inflation faible, et inversement. Depuis la mise en place de la ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*, ou politique de taux d'intérêt zéro) et de la NIRP (*Negative Interest Rate Policy*, ou politique de taux d'intérêt négatifs), tout ceci semble pourtant s'être envolé.

Notre équipe Recherche macroéconomique se penchera dans les prochaines lignes sur la question suivante : que se passe-t-il lorsque l'inflation apparaît ? Bonne lecture !



Un autre joker dans le jeu des banques centrales

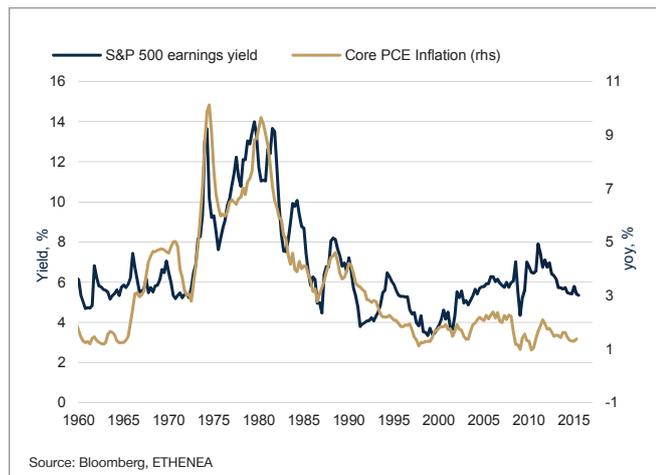
Tantôt fortes, tantôt faibles, les réactions du marché aux politiques monétaires ont donné le ton pour le premier trimestre. Pour le moment, seule l'inflation semble ne pas réagir à la politique monétaire. Cependant, qu'est-ce que cela signifierait pour les marchés, plus particulièrement action, si l'inflation revenait dans la partie ?

Le début de l'année n'a pas été favorable aux marchés financiers, et c'est un euphémisme. Toutefois, alors que nous atteignons la fin du premier trimestre, la situation s'est rétablie à de nombreux égards depuis les bas niveaux de janvier, probablement en partie grâce à la politique monétaire. Face aux turbulences, les banques centrales ont largement réagi comme l'on s'y attendait, en abattant leurs cartes d'achats d'actifs supplémentaires, de nouvelles baisses des taux à des niveaux toujours plus bas ou, dans le cas de la Fed, de report du relèvement des taux, dans l'optique d'apaiser les marchés et de soutenir l'économie. Or, tandis que les banques centrales jouent ce qu'elles estiment être leurs derniers atouts, le marché et l'économie observent leur donne et réfléchissent à leur prochain coup. Si le marché s'est effectivement apaisé à la suite d'un nouvel assouplissement des conditions monétaires mondiales, il n'y a pas eu de redressement radical. Plus l'on a joué de cartes dans une partie, plus il devient facile de calculer ce qui reste dans les mains des joueurs, et donc d'affiner sa propre stratégie. Ainsi, alors que les banques centrales du monde entier ont baissé leurs taux d'intérêt plus de 600 fois depuis la crise financière mondiale et acheté pour plus de 12.000 milliards USD d'actifs, les réactions du marché et de l'économie sont plus réservées que lors des premières manches. Avec plus de 8.000 milliards USD de crédits souverains actuellement négociés en dessous de 0 %, les banques centrales semblent toujours mener le jeu. Mais comme nous l'évoquerons dans les perspectives macroéconomiques du

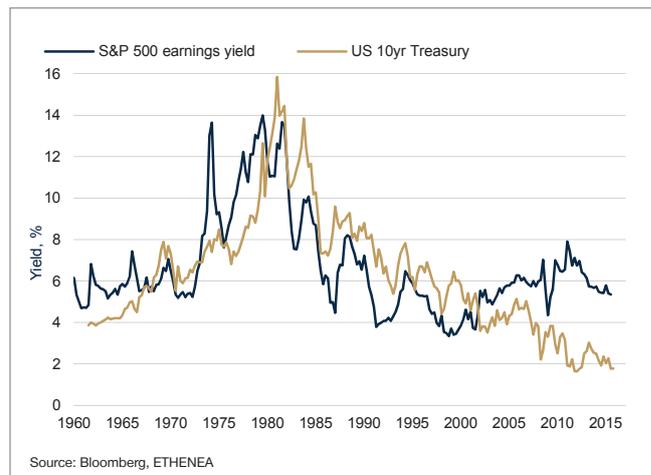
présent Commentaire de Marché, la politique monétaire s'est encore complexifiée. Le nombre de cartes en main a diminué, mais certains joueurs qui étaient perçus comme marginaux au début de la partie disposent maintenant de cartes de forte valeur, ce qui change les stratégies des principaux joueurs.

Si les banques centrales ont montré qu'elles étaient capables de créer de nouvelles cartes et de prolonger la partie pendant plus de manches que ne l'escomptaient le marché et l'économie, elles ont également joué leurs cartes judicieusement, en faisant preuve d'endurance et de patience. En dépit de stimulations sans précédent, nous sommes loin d'une économie mondiale en plein essor. Toutefois, il reste au moins un joker qui n'a pas encore été tiré dans ce jeu de liquidités et de mesures de relance : l'inflation. Comme cela a été maintes fois mentionné, les banquiers centraux sont surpris par l'absence d'accélération de l'inflation sous-jacente. Mais ce défaut d'anticipation pourrait aller dans les deux sens, et comme l'a souligné Janet Yellen, la présidente de la Fed, lors de son récent discours devant l'Economic Club of New York, même si « *la compréhension qu'ont les économistes de l'inflation est loin d'être parfaite (...) il ne serait pas si surprenant que l'inflation augmente plus rapidement que prévu* »¹. Par conséquent, tandis que tout le monde attend que ce joker soit enfin joué, nous profitons du présent Commentaire de Marché pour trier nos cartes et réfléchir à ce que cela signifierait pour les investisseurs.

¹ "Economists' understanding of inflation is far from perfect ... it would not be all that surprising if inflation was to rise more quickly than expected".
Source : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160329a.htm>



Graphique 1 : Rendement des bénéfices du S&P 500 par rapport à l'inflation

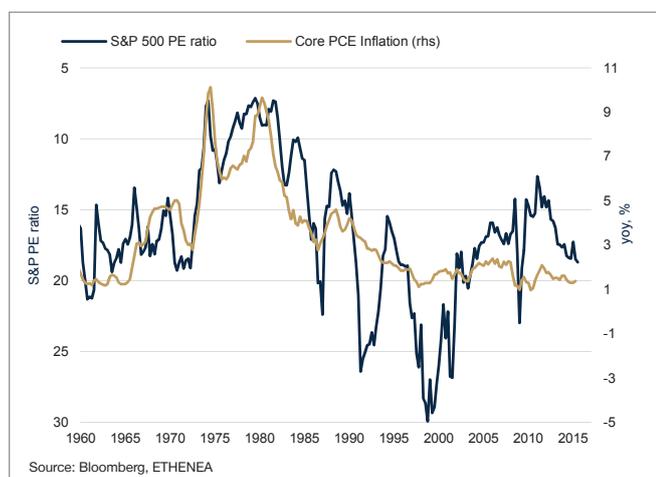


Graphique 2 : Le modèle de la Fed

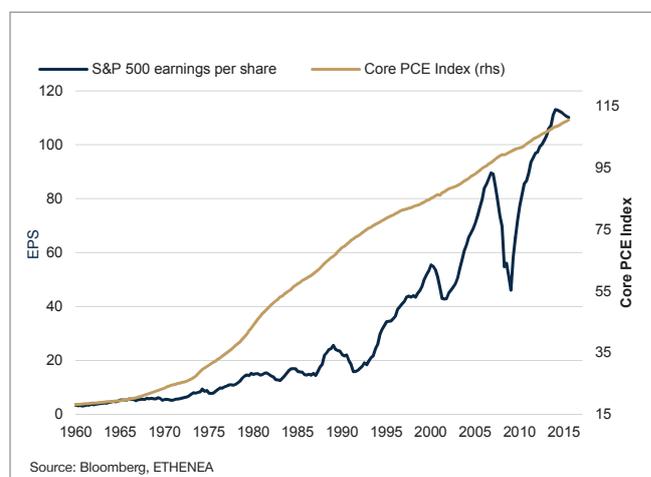
L'effet de l'augmentation de l'inflation sur la courbe des taux et sur les obligations est relativement simple, mais il n'en va pas de même pour les répercussions sur les actions. Comme le montre le graphique 1, l'inflation sous-jacente aux États-Unis est en étroitement corrélée avec le rendement des bénéfices du S&P 500. Si nous considérons cela comme un rendement ou un retour sur investissement exigé, la corrélation positive est évidente, étant donné que l'augmentation de l'inflation accroît le rendement de marché nominal exigé. Cette idée de corrélation du rendement exigé constitue également la base du modèle de la Fed.² Ce modèle, proposé par Ed Yardeni dans les années 90, suggère que le rendement des bénéfices du S&P 500 devrait correspondre au rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (graphique 2). Cela prolonge l'idée d'un rendement des investissements en actions non seulement ajusté en fonction de l'inflation, mais tenant également compte des anticipations d'inflation à long terme. Cette idée fournit certes une explication fondamentale à la corrélation observée, mais elle n'en dit guère long sur la

manière d'ajuster son portefeuille d'actions si l'inflation devait effectivement repartir à la hausse.

Par conséquent, nous retournons l'équation pour nous focaliser sur la partie sur laquelle les investisseurs ont réellement une influence : le prix. Tandis que les bénéfices, en tant que rendement sur un prix déterminé, sont observés comme les résultats issus des rapports des sociétés, le prix qui est fixé sur le marché en fonction des prévisions de bénéfices est considéré comme un coefficient. Sur ce fondement, nous préférons examiner l'inverse du rendement des bénéfices, à savoir le coefficient de capitalisation des résultats (PER) et son rapport avec l'inflation. En prenant la valeur réciproque, la corrélation devient négative, comme le montre le graphique 3, où une hausse de l'inflation est associée à un PER plus faible. Cette relation repose sur la manière dont l'inflation influe sur les modèles de valorisation qui s'appuient sur les bénéfices escomptés. L'inflation entre dans ce modèle en tant que facteur d'actualisation appliqué aux bénéfices futurs.

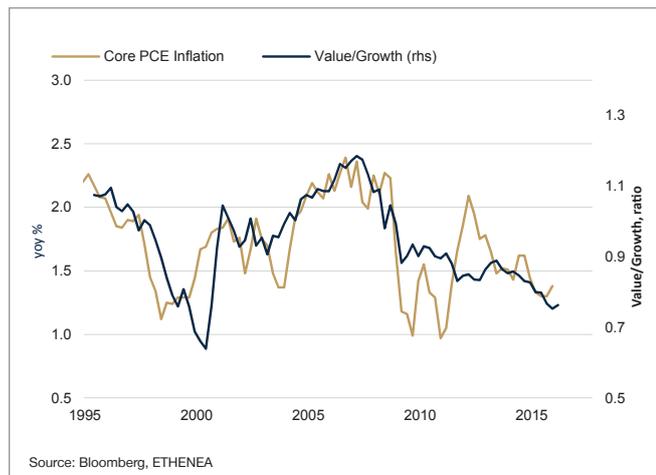


Graphique 3 : PER et inflation



Graphique 4 : Inflation et croissance bénéficiaire

² Le modèle a été baptisé par Ed Yardeni, analyste chez Prudential Securities, et n'est pas approuvé par la Fed.



Graphique 5 : Surperformance des valeurs décotées sur fond de hausse de l'inflation*

Une augmentation du facteur d'actualisation réduit la valeur dérivée d'une action pour un niveau de bénéfices donné, et de ce fait diminue le PER. En outre, à cause de l'inflation, il est plus difficile pour les analystes d'évaluer la croissance observée ou anticipée des bénéfices. Lorsque l'inflation est faible, il est clair que la croissance observée est une croissance réelle et qu'elle n'est pas due à l'inflation. Cette croissance est dès lors évaluée à un niveau supérieur à celle observée dans un environnement inflationniste. On peut avancer contre cette opinion l'argument selon lequel une accélération de l'inflation n'augmente pas seulement le facteur d'actualisation appliqué aux bénéfices, mais également les bénéfices et leur taux de croissance, ce qui rendrait ambigu l'effet final sur la valorisation et le coefficient. Toutefois, comme le montre le

graphique 4, l'évolution des bénéfices n'a pas toujours été à la hauteur de l'augmentation du niveau des prix.

Par conséquent, si nous supposons que l'inflation exerce une influence négative sur la valorisation des actions par la manière dont l'évolution des bénéfices futurs est évaluée, le placement en actions le plus sûr, en prévision de l'inflation, concernerait une entreprise présentant des perspectives de croissance bénéficiaire nulles, voire négatives. En termes plus généraux, l'analyse ci-dessus implique que la valorisation des titres de croissance souffre davantage d'une augmentation de l'inflation que celle des valeurs décotées. En conséquence, les valeurs décotées réaliseraient de meilleures performances que les titres de croissance dans un environnement d'inflation accrue. Le graphique 5 illustre cette relation proposée et fournit des précédents historiques à ce sujet. Toutefois, il montre également que cette performance relative suit une tendance liée à l'inflation plutôt que des fluctuations à court terme. C'est la raison pour laquelle nous devons alerter les investisseurs qui pourraient actuellement être enclins à orienter leur portefeuille en faveur des valeurs décotées : l'inflation continue de jouer le rôle du joker dans le cycle actuel. En outre, comme le montre le graphique 5, ce que les marchés, l'économie et les banques centrales attendent, c'est le retour de l'inflation réelle. Bon nombre des évolutions observées actuellement sont les effets mathématiques du concept de la comparaison en glissement annuel et n'attestent pas forcément du début d'un nouveau cycle de relance économique. Une grande incertitude demeure quant à l'éventuelle résurgence de l'inflation, et au moment où cela se produira. Lorsque ce sera le cas, vous souhaiterez peut-être réexaminer le présent Commentaire de Marché.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

Quid du relèvement des taux ?

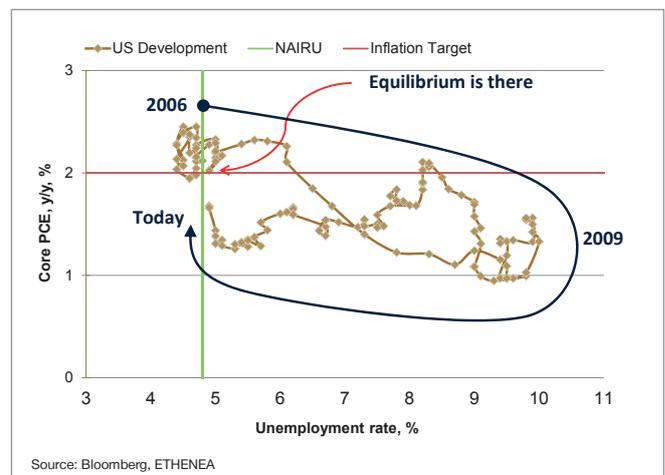
Ce n'est pas pour mars. Sans surprise, la Fed n'a pas augmenté ses taux d'intérêt lors de sa dernière réunion, conformément à sa feuille de route (*forward guidance*) selon laquelle elle procédera à un relèvement progressif. Toutefois, fin mars, le discours de Janet Yellen devant l'Economic Club of New York a surpris les acteurs du marché par son ton extrêmement conciliant.

La Fed a un double mandat : atteindre le plein emploi tout en maintenant la stabilité des prix. Le plein emploi s'entend généralement comme un taux de chômage aux alentours de 5 % et la stabilité des prix est définie par un taux d'inflation de 2 %. Le graphique 6 montre que l'économie américaine se trouve dans une situation très réjouissante, quasiment à l'équilibre selon ces deux mesures. Le NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, le taux de chômage non accélérateur d'inflation) est l'acronyme utilisé pour décrire le taux de chômage d'équilibre. L'intersection entre les lignes du NAIRU et de l'objectif d'inflation représente l'équilibre sous forme graphique. La poursuite de l'amélioration des conditions économiques, telle que prévue par la Fed, conduira l'économie américaine dans l'angle supérieur gauche du graphique, un quadrant synonyme d'excès pour l'économie.

Attention au panda

C'est l'histoire d'une randonneuse nommée Janet. Après un long et éprouvant voyage de sept ans à travers les plaines américaines, Janet arrive enfin dans les Montagnes Rocheuses pour entamer l'ascension dont elle rêve depuis toujours. Son fusil de chasse à deux canons est chargé, car elle sait que c'est également le territoire des ours et qu'il faut être prudent en randonnée.

Après une première ascension bien préparée, en atteignant un premier plateau, elle se sent soudain menacée lorsqu'elle se rend compte que deux ours suivent sa trace, attirés par le bruit. Gardant son calme, elle fait une pause dans son ascension, et les ours de la déflation et de la récession battent en retraite. Elle peut encore voir clairement leurs dos, mais ils se déplacent plus rapidement qu'elle et devraient bientôt disparaître dans la forêt. L'ascension à un rythme progressif semble appropriée afin de ne pas rencontrer les ours.



Graphique 6 : La situation de l'économie aux États-Unis

Sans aucun doute, c'est le bon moment pour que la Fed durcisse progressivement les conditions de sa politique monétaire et augmente ainsi ses taux... sauf si celle-ci ne poursuit pas un double, mais bien un triple mandat. Le troisième objectif consiste probablement à atteindre la stabilité pour les marchés financiers internationaux et l'économie mondiale, actuellement menacés par le ralentissement et le fort endettement de la Chine.

Juste au moment où la voie semble désormais libre pour qu'elle continue son chemin, elle s'aperçoit qu'un troisième ours vient d'apparaître derrière elle, sortant de la forêt. Mais celui-ci est différent, il ne s'agit pas d'un grizzly comme les deux autres. C'est un panda géant, une espèce étrangère à laquelle elle n'est pas habituée et dont le comportement peut différer de celui des grizzlys. Elle est surprise de rencontrer un panda dans les Montagnes Rocheuses, mais dans un environnement mondialisé, il est de plus en plus courant que les ours se dispersent de par le monde, à l'instar du célèbre panda chinois.

Janet est maintenant hantée par cette question : que faire ? Elle n'a que deux balles pour trois ours, dans une situation de danger. Elle veut toujours poursuivre son ascension et le panda n'est pas sa première préoccupation, mais son apparition complique les

choses car il interfère avec la voie qu'elle souhaitait prendre. Si elle tire sa première balle, qui consiste à ne pas augmenter les taux dans les prochains mois, elle pourra peut-être ralentir le panda pendant un certain temps. Toutefois, cela serait également le signe qu'elle se trouve dans une position de faiblesse, et la détonation risquerait de parvenir aux oreilles des deux grizzlys. Qui sait si un ours apeuré va s'enfuir ou se retourner pour attaquer le chasseur ? Par la suite, si elle devait tirer sa dernière balle, c'est-à-dire rabaisser les taux à zéro, elle se retrouverait sans munitions. Il est très rare qu'un chasseur, aussi expérimenté soit-il, soit capable de tuer deux ours avec une seule balle.

En dernier recours, elle sait qu'elle peut appeler à tout moment son ancien collègue Ben, un chasseur d'ours réputé,

mais il lui faudra du temps pour venir à sa rescousse dans son hélicoptère, avec tout son arsenal.

Cette petite histoire permet de tirer trois enseignements. Lorsque vous êtes seul et entouré d'ours :

1. gardez votre sang-froid et ne bougez pas
2. tirez uniquement si vous êtes en danger
3. continuez l'ascension progressivement lorsque le danger est écarté.

Nous prévoyons que la Fed procédera à deux ascensions (relèvements de taux) cette année, mais tout dépendra de l'agressivité du panda.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



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 and 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 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 31/03/2016.