



# COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## Marchés bipolaires

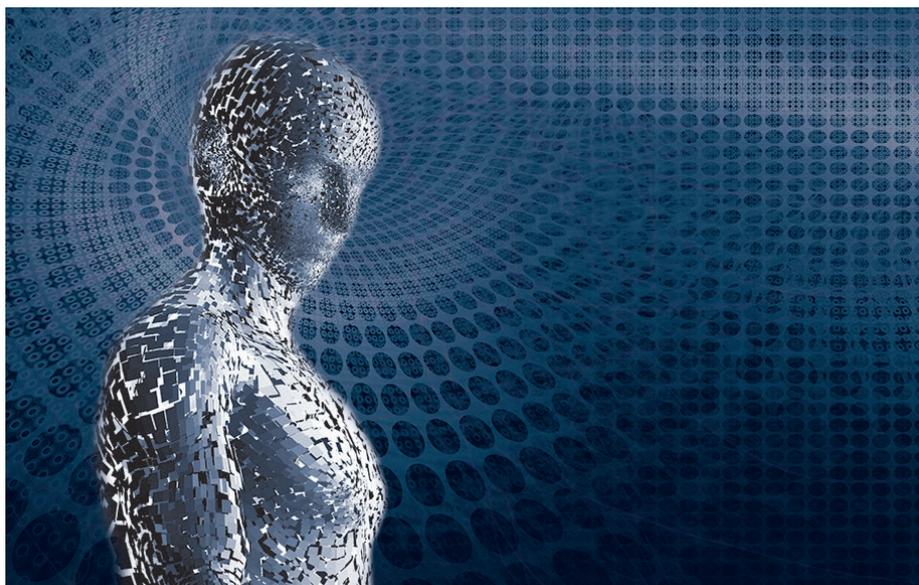
Ces derniers mois, les marchés financiers ont été dominés par un comportement maniaco-dépressif, sans qu'aucune tendance claire n'émerge. Dans l'environnement de politique de taux bas pratiquée par les banques centrales, certaines classes d'actifs présentent désormais des valorisations excessives. Est-il tout de même possible d'identifier les tendances de fond des marchés bipolaires ?

## Sommaire >>

>> [Marchés bipolaires](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





## Marchés bipolaires

**Ces derniers mois, les marchés financiers ont été dominés par un comportement maniaco-dépressif, sans qu'aucune tendance claire n'émerge. Dans l'environnement de politique de taux bas pratiquée par les banques centrales, certaines classes d'actifs présentent désormais des valorisations excessives. Est-il tout de même possible d'identifier les tendances de fond des marchés bipolaires ?**

*Définition : Le trouble bipolaire, ou trouble maniaco-dépressif, est un diagnostic psychiatrique décrivant une catégorie de troubles de l'humeur définie par la fluctuation de l'humeur, oscillant entre des périodes d'élévation de l'humeur ou d'irritabilité (manie ou dans sa forme moins sévère hypomanie), des périodes de dépression et des périodes d'humeur normale (normothymie).<sup>1</sup>*

Les malades maniaco-dépressifs, aujourd'hui appelés bipolaires, passent d'un état de jubilation extrême à un profond abattement. Tout cela décrit une maladie grave du psychisme (humain) qui ne saurait être banalisée ou minimisée par ce qui suit.

Pour sa part, le marché, qui n'est en fin de compte rien d'autre que l'opinion collective des opérateurs, affiche ces derniers temps une nette tendance à l'excès, que ce soit vers le haut ou vers le bas.

Il n'y a pas si longtemps, ce même marché était encore pré-occupé par l'éventualité d'une déflation accompagnée d'une récession. Dans le même temps, la croissance chinoise montrait des signes de fragilité tandis que le baril de pétrole brut se négociait au-dessous de 30 USD. Les banques centrales ont donc une nouvelle fois été sollicitées. Enfin, le premier relèvement timide et déjà bien tardif des taux de la banque centrale américaine, signe annonciateur de la reprise économique, a déployé ses effets pendant exactement deux semaines.

Au début de l'année, des nuages menaçants se sont formés, donnant l'absolue certitude au marché que l'effondrement

quasi imminent de l'économie chinoise allait déclencher une nouvelle crise économique mondiale. En conséquence, les marchés des actions et d'autres *actifs risqués* tels que le haut rendement se sont effondrés.

Mais si l'on en croit aujourd'hui les experts du marché, la réalité est tout autre. Comme atteinte du syndrome de Münchhausen, la Chine est parfaitement en mesure de se sortir du borbier qu'elle a elle-même créé en injectant chaque mois dans son économie des sommes folles dépassant les 350 milliards USD sous forme de crédits. En revanche, personne ne peut dire précisément combien de temps elle pourra tenir. Une chose est certaine, cette situation ne pourra pas durer éternellement. D'une manière ou d'une autre, le calme est revenu sur le marché, le cours du pétrole est remonté au-dessus de 40 USD le baril et l'inflation a fait son retour (au moins) aux États-Unis. Par la suite, les indices boursiers américains sont revenus quasiment à leurs plus hauts niveaux historiques.

Le marché financier est complètement déboussolé. En l'espace de quelques mois, il enchaîne des cycles qui durent habituellement plusieurs trimestres, voire plusieurs années. Ce faisant, il semble toujours attiré par les extrêmes.

Dans un tel environnement, difficile de garder la tête froide et de ne pas se laisser contaminer par l'humeur perpétuellement maniaco-dépressive du marché. La plupart du temps, c'est possible, mais pas toujours.

<sup>1</sup> Source : [https://fr.wikipedia.org/wiki/Trouble\\_bipolaire](https://fr.wikipedia.org/wiki/Trouble_bipolaire)

<sup>2</sup> Le syndrome de Münchhausen — également appelé pathomimie ou trouble factice — est un terme désignant une pathologie psychologique caractérisée par un besoin de simuler une maladie ou un traumatisme dans le but d'attirer l'attention ou la compassion. Source : [https://fr.wikipedia.org/wiki/Syndrome\\_de\\_M%C3%BCnchhausen](https://fr.wikipedia.org/wiki/Syndrome_de_M%C3%BCnchhausen)

D'où cette nouvelle tentative de percer le brouillard pour identifier les tendances sous-jacentes, si tant est qu'il y en ait. Dans cette optique, peu importe ce que l'on peut comprendre des mesures des banques centrales. Par exemple, chacun est libre d'apprécier ce que signifie la litanie d'abréviations formulant l'*assouplissement quantitatif* de la Banque centrale européenne (BCE) :  $QE = APP = PSPP + ABSPP + CBPP3 + CSPP$ .

Quoi qu'il en soit, la politique de taux bas pratiquée dans le monde en général et dans la zone euro en particulier nous accompagnera encore un long moment. Nous devons donc apprendre à faire avec. Mais cette situation pose des problèmes à de nombreux acteurs, dans la mesure où beaucoup d'actifs présentent des valorisations ne correspondant pas aux standards. C'est ainsi que nous entrons en *territoire inconnu*.

Dans les graphiques 1 et 2, nous avons tenté de choisir un aspect de ce *meilleur des mondes*. Selon les graphiques, un volume astronomique de 9.200 milliards EUR d'emprunts d'État internationaux affichent un rendement négatif. À lui seul, ce chiffre fait déjà froid dans le dos. Mais lorsque l'on sait que dans certains cas, déjà plus de 70 % des dettes publiques titrisées d'un pays affichent des taux négatifs, il vaut la peine d'examiner plus en détail les conséquences possibles.

Effet évident des rendements négatifs : les investisseurs ayant jusque-là uniquement investi dans des emprunts d'État, que ce soit pour des raisons réglementaires ou autres, doivent désormais renoncer à tout retour sur investissement. Les perspectives de l'épargne-retraite via les assurances-vie ou les actifs dit sécuritaires ne sont pas bonnes, c'est le moins que l'on puisse dire. Il ne reste plus aux épargnants que deux choix : renoncer à l'épargne retraite ou se tourner vers d'autres formes de placement.

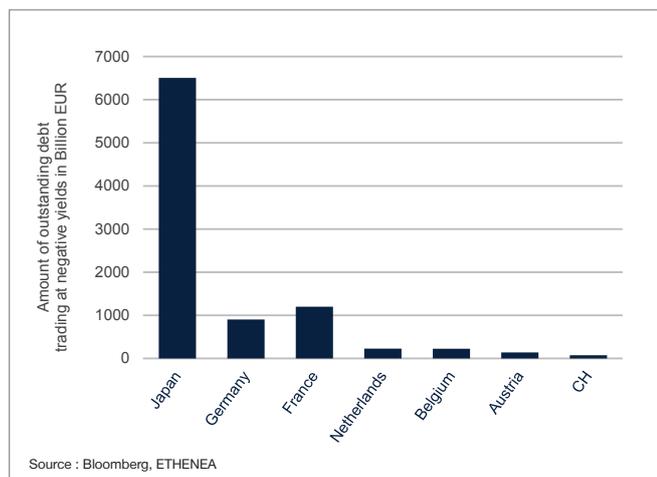
Dans la grande majorité des pays confrontés au problème démographique du vieillissement de la population, la première

option consistant à renoncer à l'épargne retraite n'est pas envisageable si l'on ne souhaite pas se paupériser à l'âge de la retraite. Par conséquent, il semble logique de se tourner vers d'autres formes d'investissement, d'autant que pour l'heure, la politique monétaire suivie par les banques centrales dont nous dépendons ne devrait pas s'écarter avant un certain temps de la politique de taux bas. Même la Réserve fédérale américaine exprime à nouveau des réserves concernant les prochaines hausses de ses taux directeurs.

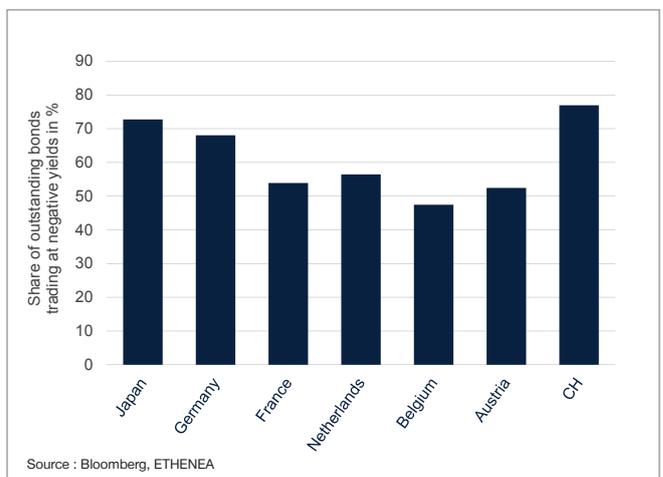
Ces dernières années, les investisseurs actifs avaient encore la possibilité de trouver refuge dans les obligations d'entreprises de bonne, voire d'excellente qualité. Ces titres présentaient des caractéristiques semblables à celles des emprunts d'État, mais avec une rémunération supérieure. Toutefois, avec l'introduction prochaine du CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*), une nouvelle variante de l'*assouplissement quantitatif* de la BCE, il est à craindre que les rendements sur ce segment finissent aussi par s'évanouir au fil du temps, d'autant plus que c'est également l'objectif affiché par la BCE.

Nombre d'experts, dont nous faisons partie, déconseillent vivement aux investisseurs d'opter pour le secteur du haut rendement, c'est-à-dire les obligations d'entreprises non investment grade. Même si les titres de ce segment ressemblent aux autres obligations, la dynamique de marché y est bien différente et inappropriée pour les investisseurs individuels souhaitant préparer leur retraite. Ils peuvent toutefois constituer un bon élément de diversification au sein de fonds associés à des experts chevronnés et spécialisés dans ce type d'obligations.

Il ne reste donc plus que les obligations en devises étrangères et, évidemment, les actions. En tant que telles, ces deux formes d'investissement présentent un intérêt limité pour les profanes. Mais, englobées dans des fonds, elles conviennent parfaitement aux objectifs de préservation et de fructification du capital à long terme. Naturellement, à une époque révolue où les



Graphique 1 : Volume des emprunts d'État affichant un rendement négatif (en milliards d'euros)



Graphique 2 : Proportion des emprunts d'État d'un pays donné affichant un rendement négatif

emprunts d'État et les obligations d'entreprises pouvaient afficher des rendements moyens de 5 % pour les uns et de 7 % pour les autres, les actions seraient chères, *mais* nous devons nous adapter au monde tel qu'il est, et *non pas* tel que nous souhaiterions qu'il soit.

Prenons un exemple : l'action de la société américaine Procter & Gamble (P&G) se négocie actuellement avec un ratio cours/bénéfices (P/E) de 22. D'un point de vue historique, cela peut sembler cher et de nombreux analystes recommanderaient plutôt de vendre ce titre. Grosso modo, un P/E de 22 correspond à un rendement de 4,5 % (100 / 22). En revanche, une obligation de P&G libellée en USD sur le segment à 5 ans se négocie à seulement 1,6%. C'est très cher et ce n'est peut-être pas très sensé, mais en l'absence de gros imprévus, ces obligations ne deviendront guère meilleur marché. Il est plus vraisemblable que leur prix augmentera, ce qui fera baisser d'autant leur rendement. Si l'on tient compte de ce fait, l'action P&G ne semble plus tout à fait aussi chère.

Naturellement, cela ne signifie pas non plus que les cours de toutes les actions vont grimper et que les rendements obligataires vont continuer de baisser. Il n'existe pas de règle fixe en la matière, tout peut changer d'une période à l'autre. Toutefois, nous sommes convaincus que les tendances sous-jacentes qu'il est possible d'identifier à condition de pouvoir percer le brouillard des marchés bipolaires sont bien celles-ci : Les actions *et* les obligations continueront à suivre une tendance haussière. Par conséquent, nos fonds sont également positionnés stratégiquement.

Mais au niveau tactique, il est permis, voire chaudement recommandé de s'écarter de cette trajectoire, dans la mesure où l'évolution des marchés financiers n'est jamais rectiligne et que les fluctuations autour de la tendance peuvent être considérables, selon l'humeur maniaque-dépressive du moment.



## Auteurs >>

### Guido Barthels

Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

### Yves Longchamp, CFA

Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

# Perspectives macroéconomiques >>

Comme le notait très judicieusement notre gérant de portefeuille Guido Barthels dans les premières pages du Commentaire de Marché, un climat particulièrement instable règne actuellement sur les marchés. Tantôt profondément déprimés, tantôt euphoriques, rien ne laisse présager de leurs sautes d'humeur. En tant qu'économiste, je vois les fluctuations des prix de marché (observables en temps réel) comme les symptômes d'une potentielle maladie économique (uniquement observable de temps en temps et avec un décalage important). Dans le meilleur des cas, les statistiques économiques sont publiées mensuellement et les données publiées à un moment donné reflètent généralement une situation vieille d'un mois ou deux déjà. À l'instar de la médecine, la finance et l'économie évoluent tout le temps elles aussi. Symptômes et maladies interagissent et s'influencent mutuellement d'une manière ou d'une autre, intensifiant certaines faiblesses et en compensant d'autres.

En combinant toutes les informations disponibles, à savoir la lecture des symptômes et les résultats de l'examen approfondi des patients, il sera plus facile de voir à travers le brouillard comme l'écrit Guido Barthels. Les troubles bipolaires que nous observons aujourd'hui ont une signification fondamentalement différente selon que les patients européen, américain et chinois soient en bonne santé mais simplement pris de malaise ou qu'ils soient réellement malades.

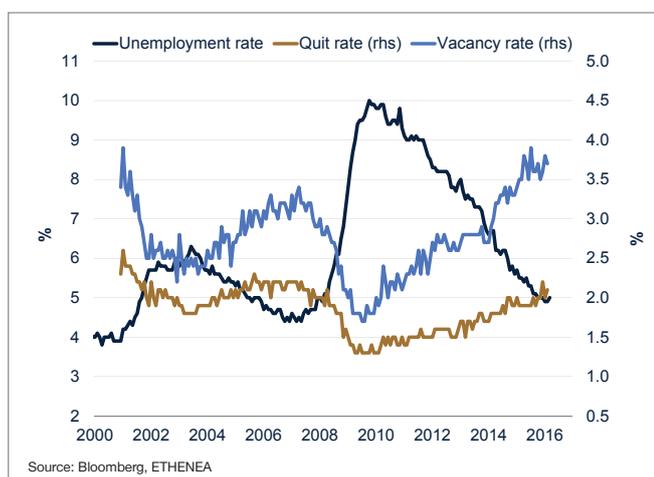
Dans un monde au ralenti, caractérisé par une faible croissance, une faible inflation, des taux d'intérêt bas, des rendements bas et, globalement, des performances au plus bas, la frontière entre croissance et récession, inflation et déflation, marchés

hausseurs et baissiers, est extrêmement ténue. La perception joue un rôle très important dans ce type d'environnement dès lors propice à de vastes mouvements d'humeur, selon que les choses sont perçues positivement ou négativement. Les oscillations extrêmes sur les marchés et les troubles bipolaires ont beaucoup en commun.

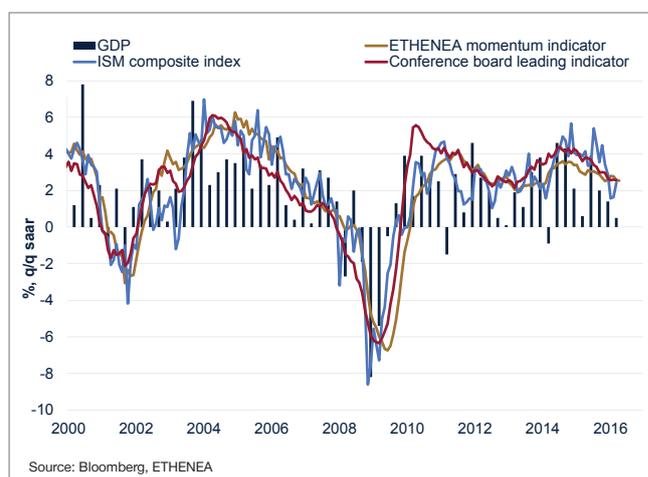
## États-Unis

Les indicateurs économiques envoient des signaux confus, rendant particulièrement difficile l'établissement d'un diagnostic précis sur l'état du patient. Le marché du travail américain est fondamentalement très sain. Le graphique 3 montre combien le marché du travail est dynamique. Le taux de chômage est proche du niveau observé lors des années fastes précédant la Crise financière mondiale (CFM) et le taux de vacance est même plus élevé, signe d'une demande soutenue. Enfin, le taux de départs volontaires, qui mesure la proportion d'employés qui quittent leur emploi de leur plein gré, au profit sans doute d'une meilleure opportunité, se situe lui aussi à un niveau comparable à celui observé durant la période pré-CFM.

Un joli tableau, que la quasi-totalité des indicateurs avancés viennent toutefois ternir. Plusieurs indicateurs de la croissance du PIB (voir graphique 4) signalent indéniablement un ralentissement. Notre indicateur de momentum ETHENEA mesure le dynamisme de l'économie en combinant un large ensemble de variables économiques au sein d'une statistique globale, tout comme l'indicateur avancé du Conference Board,



Graphique 3 : Un marché du travail en bonne santé\*



Graphique 4 : Les indicateurs avancés américains pointent tous vers une consolidation de la croissance (Noter que tous ces indicateurs sont ajustés afin de correspondre aux mouvements du PIB)

qui lui recourt à un plus petit nombre de variables incluant également l'information de marché, et enfin, l'ISM composite est un indice qui se fonde sur des enquêtes.

Aventurons-nous maintenant au cœur de la croissance : la reprise américaine a été alimentée principalement par la consommation privée et par l'investissement dans une moindre mesure. La contribution des dépenses gouvernementales et des exportations nettes à la croissance est de l'ordre de l'anecdotique. Depuis l'amorce de la reprise américaine en 2010, le PIB a crû à un taux annualisé de 2,1 % par trimestre, alimenté à hauteur de 1,6 % par la consommation privée et de 0,8 % par l'investissement. Mais dans les secteurs les moins concernés par les conséquences d'un pétrole peu cher, les investissements en biens d'équipement, en d'autres termes les dépenses d'investissement, ont également diminué, reflétant les perspectives peu encourageantes du secteur manufacturier à l'échelle mondiale. La consommation privée a elle aussi perdu sa dynamique. La confiance des consommateurs a atteint un pic l'année passée et l'évolution des ventes à périmètre constant est loin d'être encourageante (voir

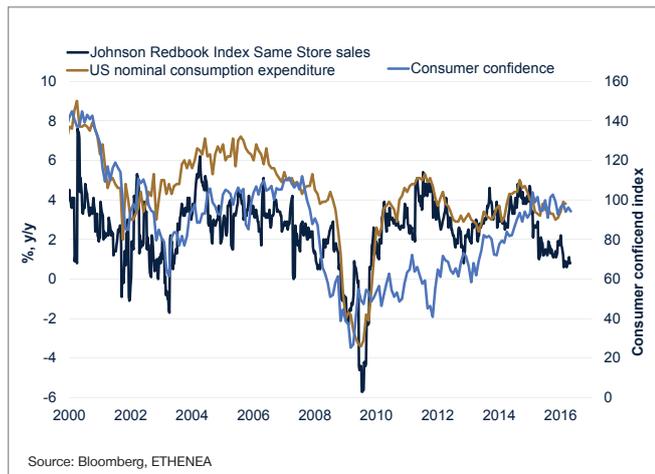
graphique 5). La consommation a bel et bien atteint un plus haut, comme le confirme le graphique 6. Les ventes totales de véhicules sont en baisse depuis quelques mois, pour les voitures et les utilitaires légers.

La question est surtout de savoir si les signes de fatigue observés chez le patient sont les premiers symptômes d'une maladie ou s'il s'agit juste d'un état léthargique causé par des variations saisonnières. Il est encore trop tôt pour établir un diagnostic précis, mais nous savons que le patient s'est miraculeusement remis d'un mal dévastateur voilà près de 10 ans et que ce miracle n'a été possible qu'avec le concours de médicaments de toute dernière génération ingérés à forte dose (dont beaucoup n'avaient à l'époque fait l'objet d'aucun essai clinique ni d'aucun brevet). Leurs effets à long terme ne sont pas encore connus et la communauté ne dispose pas du recul suffisant pour déterminer si le traitement a rendu le patient plus résistant ou s'il l'a au contraire affaibli, et s'il a favorisé un changement radical de comportement. La lecture du passé constitue donc un bien piètre guide pour comprendre le présent et imaginer le futur.

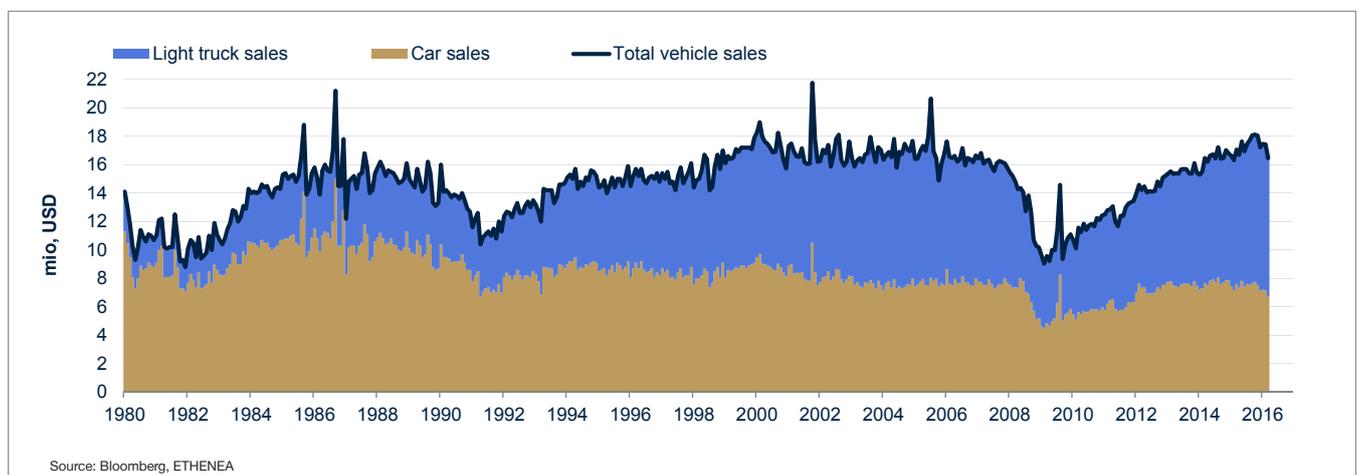
Nous restons donc prudents dans ce contexte. Qu'il s'agisse d'un effet saisonnier ou d'un changement plus profond, la question est ouverte, mais les résultats des examens réalisés jusqu'ici indiquent que la santé du patient ne s'est pas améliorée récemment. Le bénéfice par action (BPA) ajusté a atteint un plus haut et le BPA brut avant éléments exceptionnels, en d'autres termes le BPA avant polissage financier additionnel, s'est dégradé (graphique 7). Nous n'entrevoions pour l'heure aucune amélioration. Ceci dit, le patient voit son moral dopé par la solide reprise des marchés actions observée depuis la mi-février.

Europe

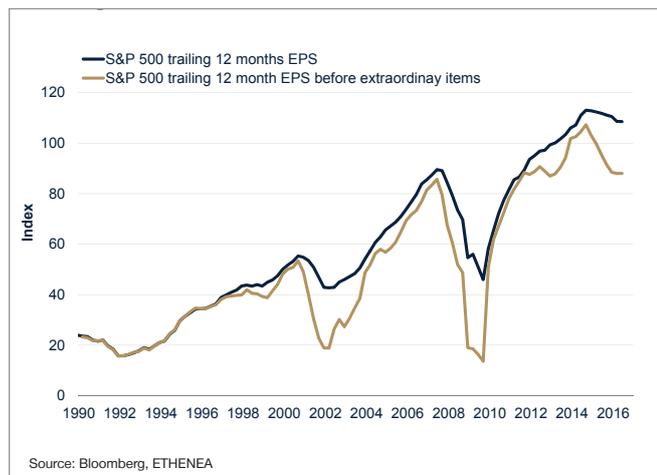
De l'autre côté de l'Atlantique, le patient européen est en phase de rémission, mais sa santé reste fragile, faible et inégale, pour



Graphique 5 : La consommation privée est en perte de vitesse



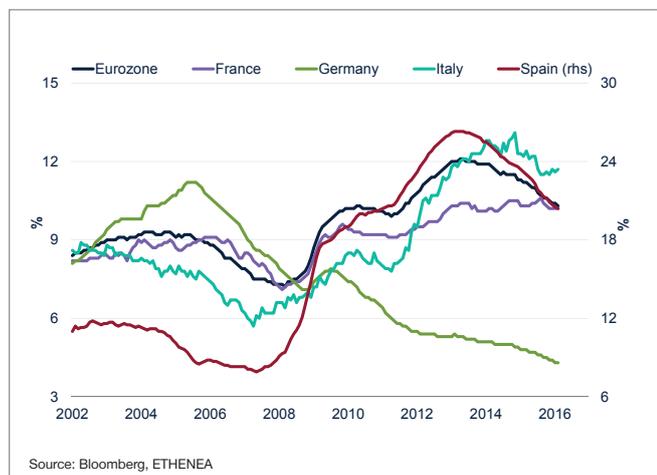
Graphique 6 : Les ventes totales de véhicules diminuent



Graphique 7 : Les bénéfices par action du S&P 500 se sont réduits au cours des derniers trimestres

repandre les mots du Docteur Draghi qui le suit depuis un long moment maintenant. Le patient a été frappé du même syndrome CFM que les États-Unis il y a dix ans et, plus tard, par une forme de trouble gouvernemental mieux connu sous le nom de crise de l'euro. On parle également de dyspraxie<sup>3</sup> politique, une pathologie qui se caractérise par une incapacité à coordonner les mouvements. Les symptômes sont faciles à reconnaître : les actions politiques prises par le patient peuvent sembler maladroites et en décalage par rapport à l'environnement qui prévaut, le patient peine à trouver un équilibre et une posture appropriés.

Le traitement de ces deux maladies a été majoritairement identique à celui administré aux États-Unis. La banque centrale a abaissé les taux d'intérêt et initié un programme d'assouplissement quantitatif. Malgré cette double pathologie, le traitement est arrivé un peu tard, ce qui explique, entre autres, pourquoi les marchés du travail restent globalement loin de l'équilibre, comme l'illustre le graphique 8. D'après ces indicateurs, les économies européennes sont en moins bonne forme

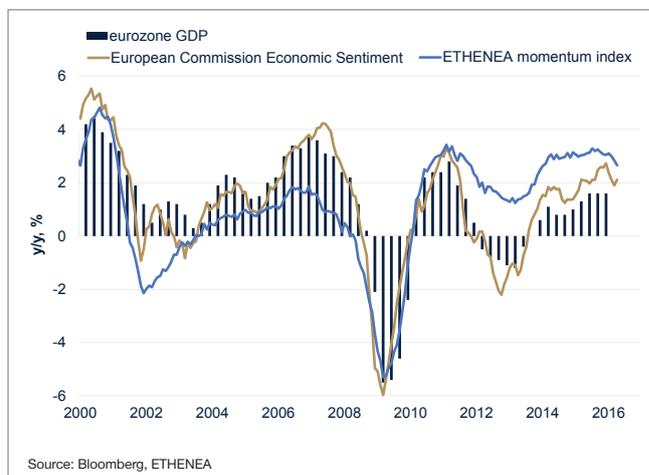


Graphique 8 : Amélioration du marché du travail

que les États-Unis, mais elles se redressent dans l'ensemble et conservent une certaine marge d'amélioration pour l'avenir. Les indicateurs avancés n'augurent aucune accélération de la reprise de la croissance du PIB. Le graphique 9 représente la croissance du PIB de la zone euro ainsi que deux indicateurs avancés qui signalent un certain ralentissement de la croissance. Notre indice de momentum ETHENEA est construit de la même manière que l'indice américain décrit plus haut.

Lorsque l'on observe la croissance de plus près, la reprise européenne, qui n'a vraiment démarré qu'en 2013, après la crise de l'euro, a été modeste par rapport aux États-Unis. L'économie européenne croît en moyenne à un rythme de 1,1 % par trimestre en termes annualisés, deux fois moins environ qu'outre-Atlantique. Alors que les exportations nettes ont apporté une contribution quasi nulle, la consommation privée explique 0,5 % de la croissance du PIB, l'investissement 0,3 % et les dépenses gouvernementales 0,3 %, d'où une croissance plus équilibrée en zone euro qu'aux États-Unis. Il s'avère néanmoins que la consommation privée a constitué le moteur le plus stable et le plus important pour la croissance. En dépit d'un euro faible, les exportations nettes se sont avérées pénalisantes lors des derniers trimestres. S'agissant de la consommation, les premiers indicateurs envoient un signal mitigé. D'une part, la création nette d'emploi a continué de se renforcer dans la zone euro, de l'autre, la confiance des consommateurs s'est détériorée à l'échelle européenne, avec à la clé une bien timide croissance de la consommation (graphique 10). L'investissement a fait montre d'une surprenante résilience en Europe, en particulier dans les biens d'équipement et les transports. Le crédit privé non financier a même légèrement rebondi en mars (graphique 11), indiquant que la reprise de l'investissement a encore de beaux jours devant elle.

Tout bien considéré, le patient européen semble sur la bonne voie et ne constitue pas, pour l'heure, une source de préoccupation majeure malgré une santé toujours fragile. La principale menace



Graphique 9 : La croissance de la zone euro devrait se consolider (noter que tous les indicateurs ont été ajustés pour correspondre aux mouvements du PIB).

<sup>3</sup> La dyspraxie est une altération de la capacité à exécuter de manière automatique des mouvements déterminés, en l'absence de toute paralysie ou parésie des muscles impliqués dans le mouvement. Source : <https://fr.wikipedia.org/wiki/Dyspraxie>

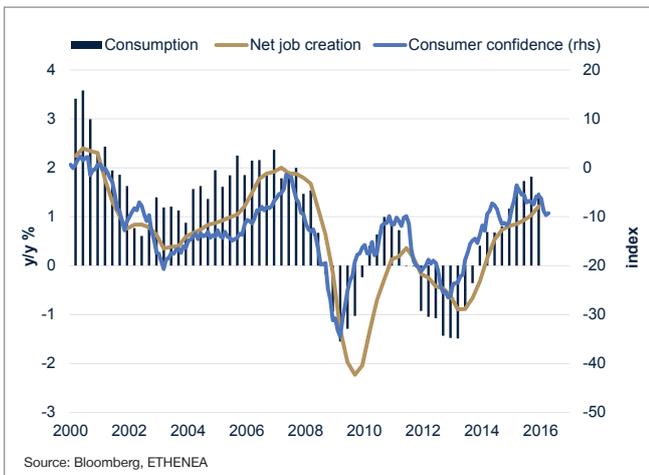
tient au risque d'une rechute de dyspraxie gouvernementale, susceptible de survenir à tout moment au cours des prochains mois. Le Brexit, le Grexit et les élections générales espagnoles, pour ne citer qu'eux, pourraient déclencher une nouvelle crise.

### Chine

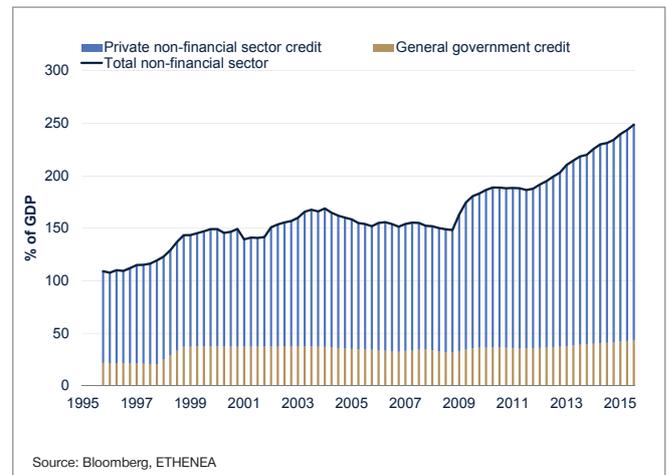
Contrairement à l'Europe et aux États-Unis, la Chine n'a pas été directement touchée par la CFM. Elle en a plutôt subi les effets secondaires. Alors que ses anciens partenaires commerciaux tombaient malades et que la demande reculait en conséquence, la Chine a cherché à se soigner avec un remède maison : un assouplissement financier via les dépenses gouvernementales locales et le prêt bancaire plutôt que via des achats d'actifs par la banque centrale. Certes, la Chine ne pouvait ignorer qu'elle ne pourrait redynamiser éternellement son économie avec des investissements basés sur le crédit, d'autant qu'au rythme où il croît (graphique 12), il y a peu de chances qu'il puisse trouver un nombre suffisant d'opportunités rentables pour que toute cette liquidité soit investie de façon efficiente. Mais la Chine comptait sur une guérison rapide de ses anciens partenaires et a augmenté continuellement la dose de nouveau crédit - comme

cela est nécessaire pour de nombreux médicaments - afin d'en amplifier l'effet stimulant.

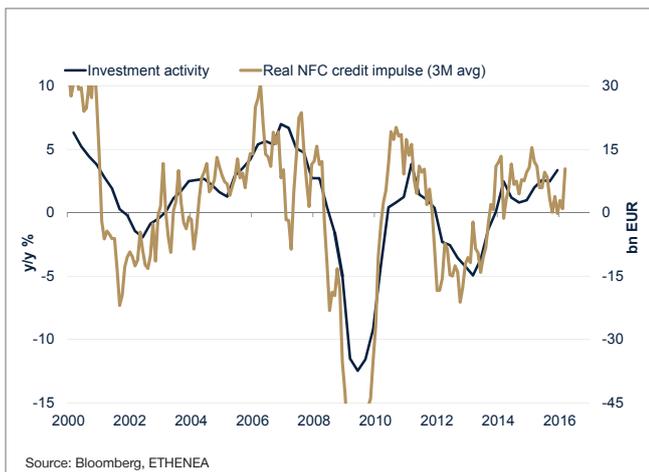
Voilà sept ans que la CFM s'est déclarée, et l'Europe et les États-Unis sont toujours très instables. C'est la demande domestique qui tire la croissance économique dans ces régions, et leur demande en importations chinoises s'est redressée elle aussi, mais dans une mesure encore insuffisante pour répondre aux capacités de production gonflées par le crédit. La Chine doit voir la réalité en face et cesser de croire au retour de temps révolus pour s'engager dans la voie de l'autosuffisance. Il faudra bien entendu pouvoir compter davantage sur la consommation privée, mais un tel revirement implique aussi de réduire les investissements et donc les capacités excédentaires, dans le secteur de l'industrie lourde par exemple (graphique 13). Le pays doit parallèlement continuer à améliorer sa productivité, car il a perdu beaucoup de son avantage concurrentiel en termes de coûts du travail et il lui faut plus de croissance salariale pour espérer un rebond tiré par la consommation. Gérer ce processus de réorientation n'est pas chose facile pour la Chine qui doit en outre composer avec un certain nombre d'effets secondaires dus aux traitements qu'elle s'est administrés ces dernières années.



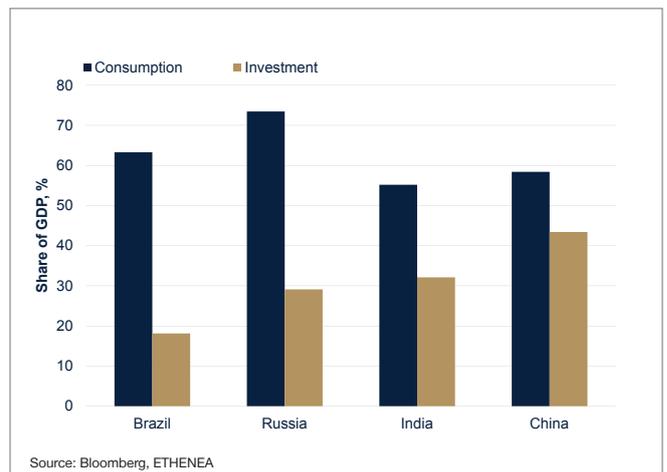
Graphique 10 : La consommation de la zone euro est soutenue par l'amélioration du marché du travail



Graphique 12 : Rapidité de la croissance du crédit en Chine après 2008



Graphique 11 : Un investissement étonnement solide en zone euro



Graphique 13 : La part de l'investissement chinois dans le PIB est toujours élevée, de même au sein d'autres économies émergentes

L'hémorragie de capitaux en est un. Réalisant que les perspectives de croissance et les opportunités d'investissement s'amenuisent, les investisseurs cherchent à déplacer leurs avoirs vers d'autres marchés, alimentant par là les sorties de capitaux. Celles-ci ont débuté en 2014 et ont été amplifiées dans la foulée par un ajustement des changes très mal communiqué à l'été 2015 (graphique 14). Si pour le moment, le gouvernement est parvenu à stopper l'hémorragie à grands coups de contrôles des capitaux, tels des bandages compressifs, la plaie ne s'est toujours pas refermée.

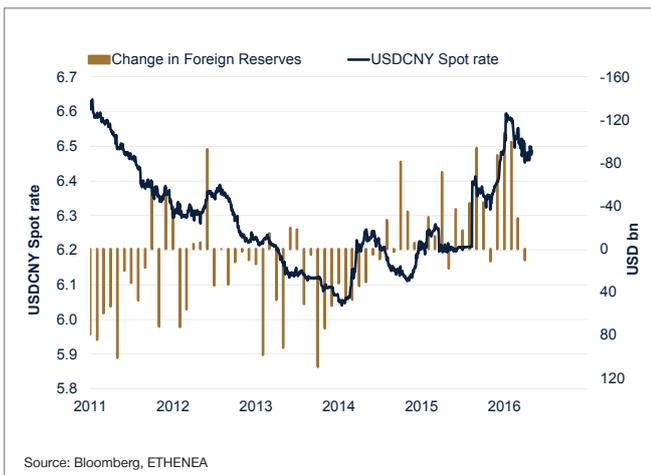
Autre effet secondaire des injections massives de liquidités, l'incessant va-et-vient entre états euphoriques et dépressifs identifié plus haut, et auquel aucune classe d'actifs n'a échappé. Après le marché du logement, le marché actions a connu son cycle expansion/récession l'année passée, comme l'illustre le graphique 15, et si, pour l'heure, le marché obligataire semble faire du surplace, le logement est lui déjà prêt pour un nouveau rallye.

La liquidité excédentaire ainsi créée n'a pas pour seule conséquence une instabilité accrue sur les marchés financiers, elle pose également un problème pour les banques. Les crédits octroyés ces dernières années ont été largement motivés par des raisons politiques plutôt que par des questions de rentabilité et certains secteurs connaissent dès lors des difficultés à assurer le service de leur dette. Conséquence directe, les banques chinoises ont vu leur bilan se détériorer à mesure que les prêts non performants augmentent. Tant qu'elles pourront renouveler leurs prêts, le cycle de crédit perdurera. Mais il leur faudra bien à un moment en déprécier une part importante au risque de devenir des banques zombie, à l'instar de leurs homologues japonaises.

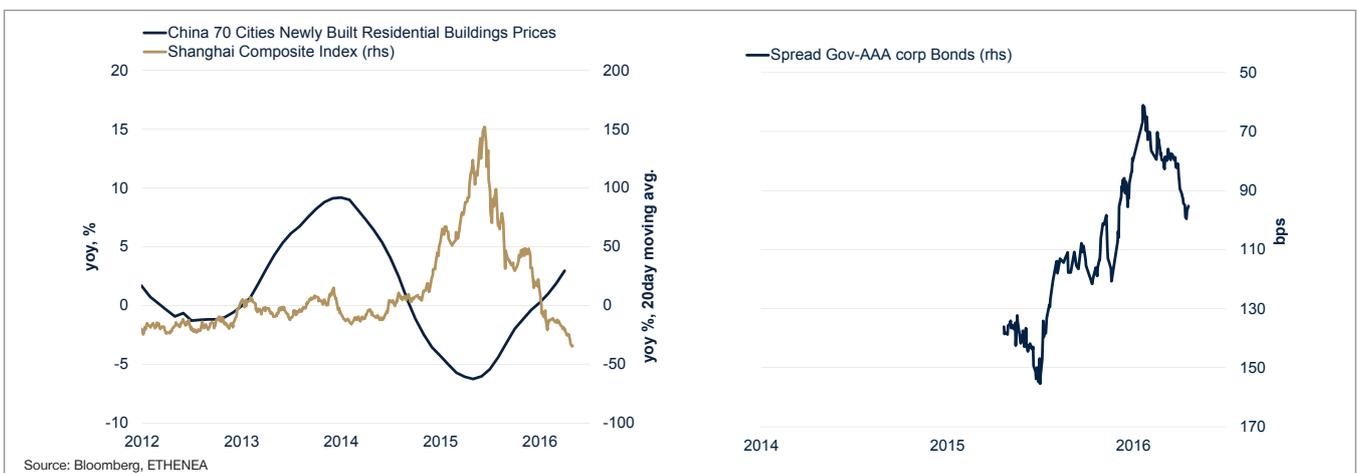
Au plan fondamental, le patient chinois montre des signes de faiblesse dès qu'il ne reçoit plus sa dose de liquidité. S'il est évident qu'elle ne pourra maintenir la cadence une fois hors perfusion, la Chine semble privilégier une réorientation impliquant une privation très progressive au crédit (invisible à nos yeux d'Occidentaux) au lieu d'un sevrage brutal. Une solution sans doute plus douce, à la fois pour le patient et pour tous ceux avec qui il interagit. Nous sommes conscients cela dit que le retour à des sommets alimentés par le crédit, comme nous l'observons aujourd'hui (graphique 16), est un frein au désengagement et à la réorientation, ce qui rend le processus plus difficile encore. Sachant que les choses ne se sont pas améliorées depuis, nous adoptons un positionnement prudent, tout en profitant de la bonne humeur du patient quand celui-ci est dans ses bons jours.

**Conclusion**

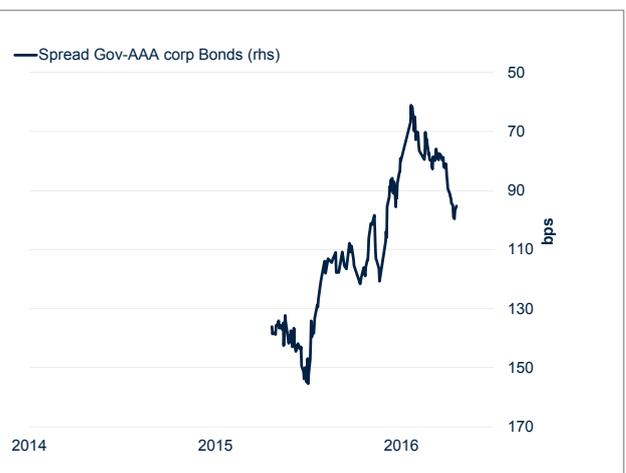
Chaque patient se caractérise par des antécédents médicaux qui lui sont propres et qui nécessitent un traitement spécifique. De plus, les trois patients ne sont pas tous dans le même état. La reprise aux Etats-Unis est bien avancée et le ralentissement

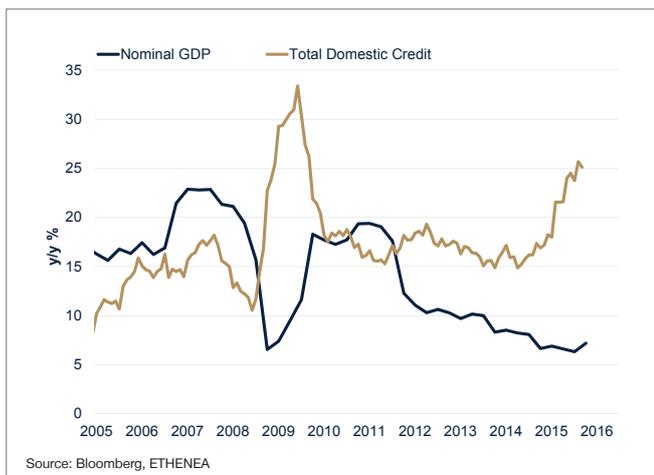


Graphique 14 : Les premières sorties de capitaux se sont accélérées suite au mouvement de taux d'intérêt en août\*



Graphique 15 : Accélération de la formation de bulles spéculatives depuis 2013





Graphique 16 : L'activité de crédit en accélération depuis le 1er trimestre 2015

ne reflète probablement qu'un cycle arrivant à maturité, bien que les conséquences sur les bénéfices soient déjà visibles. En Europe les fondamentaux s'améliorent en dépit de la persistance d'incertitudes d'ordre politique. En Chine, pour conclure, les fondamentaux se détériorent, mais la médecine chinoise semble avoir un effet miraculeux sur le court terme. Dans ce contexte, nous prenons la vie du bon côté en profitant de la bonne humeur des patients, tout en restant prudents puisque nous savons bien que ce sentiment peut changer à tout moment.



**Auteur >>**

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



## Auteurs >>

L'équipe de Gestion 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 (non représentés): 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 30/04/2016.