



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



ADD TO BASKET



Il est temps de faire des réserves d'or

Dans un monde occidental considéré comme sûr, plus personne ne songe à faire des réserves. De même, bon nombre d'investisseurs ont négligé l'or. Cependant, les mesures d'assouplissement monétaire massives des banques centrales bouleversent les mécanismes de marché. Quel rôle l'or peut-il jouer aujourd'hui ?

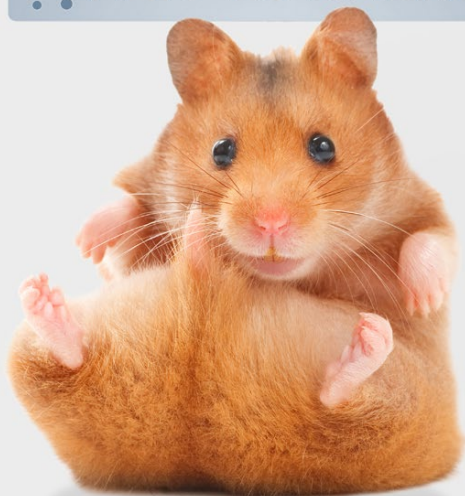
Sommaire >>

Édition du 31 août 2016

>> Il est temps de faire des réserves d'or

>> Perspectives macroéconomiques




 ADD TO BASKET


Il est temps de faire des réserves d'or

Dans un monde occidental considéré comme sûr, plus personne ne songe à faire des réserves. De même, bon nombre d'investisseurs ont négligé l'or. Cependant, les mesures d'assouplissement monétaire massives des banques centrales bouleversent les mécanismes de marché. Quel rôle l'or peut-il jouer aujourd'hui ?

Outre-Rhin, un vent de panique a soufflé lors de l'avant-dernier week-end d'août, des informations de presse révélant que le gouvernement allemand avait l'intention de recommander à la population de faire des réserves. Pour être plus précis, des éléments de la nouvelle politique de protection civile ont été divulgués. Sorties de leur contexte et dans le climat actuel de menace terroriste, ces fuites ont semé le doute dans l'esprit des Allemands. Avec ce raté de communication, le ministère de l'Intérieur, dirigé par Thomas de Maizière, principalement connu pour son sens de l'humour^{1,2} et vraisemblablement fort occupé ces derniers temps, a mis le doigt sur un déficit majeur dans le pays. Depuis la fin de la guerre froide, la majeure partie des Allemands a oublié que les infrastructures techniques - et notamment le réseau d'approvisionnement en eau ou en électricité - ne sont pas invulnérables. Or, des terroristes ou des attaques virales lancées par des régimes hostiles pourraient paralyser les infrastructures d'un pays pendant des jours, voire des semaines. De ce point de vue, constituer un certain stock d'eau, de produits alimentaires de base ou encore de piles et de bougies n'a rien d'alarmiste. C'est même judicieux, car, comme le disait M. de Maizière lors d'une conférence de presse à Berlin : « prudence est mère de sûreté ». D'autant plus que ces recommandations ne sont pas nouvelles : depuis quelques années déjà, un guide consacré à ce sujet est téléchargeable sur le site Internet de l'Office fédéral de la protection de la population et de réponse aux catastrophes³.

Certes, la communication du ministère de l'Intérieur aurait pu être meilleure mais cela aurait alors privé l'auteur de ces quelques lignes d'introduction.

Les inquiétudes de la population ne portent pas seulement sur le terrorisme et la guerre, mais aussi sur les politiques monétaires persistantes des banques centrales, qui appliquent des taux négatifs ou a minima extrêmement bas. Conjuguées à des manipulations de marché, ces politiques se traduisent par une *dégradation* continue de la confiance vis-à-vis de la stabilité des devises. Jusqu'à présent, il s'agit d'une dégradation de la confiance, **et pas** d'une *perte* de confiance. Toutefois, les inquiétudes entourant la capacité des banques centrales à maîtriser leurs expériences monétaires sont de plus en plus nombreuses. Nous avons d'ores et déjà abordé ce thème dans plusieurs Commentaires de Marché.

Mais nous ne pouvons nous empêcher de reparler aujourd'hui de la question de l'or. Par le passé, nous avons eu tendance à nous montrer relativement sceptiques vis-à-vis du métal jaune en tant que classe d'actifs. En effet, beaucoup d'autres investissements nous semblaient plus enthousiasmants. Le Commentaire de Marché d'août 2010 portait notamment sur ce thème. À l'époque, nous en étions arrivés à la conclusion que l'or n'était d'aucune utilité pour nos fonds. Depuis, six années se sont écoulées et le contexte a évolué. Les rendements des marchés obligataires n'ont jamais été aussi bas, les valorisations de beaucoup d'actions sont *élevées*, la Banque centrale européenne semble capable de tout, même d'acheter des fonds en actions, pour tenter de relancer une croissance anémique, l'endettement des États augmente malgré le soutien apporté par la faiblesse historique des taux d'intérêt : en d'autres termes, le monde a changé et nous avons décidé de nous intéresser à nouveau à l'or, nous demandant s'il était pertinent ou non de continuer à le dédaigner.

¹ « Une partie de ces réponses inquiéterait la population », Thomas de Maizière lors de la conférence de presse du 18 novembre 2015 après l'annulation du match de football Allemagne/Pays-Bas à Hanovre.

² Une note du ministère de l'Intérieur allemand mentionnant un lien direct entre le gouvernement Erdogan, le Hamas et les Frères musulmans a été qualifié d'« erreur administrative » le 16 août 2016.

³ Source : http://www.bbk.bund.de/SharedDocs/Downloads/BBK/DE/Publikationen/Broschueren_Flyer/Buergerinformationen_A4/Checkliste_Ratgeber.html

Venons-en maintenant aux faits et mythes.

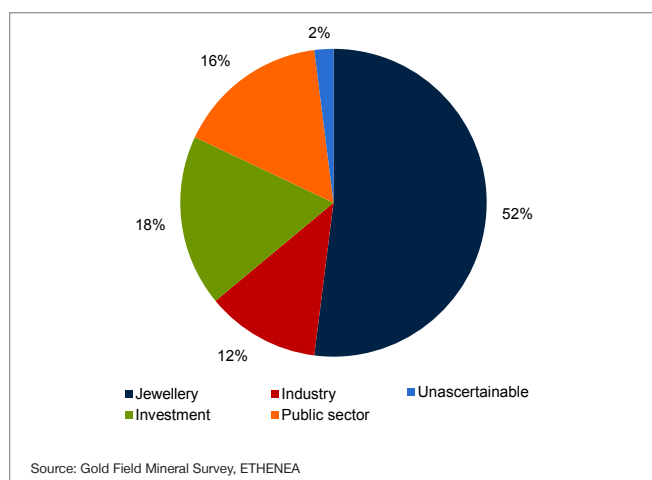
Aujourd'hui encore, la légende veut que Nabuchodonosor II, roi de l'empire néo-babylonien entre 605 et 562 av. J.-C., ait décrété, pendant son règne, qu'une once d'or valait 350 miches de pain. Si c'est bel et bien le cas, il était donc doté d'une clairvoyance tout à fait extraordinaire. En effet, aujourd'hui encore, une once troy d'or vaut presque exactement le prix de 350 miches de pain.⁴ Toutefois, malgré d'intenses recherches, l'auteur de ces lignes n'en a trouvé aucune preuve historique. Nabuchodonosor II est également connu pour les *jardins suspendus de Babylone*, l'une des sept merveilles du monde antique, mais aussi pour la biblique *Tour de Babel*. Sur ce point, si l'on en croit la Bible, quelques dégâts mondiaux semblent à déplorer.⁵ À cet égard, la totalité du règne de Nabuchodonosor II est relativement douteuse.

Au-delà de cette période, l'or a été utilisé comme moyen de paiement courant pendant des millénaires, la plupart du temps sous forme de pièces. Les premières pièces d'or frappées en série sont ainsi attribuées à Crésus, autour de 560 av. J.-C.⁶ Et la production de pièces s'est poursuivie pendant des millénaires. Jusque tard dans le XXe siècle (1971), en vertu des accords de Bretton Woods, la valeur des devises était fixée par rapport à l'or. C'est avec l'effondrement de ce système, dont le principal point faible provenait du fait qu'il n'y avait pas suffisamment d'or pour faire face au besoin en monnaie, qu'est apparue la monnaie *papier* sous sa forme actuelle (monnaie fiduciaire). Ce faisant, l'or a perdu son statut de moyen de paiement. Avec l'abrogation de l'*Executive Order 6102*, le 31 décembre 1974, c'est-à-dire la fin de quarante années d'interdiction de détention d'or aux États-Unis, les investissements et les spéculations sont à leur tour devenus des facteurs qui influencent le cours de

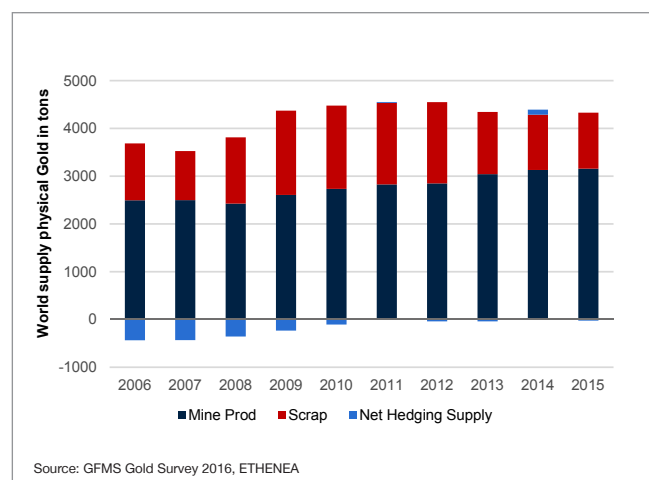
l'or. Aujourd'hui, les ETF (*exchange-traded funds*) et ETC (*exchange-traded commodities*) jouent sans conteste un rôle majeur dans l'évolution du prix du métal jaune.

Selon les experts, le volume d'or physique déjà extrait de terre s'élève à 166.000 tonnes, dont une grande partie a été transformée en bijoux (graphique 1). À environ 4.000 tonnes par an, dont seulement 3.158 tonnes nouvellement extraites (en 2015), l'offre d'or est relativement limitée (graphique 2). Les réserves mondiales d'or non extrait sont, de leur côté, estimées à 100.000 tonnes supplémentaires. Le métal, dont on trouve environ 280.000 tonnes dans le monde, soit l'équivalent d'un cube de 24,38 mètres de côté⁷, coûte environ 42.000 USD/kg, soit, au cours actuel, une enveloppe de 10.800 milliards USD pour le volume total. Même dans le monde actuel, où les gros chiffres ne sont pas rares, cela représente une coquette somme d'argent. Pourtant, la valeur économique réelle devrait être moins importante, du fait que l'or n'est pas utilisé dans l'industrie et que les quantités requises sont quasi inexistantes. L'or n'est donc plus ni un moyen de paiement ni un métal industriel de premier plan. Mais alors, pourquoi l'or est-il si cher ?

Le graphique 3 montre que près de 80 % de la demande d'or physique provient de particuliers. L'an dernier, les bijoux et les investissements sous forme de pièces et de lingots d'or ont représenté 3.281 tonnes sur une demande totale de 4.124 tonnes. Depuis les heures sombres de la crise des marchés financiers et de la crise économique mondiale qui s'est ensuivie en 2009, la demande d'or physique a bondi de plus de 30 %. Toutefois, le graphique 4 met en évidence l'augmentation sensible du marché des ETF jusqu'en 2013 et la tendance baissière suivie depuis, ce qui a eu un impact négatif sur le prix de l'or. Est-ce que cela a réellement été le cas ? Le lien de causalité n'est



Graphique 1 : Répartition de l'or déjà extrait. Volume estimé : env. 166.000 tonnes



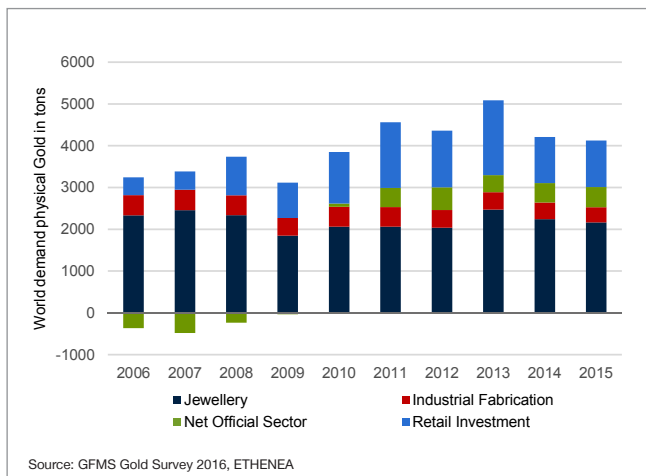
Graphique 2 : Offre mondiale d'or physique

⁴ Sur la base de l'hypothèse que le pain vaut 3,50 EUR, 350 miches de pain valent 1.225 EUR. Le 25 août 2016, une once troy d'or coûtait 1.172 EUR.

⁵ Livre de la Genèse, chapitre 11

⁶ Source : <http://culturalinstitute.britishmuseum.org/asset-viewer/gold-coin-of-croesus/0AELiMNQIBLu8Q?hl=en>

⁷ Pour un poids spécifique de 19,32 g/cm³, 280.000 tonnes d'or représentent un volume de 14.492,754 m³, ce qui correspondrait à un carré de 24,3809 m de côté.



Graphique 3 : Demande mondiale d'or physique

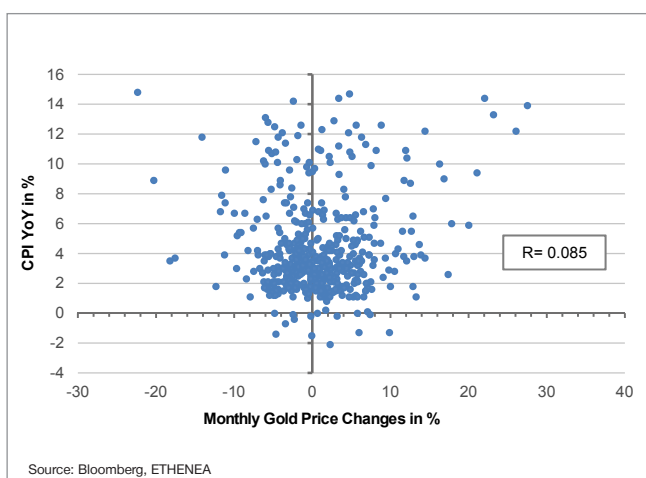
malheureusement pas aussi évident. Il est tout à fait possible que le recul du prix de l'or soit à l'origine des sorties de capitaux des ETF sur l'or.

Mais dans ce cas, la question se pose alors de savoir ce qui a déclenché la baisse du prix du métal jaune, qui avoisinait les

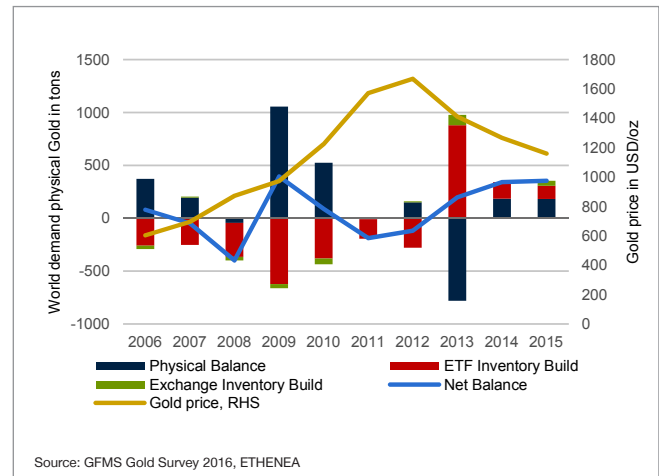
» Depuis les heures sombres de la crise des marchés financiers et de la crise économique mondiale qui s'est ensuivie en 2009, la demande d'or physique a bondi de plus de 30 %. «

1.800 USD en 2011, à moins de 1.100 USD en 2015, puis son retour au-dessus de 1.300 USD.

Selon une théorie qui a la vie dure, l'or représenterait une protection exceptionnelle contre l'inflation. Si tel était réelle-



Graphique 5 : Graphique en nuages de points des variations mensuelles du prix de l'or par rapport aux taux d'inflation mensuels (en rythme annuel) depuis 1973

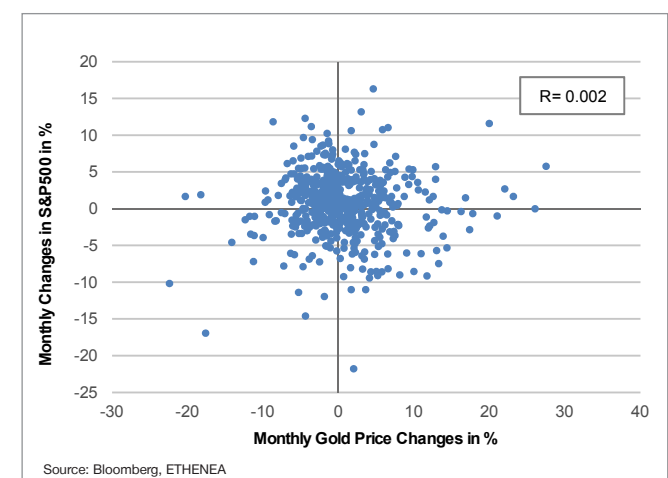


Graphique 4 : Offre nette d'or compte tenu des ETF/ETC et valeurs négociées en bourse

ment le cas, il devrait au moins exister une relation positive entre les variations du prix de l'or et les taux d'inflation. Or le graphique en nuages de points des variations du prix de l'or par rapport aux taux d'inflation (graphique 5) montre l'absence de relation statistique (linéaire) pertinente entre ces paramètres. À 0,085, le coefficient de corrélation est quasiment nul.⁸ Il serait

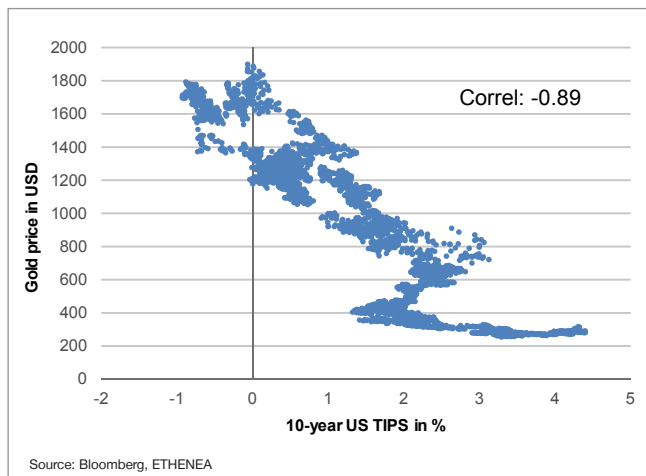
» Selon une théorie qui a la vie dure, l'or représenterait une protection exceptionnelle contre l'inflation. «

possible d'affiner davantage l'étude des données, en examinant différents décalages dans le temps pour établir une meilleure correspondance. Toutefois, l'auteur y a renoncé. Le graphique 6 démontre quant à lui qu'il ne semble pas non plus exister de lien linéaire entre le prix de l'or et les cours boursiers, ce qui laisse penser que ni l'inflation, ni les hausses sur les marchés actions n'influenceraient le cours de l'or. En fin de compte,



Graphique 6 : Graphique en nuages de points des variations mensuelles du prix de l'or par rapport aux variations mensuelles de l'indice d'actions S&P 500 depuis 1973

⁸ Le coefficient de corrélation (également appelé valeur de corrélation) ou la corrélation produit-moment (de Bravais et Pearson, et donc également appelée corrélation de Bravais-Pearson ou corrélation de Pearson) est une mesure sans dimension du degré de relation linéaire entre deux variables selon une échelle par intervalle. Le coefficient peut varier entre -1 et +1. Une valeur de +1 (ou -1) indique une relation linéaire positive (ou négative) parfaite entre les variables considérées. Si le coefficient de corrélation est égal est 0, il n'existe aucune relation linéaire entre les deux variables. Source : <https://de.wikipedia.org/wiki/Korrelationskoeffizient>



Graphique 7 : Graphique en nuages de points du prix de l'or et du taux d'intérêt des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation à 10 ans depuis janvier 2000

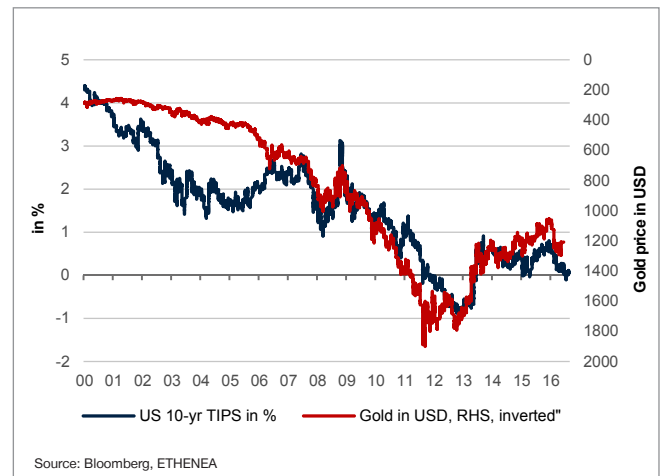
ne pourrait-il s'agir que du simple équilibre entre l'offre et la demande ?

Le graphique 7 montre une autre possibilité. Les variations du prix de l'or semblent liées au rendement réel des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) à 10 ans. Un coefficient de corrélation de -0,89 indique une relation linéaire étroite. Le graphique 8 démontre également que des taux d'intérêt réels bas entraînent une hausse du prix de l'or,

» Des craintes et incertitudes accrues se traduisent par la hausse des cours de l'or et la baisse des taux réels. «

et inversement. Mais là encore, il est difficile de distinguer laquelle de ces deux variables est *la cause* ou *la conséquence de l'autre*. Le présent document ne fournit pas de conclusion définitive à cet égard. On pourrait seulement dire qu'il est vraisemblable que le bas niveau des rendements des TIPS et le prix élevé de l'or sont deux facettes différentes de la même cause. Des craintes et incertitudes accrues se traduisent par la hausse des cours de l'or et la baisse des taux réels. Ces derniers ne demeurent acceptables pour les investisseurs que dans la mesure où l'évolution future de l'inflation est incertaine. Dans ce cas, cela signifie par exemple que la politique monétaire ne fonctionne plus ou que la valeur de l'argent devient instable.

Ainsi, nous en arrivons finalement à répondre à la question de savoir pourquoi l'or est si cher. L'or a toujours représenté un moyen (pratique) de faire transiter un patrimoine d'un système monétaire à un autre.⁹ Le métal jaune se dissimule facilement,



Graphique 8 : Prix de l'or (inversé) et taux d'intérêt des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS)

contrairement à la plupart des autres actifs dits *réels* tels que l'immobilier et les biens fonciers. Dans la mesure où des interdictions de posséder de l'or sont fréquemment promulguées en phases de réformes monétaires et d'hyperinflation, les particuliers n'ont guère intérêt à déposer leur or à la banque.

Mais pour les investisseurs que nous sommes, l'or n'a pas tellement une fonction de sécurité dans ces périodes.¹⁰ La faible corrélation du prix de l'or aux variations des cours boursiers et des taux d'intérêt nominaux fait du métal jaune un bon complément de portefeuille qui maximise l'effet de diversification potentiel. Auparavant, lorsque les liquidités généraient encore des produits d'intérêts, cet aspect ne nous semblait pas suffisant. Aujourd'hui cependant, la possession de liquidités est pénalisée de sorte que les coûts liés à la détention d'or sous forme d'ETF ou d'ETC sont très comparables.

L'équipe de gestion de portefeuille d'ETHENEA a par conséquent décidé, après une analyse approfondie, d'intégrer l'or à l'Ethna-AKTIV.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁹ Au cours de 1.200 USD l'once troy de 31,1034768 g, 1.000.000 USD en or pèserait 25,9 kg, soit un carré de tout juste 11 m de côté.

¹⁰ Nous avons déjà soulevé à plusieurs reprises la question de savoir jusqu'où pouvaient aller l'expansion des dettes des États et la politique monétaire des banques centrales.

Perspectives macroéconomiques >>

L'été touche à sa fin. Les vacances sont derrière nous et les romans que nous avons emportés dans nos valises ont retrouvé leur bibliothèque, qu'elle soit virtuelle ou bien réelle. Il est temps à présent d'ouvrir le dernier chapitre de l'année. Afin de vous aider à entamer le dernier trimestre tout en douceur, nous vous proposons, dans ce Commentaire de Marché, notre opinion à l'égard de l'économie mondiale. Nous aborderons l'énigme de la Fed ainsi que l'évolution des cycles économiques des principales régions.

L'énigme de la Fed

C'est reparti pour un tour. Dans son allocution prononcée lors de la réunion qui a réuni les banquiers centraux à Jackson Hole, Janet Yellen a une nouvelle fois évoqué la possibilité d'un

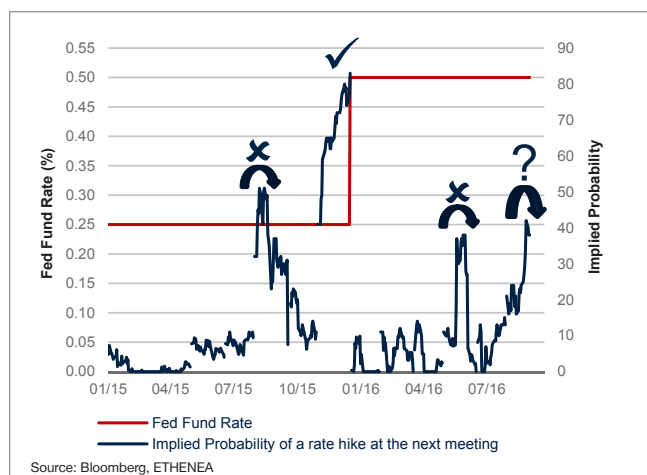
» Les acteurs du marché sont-ils peu doués pour anticiper les relèvements des taux ou est-ce la communication de la Fed qui est défailante ? «

relèvement des taux lors de la prochaine réunion de la Fed, en septembre. Il s'agit maintenant de la quatrième fois qu'elle promet de relever les taux, après deux échecs et un relèvement réel en décembre 2015. Le graphique 9 illustre la probabilité implicite du marché d'un relèvement des taux lors de la prochaine réunion de la Fed (en bleu) et le taux réel des Fed

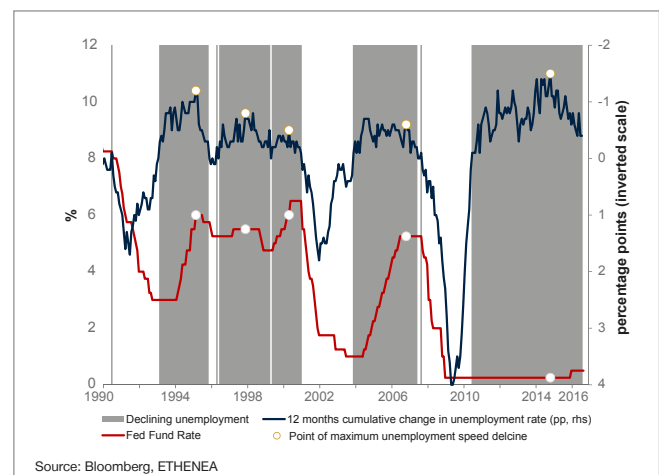
Funds (en rouge). Au moment d'écrire ces lignes, la probabilité d'un relèvement lors de la prochaine réunion qui se tiendra le 21 septembre est légèrement inférieure à 40 %, soit un chiffre comparable à celui qui avait été intégré par le marché avant qu'il ne subisse de grosses déceptions.

Les acteurs du marché sont-ils peu doués pour anticiper les relèvements des taux ou est-ce la communication de la Fed, également connue sous le nom de *forward guidance* (ou orientations prospectives), qui est défailante ? Si cette question rhétorique contient certainement une part de vérité, c'est essentiellement parce que les plus de 19.000 employés de la Fed¹¹ ne savent tout simplement pas quoi faire.

Est-ce le moment pour la Fed de relever ses taux pour la deuxième fois au cours de ce cycle ? Janet Yellen devrait, en toute honnêteté, répondre oui à un autre relèvement et *non* à un second. Oui à un autre relèvement car les conditions qui règnent actuellement sont présentes depuis des années. Le graphique 10 montre la relation stable et longue de 25 ans déjà entre la dynamique du marché de l'emploi et le taux des Fed Funds. Les épisodes de repli du taux de chômage sont surlignés en gris. Excepté au cours du cycle actuel des taux d'intérêt, la Fed entame généralement son relèvement des taux dans les 12 mois qui suivent le recul du chômage. Il est manifeste que cette fois-ci, la Fed a tardé à relever ses taux. Toutefois, il est clair également que ce cycle était différent. Cela étant dit, les feux sont toujours au vert pour un relèvement supplémentaire.

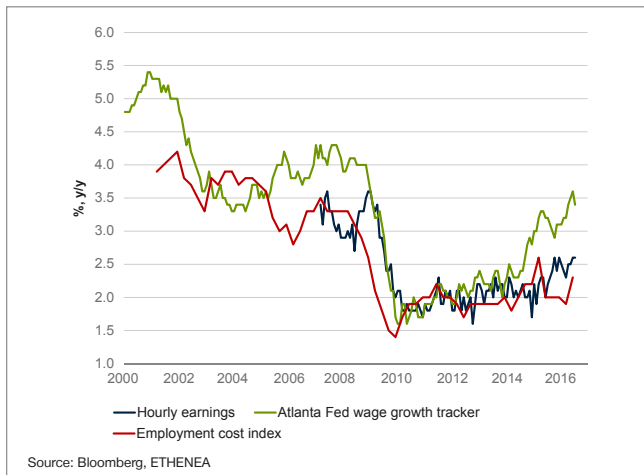


Graphique 9 : Les cycles d'anticipation du taux des Fed Funds*



Graphique 10 : Le cycle d'évolution du taux des Fed Funds au regard de la dynamique du marché du travail

¹¹ Source : <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf>, p. 398



Graphique 11 : La dynamique des salaires aux Etats-Unis*

Non à un second relèvement néanmoins car le recul du taux de chômage a déjà atteint son plus haut. Par le passé, la Fed a suspendu son relèvement lorsque le rythme du recul du taux de chômage (en bleu) avait atteint son sommet (représenté par les points blancs). Le rythme du recul est mesuré grâce au changement cumulé des taux de chômage sur une période de 12 mois. Selon cette mesure, il est déjà trop tard pour procéder à un second relèvement car, si l'on en croit les données historiques, il aurait déjà dû y avoir une baisse des taux. La première baisse a généralement lieu dans les 12 mois qui suivent le taux de chômage le plus bas. La Fed est donc prise entre le marteau et l'enclume et son indécision se reflète dans ses discours peu cohérents, ce qui génère une volatilité excessive au niveau des attentes des investisseurs, comme en témoigne le graphique 9.

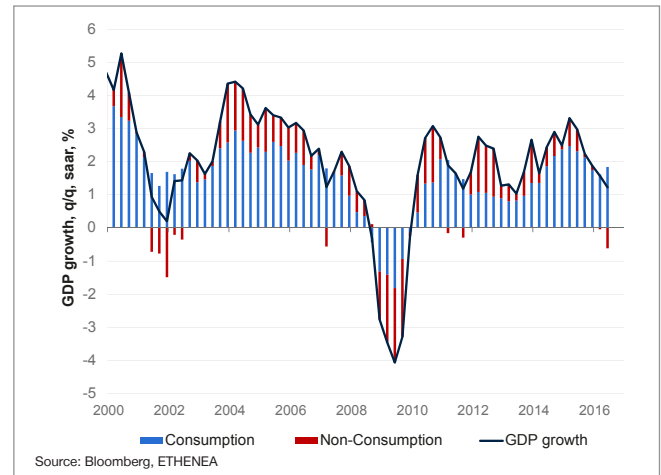
C'est donc reparti pour un tour. Est-ce le moment pour la Fed de relever ses taux pour la deuxième fois au cours de ce cycle ? Certainement, selon nous, dans la mesure où les États-Unis, et plus généralement l'économie mondiale, bénéficient d'un environnement favorable. Mais ne nous demandez pas quand ce relèvement aura lieu, si tant est qu'il ait lieu un jour.

Le cycle économique américain

La baisse du rythme de recul du taux de chômage rejoint notre scénario selon lequel l'économie américaine se trouve en fin de cycle, qui se définit selon nous par une période de ralentissement de la croissance et d'accélération de l'inflation. Prenons quelques chiffres pour illustrer nos propos : la croissance du PIB est ainsi passée de 3,6 % (en glissement trimestriel, taux cvs annualisé) au deuxième trimestre 2015 à 1,1 % au deuxième

» Par conséquent, la base de coûts augmente, entraînant l'inflation à sa suite. «

trimestre 2016 et les créations d'emploi, telles que mesurées par les statistiques sur l'emploi non agricole, sont passées de 250.000 par mois en moyenne au deuxième trimestre 2015 à 150.000 sur la même période en 2016.

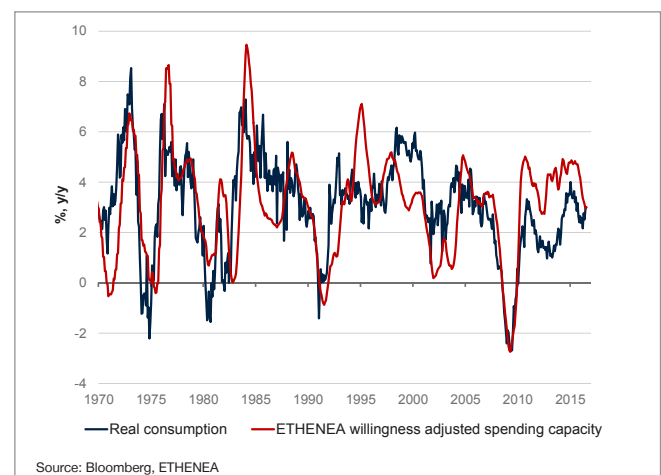


Graphique 12 : La consommation, principal moteur de la croissance américaine

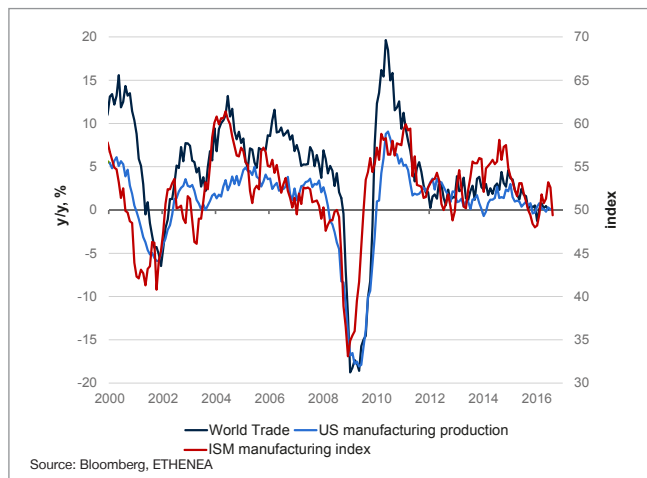
Si l'on jette un œil à l'évolution des prix sur ces mêmes périodes, on voit que l'image est parfaitement inversée. L'inflation sous-jacente s'est inscrite en légère hausse, à 1,6 % contre 1,4 % un an auparavant, et le salaire horaire a grimpé à 2,6 %, contre 2 % un an plus tôt. Le graphique 11 présente trois statistiques salariales suivies de près par les économistes et par la Fed. Elles témoignent d'une accélération progressive de l'inflation des salaires.

Si, intuitivement, ralentissement de la croissance et accélération de l'inflation peuvent sembler contradictoires, la théorie économique nous apprend qu'il en va tout autrement. En fin de cycle, le chômage est faible et les sociétés ont plus de difficultés à recruter de nouveaux travailleurs sans augmenter les salaires. Par conséquent, la base de coûts augmente, entraînant l'inflation par la suite. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente devrait augmenter progressivement au cours des prochains trimestres tandis que l'inflation globale devrait croître plus rapidement dans la mesure où l'effet de base négatif dû à la vigueur du dollar et à la faiblesse des prix pétroliers est en train de se dissiper.

S'agissant de la croissance, la consommation reste le principal moteur du cycle américain. Pour plus de clarté, le graphique 12 décompose la croissance du PIB en deux composantes, à



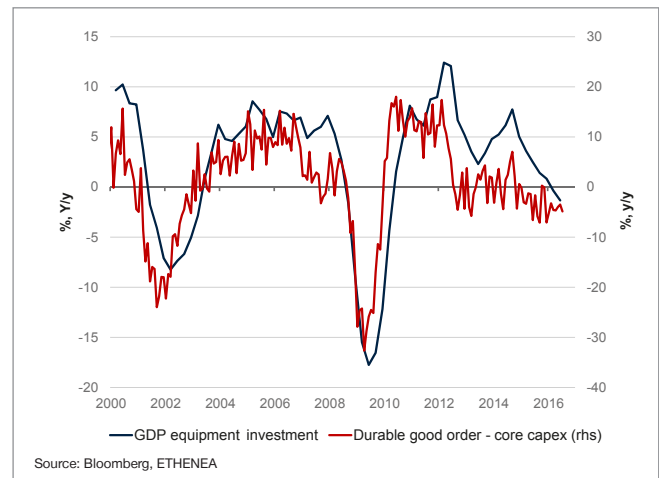
Graphique 13 : La consommation américaine à un moment critique



Graphique 14 : Le cycle d'activité manufacturière aux États-Unis ne s'est pas concrétisé

savoir la consommation et la non-consommation (tout le reste donc, c'est-à-dire les investissements et les dépenses gouvernementales, ainsi que les exportations nettes). Au cours du dernier trimestre, la croissance est uniquement venue de la consommation, tandis que la composante *non-consommation* s'est contractée, une situation plutôt inhabituelle.

Les derniers indicateurs de consommation suggèrent que cette composante clé s'est montrée solide. La confiance des consommateurs est élevée et les ventes au détail ont continué à s'inscrire en hausse. Par ailleurs, les statistiques mensuelles sur les dépenses des ménages, qui sont utilisées pour estimer le PIB, ont été solides, ce qui laisse à penser que la croissance du PIB au troisième trimestre devrait s'inscrire en hausse. Selon notre modèle économétrique, le PIB devrait augmenter de 3,6 %. Notre indicateur ETHENEA de pouvoir d'achat ajusté de la volonté, qui tient compte de plusieurs dimensions de la fonction de consommation (telles que les salaires, la confiance des consommateurs, la dynamique du marché de l'emploi et le crédit à la consommation), suggère toutefois que le développement de la consommation connaîtra une certaine modération, même si son rythme demeurera soutenu.

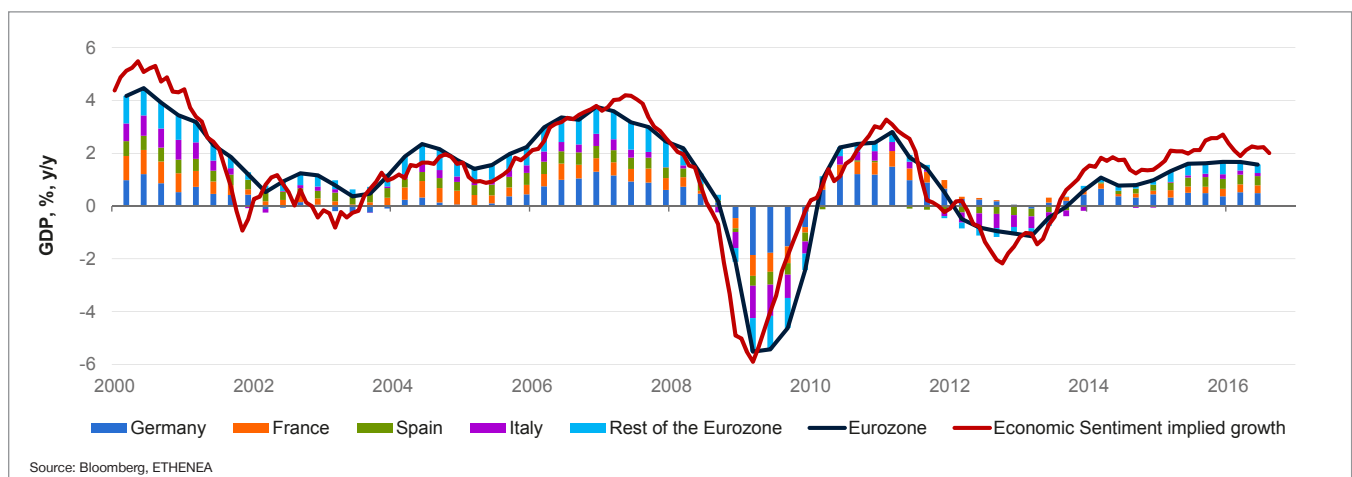


Graphique 15 : Pas de reprise de l'investissement en vue

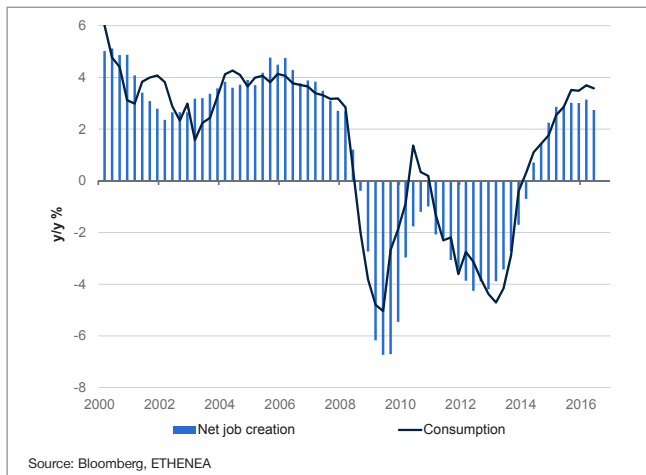
Les investissements en biens d'équipement sont la pièce manquante au cours de ce cycle. Ils ne se sont jamais totalement redressés dans la mesure où l'activité manufacturière est restée modérée dans le sillage de la crise financière mondiale et où la chute des prix pétroliers a mis fin au cycle des dépenses d'investissement dans le pétrole de schiste. Si les derniers indices manufacturiers laissent entrevoir le début d'un mini-cycle aux États-Unis, celui-ci ne s'est malheureusement pas

» Les créations d'emploi semblent en perte de vitesse, ce qui devrait limiter la consommation. «

concrétisé au niveau des données statistiques. La production manufacturière industrielle outre-Atlantique et le commerce mondial sont restés stables et la reprise de l'indice ISM manufacturier s'est brutalement arrêtée en août (graphique 14). Les commandes de biens durables hors composants les plus volatiles s'inscrivent toujours en baisse (graphique 15), indiquant qu'il n'est pas encore question de reprise des investissements. Le début d'un nouveau cycle d'investissement



Graphique 16 : Croissance modérée en perspective pour la zone euro



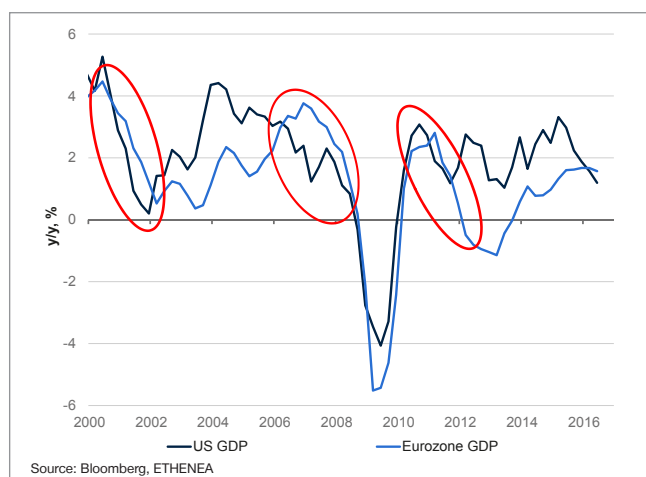
Graphique 17 : Emploi et consommation

serait une excellente nouvelle, car il marquerait le retour de la confiance en l'avenir.

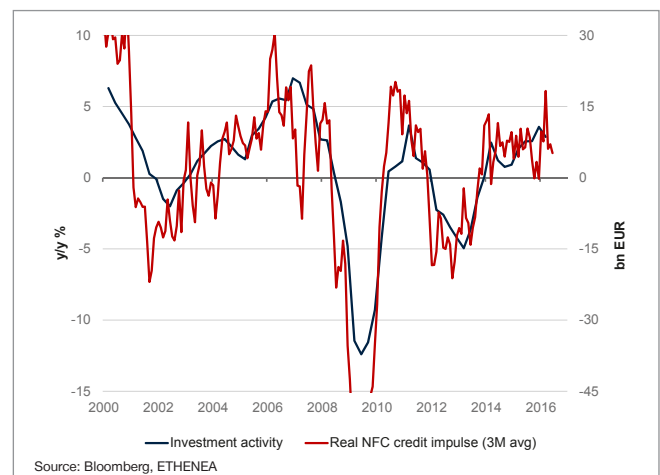
L'économie américaine se trouve en fin de cycle, avec un ralentissement progressif de la croissance et une accélération de l'inflation, et ce même si la consommation, pilier de la reprise outre-Atlantique, devrait être particulièrement solide au troisième trimestre. L'investissement accuse une baisse de régime et aucun mini-cycle ne s'est concrétisé au niveau de l'activité manufacturière.

Le cycle économique de la zone euro

La croissance a été solide au sein de la zone euro au cours des derniers trimestres, à près de 1,6 %-1,7 % en moyenne en glissement annuel. L'indice de sentiment de la Commission européenne (graphique 16) indique que la croissance devrait se poursuivre, mais à un rythme légèrement plus lent. L'analyse des quatre grandes économies de la zone euro – l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, qui représentent 76 % du PIB de la zone euro – montre que la croissance a atteint un plus haut en



Graphique 19 : L'économie américaine tire l'économie de la zone euro, à la hausse comme à la baisse



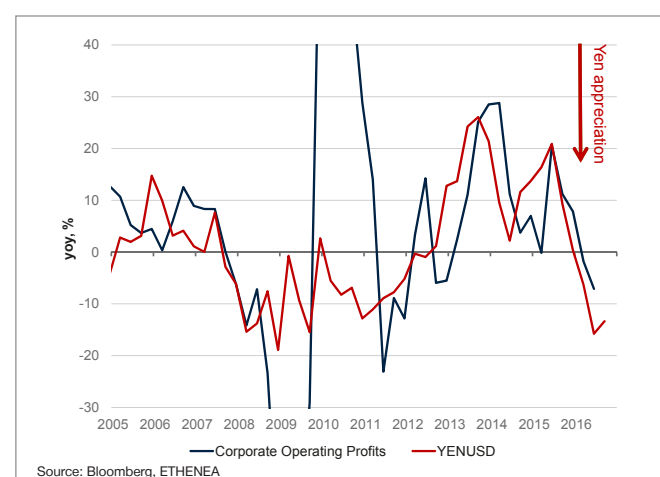
Graphique 18 : Le cycle du crédit en zone euro soutient l'activité d'investissement

Espagne et en Italie alors qu'elle est restée stable en Allemagne et en France.

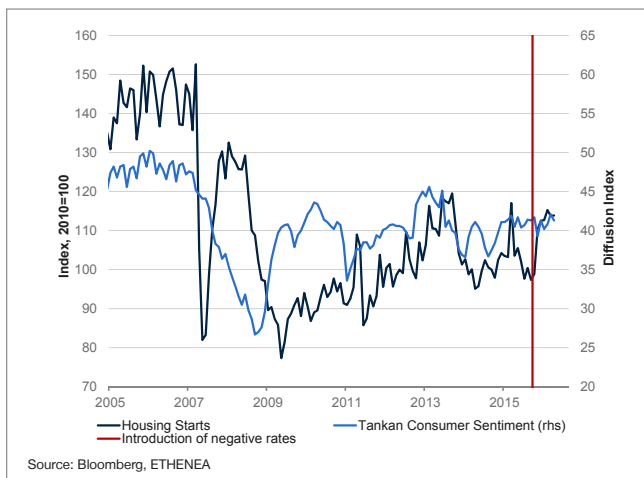
Le marché de l'emploi de la zone euro a fait preuve de dynamisme ces trois dernières années, même si une personne sur dix est toujours sans emploi. Le taux de chômage a baissé de 2 points de pourcentage en trois ans. Sur les 18 derniers mois, les créations d'emploi ont gagné pas moins de 3 % en glissement annuel (graphique 17), ce qui a entraîné une reprise de la consommation. Les créations d'emploi semblent toutefois en perte de vitesse, ce qui devrait, à terme, limiter la consommation.

Sur le plan des investissements, le crédit aux sociétés non financières continue de soutenir un cycle de dépenses d'investissement modeste (graphique 18). De ce point de vue, la politique monétaire accommodante de la BCE, qui consiste en des taux d'intérêt négatifs et un programme d'achats d'actifs à grande échelle, incluant des instruments de crédit, est concluante.

Tout comme aux États-Unis, les derniers indicateurs laissent entrevoir une modération de la croissance. Cette conclusion



Graphique 20 : La rentabilité des entreprises japonaises pénalisée par un yen fort



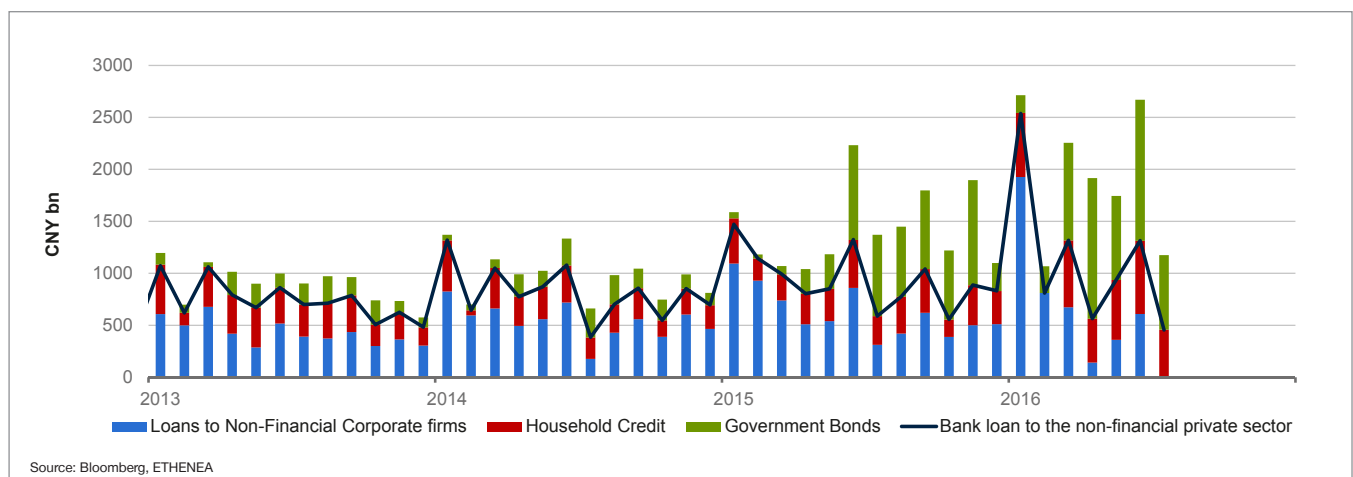
Graphique 21 : NIRP – Probablement pas dans la relance

est étayée par l'analyse comparative des cycles économiques des États-Unis d'une part et de la zone euro d'autre part (graphique 19). L'économie américaine est considérée, à juste titre, comme le moteur de l'économie mondiale, c'est-à-dire qu'elle tire le reste du monde, tant en cas de mouvement haussier qu'en cas de repli. Cette année, la croissance américaine s'est tassée et est, pour l'heure, plus lente que dans la zone euro. Depuis 2000, la situation s'est produite à trois reprises (cercles rouges) et, chaque fois, elle a abouti à un ralentissement marqué en Europe. Dans ce contexte, la BCE ne devrait pas changer grand-chose lors de sa prochaine réunion le 8 septembre. Le choc causé par le Brexit a été très faible pour l'économie de la zone euro et les indicateurs avancés pointent toujours vers une croissance modeste. L'inflation demeure trop faible pour la BCE, avec un taux d'inflation globale de 0,2 % en juillet et un taux d'inflation sous-jacente de 0,9 %. La décision de prolonger l'assouplissement quantitatif européen au-delà de mars 2017 ou de le réduire sera probablement reportée à la réunion de décembre dans la mesure où il n'est, pour l'instant, pas urgent d'agir.

Le cycle économique japonais

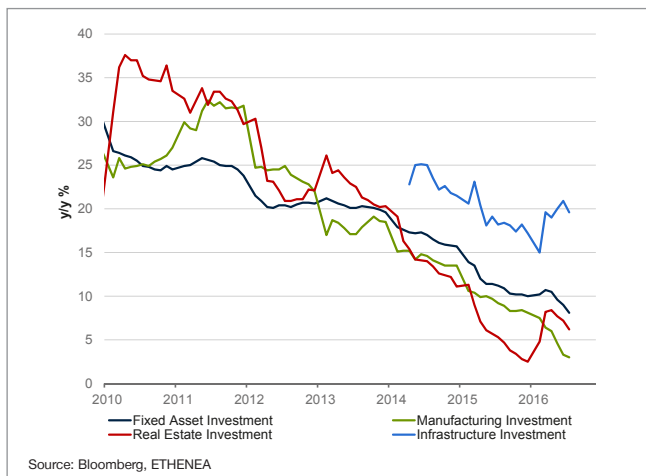
Au deuxième trimestre 2016, l'économie japonaise a affiché une croissance nulle. Si certains artefacts statistiques ont pesé sur le chiffre de croissance, d'autres indicateurs ont également confirmé l'activité anémique au deuxième trimestre. En dépit d'un marché de l'emploi de plus en plus étroit et d'une certaine hausse des salaires, les consommateurs restent timides. En outre, les sociétés sont de moins en moins disposées à investir dans la mesure où leurs bénéfices pâtissent de l'appréciation du yen (graphique 20). La demande extérieure est de ce fait le seul moteur d'un nouveau cycle économique. L'activité mondiale demeure toutefois modeste et la production industrielle, tout comme les exportations, continue de *fluctuer de façon indécise*¹².

L'inflation a nettement marqué le pas au deuxième trimestre. La Banque du Japon ne peut l'ignorer. Fait intéressant : plutôt que de continuer à assouplir sa politique monétaire déjà très accommodante, la Banque du Japon a annoncé qu'elle publierait, en septembre, une évaluation globale de sa politique monétaire. La politique de taux d'intérêt négatifs n'a pas changé l'empressement des Japonais à épargner. Ceux-ci demeurent des épargnants, la consommation n'a pas grimpé en flèche et les taux d'intérêt négatifs n'ont pas non plus eu d'impact favorable sur le taux de change. L'effet de la politique de taux d'intérêt négatifs sur l'inflation est dès lors nul depuis son lancement. La Banque du Japon ne cesse toutefois de répéter que cette politique a fait grimper les mises en chantier de maisons individuelles (graphique 21). La banque centrale a par ailleurs abaissé le niveau de ses achats d'actifs. Suite à l'évaluation qui aura lieu en septembre, nous pensons que les taux négatifs représenteront l'instrument monétaire privilégié, au détriment des achats d'actifs. Cependant, le cycle économique restera probablement fort terne, l'économie japonaise manquant de catalyseurs de croissance.



Graphique 22 : Evolution du crédit en Chine

¹² Source : <http://www.meti.go.jp/english/statistics/tyo/iip/index.html>



Graphique 23 : Tendance baissière de l'investissement chinois

Le cycle économique chinois

La croissance économique a bien résisté en Chine au deuxième trimestre, s'inscrivant à 6,7 % en glissement annuel, soit un niveau supérieur aux attentes du marché. Le marché

» Si le deuxième trimestre a procuré une bouffée d'oxygène, dans un contexte de déclin de la croissance tendancielle depuis l'éclatement de la crise financière mondiale, la menace d'un nouveau ralentissement plane sur le second semestre de 2016. «

immobilier, soutenu par la vigueur des crédits des ménages, est resté le moteur de la croissance. Si les nouveaux financements au deuxième trimestre ont été supérieurs à ceux du premier trimestre, c'est en raison de l'émission d'obligations gouvernementales locales, qui a pratiquement doublé les prêts bancaires, comme l'illustre le graphique 22 qui présente la croissance mensuelle du crédit. Si les investissements dans les infrastructures se sont accélérés à la suite de la hausse des fonds fiscaux, le total des investissements en immobilisations a une nouvelle fois perdu de la vitesse au deuxième trimestre. Ce phénomène s'explique par l'évolution des investissements immobiliers (graphique 23), qui ont ralenti parallèlement à la décélération des prix immobiliers. Le ralentissement des investissements dans la construction indique que le cycle immobilier a atteint son sommet au deuxième trimestre. Les ventes et les prix vont encore décélérer au second semestre

dans la mesure où les gouvernements locaux vont renforcer les réglementations afin d'apaiser un marché en surchauffe.

Outre la solide croissance du crédit, l'activité manufacturière a également réservé une bonne surprise. Celle-ci a été soutenue par la reprise des prix des matières premières, qui pourrait toutefois être de courte durée dans la mesure où la situation concernant la demande mondiale ne s'est pas améliorée et où les réductions de surcapacités n'ont pas encore décollé.

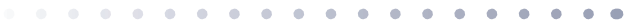
Une croissance stable au deuxième trimestre et une stabilisation des flux de change sortants en dépit de l'affaiblissement constant du taux de change ont ouvert fenêtre d'opportunités au gouvernement afin de s'engager sur la voie des réformes plutôt que sur celle des mesures incitatives. Le deuxième trimestre a été marqué par l'annonce de réglementations dans le secteur financier et par l'accent placé sur les réformes. Un processus de réforme passant par une réduction de la surcapacité, côté offre, ferait baisser la production industrielle, conduisant à des licenciements et, à terme, à un ralentissement de la consommation. Par conséquent, les gouvernements locaux se sont jusque là montrés peu enclins à prendre des mesures concrètes à la suite de ces annonces. Une diminution de l'endettement ne figure pour l'heure pas non plus à l'ordre du jour, dès lors que le Congrès national du peuple a fixé l'objectif annuel de croissance du crédit à 13 %, soit le double du PIB visé.

Si le deuxième trimestre a procuré une bouffée d'oxygène, dans un contexte de déclin de la croissance tendancielle depuis l'éclatement de la crise financière mondiale, la menace d'un nouveau ralentissement plane sur le second semestre de 2016 en raison du changement dans le cycle de l'immobilier. Le gouvernement devrait se recentrer sur des mesures de soutien de la croissance, probablement par le biais de nouveaux investissements dans les infrastructures, mais aussi davantage de crédit, afin d'atteindre son objectif de croissance annuel. Cela ne fera qu'aggraver l'état d'endettement et l'instabilité au sein du système financier chinois. Si les marchés ont semblé porter moins d'attention à la Chine ces derniers temps, nous continuons à considérer le déséquilibre de l'économie comme un risque majeur pour notre scénario.

Épilogue

L'activité économique a suivi une progression en douceur au cours de l'été, au lendemain du choc causé par le Brexit. Les signes d'un ralentissement se sont toutefois multipliés dans les quatre régions que nous avons couvertes, mais aucun d'entre eux n'a été suffisamment dramatique, et les risques baissiers perçus se sont éloignés, comme en témoigne l'absence de nouvelles tragiques sur les fronts économique et financier.

La combinaison d'une actualité économique calme, d'injections de liquidités continues, de taux d'intérêt ridiculement bas et d'une grande vigilance de la part des banques centrales ont jeté les bases d'un rebond des actions et, de manière plus surprenante, de la faiblesse persistante des rendements des emprunts d'État. L'impact de l'assouplissement quantitatif sur les valorisations dépasse le cadre de ce Commentaire de Marché, mais les lecteurs intéressés trouveront dans notre dernier numéro d'[APROPOS](#) une analyse éclairante à ce sujet.



Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

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



ETHENEA
managing the Ethna Funds

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, Arnoldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker et Peter Steffen; les autres membres de l'équipe de gestion (non représentés): Matthias Brachtel, 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 +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099
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 31/08/2016.