



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Déjà vu

Les marchés nous rappellent un peu la période ayant précédé la crise financière : des valorisations boursières élevées, des primes de crédit très faibles et des émetteurs plus que douteux sur les marchés financiers ! C'est également le cas aujourd'hui. L'Argentine arrive à emprunter à 100 ans sur les marchés financiers à tout juste 7,125% ! Mais qu'est-ce qui a changé par rapport à 2007 ?

Sommaire >>

Édition du 30 juin 2017

>> Déjà vu

>> Perspectives macroéconomiques





Hé, minute papillon !

Les marchés nous rappellent un peu la période ayant précédé la crise financière : des valorisations boursières élevées, des primes de crédit très faibles et des émetteurs plus que douteux sur les marchés financiers ! C'est également le cas aujourd'hui. L'Argentine arrive à emprunter à 100 ans sur les marchés financiers à tout juste 7,125% ! Mais qu'est-ce qui a changé par rapport à 2007 ?

La fin du premier semestre 2017 a dévoilé quelque chose d'intéressant : le risque de crédit est une nouvelle fois très mal évalué et le risque de hausse des taux dans la zone euro est fortement surévalué.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprise et autres produits de crédit avoisinent leurs plus bas niveaux historiques et ce, sur l'ensemble des marchés. Cette situation n'est pas tellement inquiétante, mais plutôt compréhensible car les taux de défaut actuels sont très faibles et le bas niveau des coûts de refinancement permet aussi aux entreprises d'honorer le service de leur dette. Ce qui est beaucoup plus préoccupant en revanche, c'est que la république d'Argentine est parvenue à emprunter quelque 3 milliards de dollars sur les marchés financiers le 19 juin 2017. Pour 100 ans ! À moins de 8% ! Depuis son indépendance en 1816, l'Argentine, autrefois l'un des pays les plus riches au monde, a réussi l'exploit de faire faillite plus de sept fois. Avec une dette de plus de 100 milliards de dollars, le défaut de 2001 a été la plus grande faillite d'État de tous les temps¹. En 2014, l'impossibilité de parvenir à un accord a débouché sur une faillite technique. Malgré tout, il semble y avoir suffisamment d'investisseurs désespérés convaincus de pouvoir gagner de l'argent avec

ce type de placement. Mais je ne vois pas bien comment ils y parviendront. L'argument selon lequel le versement du coupon de 7,125% pendant 15 ans suffirait pour récupérer l'investissement initial n'est pas valable selon moi. En effet, au bout du compte, je recevrai mon argent en dollars, ce qui n'est pas forcément favorable à l'investisseur en euro que je suis. Les rendements effectifs en euro sont plutôt de l'ordre de 5% p.a. si je prends une couverture de change annuelle. Il me faudrait donc 20 ans, et non pas 15, avant de rentabiliser mon investissement.

Maintenant, si l'on regarde le marché des CDS (credit default swaps) sur l'Argentine, on se rend rapidement compte que l'assurance contre le défaut de paiement sur 10 ans coûte plus de 400 points de base, ce qui implique une probabilité de défaut de 44%. Mais il faudrait qu'aucun défaut ne survienne pendant 20 ans pour au moins ne pas perdre d'argent, ce qui ne peut être qu'un objectif minimal. Je ne demande pas d'éviter certains titres ou risques, mais seulement que le prix corresponde au risque encouru. Et pour ma part, un taux de 7,125 % par an pour supporter le risque argentin pendant 100 ans en dollars me semble bien trop peu cher payé.

On aura beau tourner et retourner le problème dans tous les

¹ La Grèce ne compte pas car le pays n'a pas officiellement fait faillite depuis l'introduction de l'euro.

sens, le marché redevient désespérément excessif sur certains segments. Ceux qui sont suffisamment vieux se souviendront de la période ayant précédé la crise financière. À cette époque-là, les probabilités de défaut étaient gravement sous-estimées et mal intégrées dans les prix. L'ajustement à des niveaux de prix corrects s'était fait dans le plus grand désordre, entraînant des excès dans la direction opposée. Avec les conséquences que l'on connaît.

Bien entendu, la situation actuelle n'est pas directement comparable avec celle de 2007. Les marchés sont plus strictement réglementés, les banques et les compagnies d'assurance sont considérablement mieux capitalisées et les banques centrales ainsi que les autorités de surveillance sont davantage impliquées. Malgré tout, je ne serais pas surpris si nous assistions ces prochains mois, comme ce fut le cas au début de l'année dernière, à une correction massive sur les marchés du crédit. L'élément déclencheur peut être aussi anodin que le fameux battement d'ailes d'un papillon de la théorie du chaos de Edward N. Lorenz. La longue période de calme relatif, reflétée par les bas niveaux des indices de volatilité des marchés actions, suscite quasi invariablement la nervosité des investisseurs : ils me font penser à des personnes âgées qui se feraient réveiller en sursaut par le vent qui fait bouger les rideaux. C'est un sujet que nous avons déjà évoqué à de multiples reprises : prendre des risques doit toujours être fait en connaissance de cause afin d'éviter les erreurs inutiles.

Il m'est impossible d'achever ce commentaire sans aborder le risque de hausse des taux mentionné en introduction. Les marchés financiers ont profité des propos tenus par Mario Draghi à Sintra la dernière semaine de juin pour corriger sensiblement leurs attentes en matière de taux d'intérêt. Les rendements obligataires en euro et en dollar ont augmenté de 20 points de base sur les échéances à dix ans en l'espace de quelques jours, soit en moyenne une baisse de 1,50 point de

pourcentage pour les prix. À une période où il faut se contenter de peu, cela représente un recul sensible de la performance annuelle pour de nombreux investisseurs professionnels. Bien entendu, ce ne sont là que d'infimes fluctuations mais dans le contexte d'ennui ambiant, elles suffisent à susciter l'émoi. Mais sont-elles vraiment justifiées ? Mario Draghi a seulement énoncé ce que tout le monde sait depuis longtemps. L'Europe retrouve le chemin d'une croissance saine et l'ère des mesures non conventionnelles touche à sa fin. Il faudra cependant attendre encore quelques trimestres avant d'assister à de véritables relèvements de taux. Un écart de rendement de plus de 100 points de base entre le Bund et le taux d'inflation ne profite guère aux investisseurs dans la durée. Il est clair que dans le sillage de la normalisation des marchés monétaires, les rendements devraient aussi connaître une certaine normalisation. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a déjà relevé ses taux directeurs à quatre reprises sans occasionner d'ondes de choc notables sur les marchés obligataires. L'élection de Donald Trump a provoqué à elle seule bien plus de fluctuations des cours. Par conséquent, les rendements européens devraient connaître une hausse modeste. Sur les marchés USD, nous demeurons plutôt optimistes et profitons de la faiblesse momentanée pour ajouter des obligations d'entreprise évaluées à leur juste valeur dans nos portefeuilles.



Auteurs >>

Guido Barthels
Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

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

Perspectives macroéconomiques >>

Le bilan de la Réserve fédérale américaine

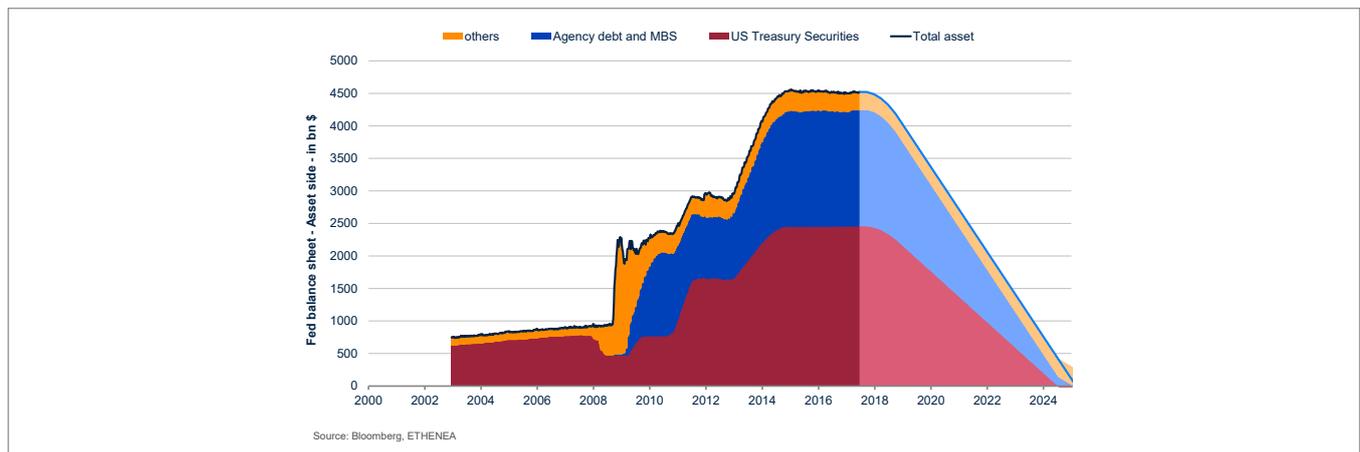
Une croissance économique solide, une inflation faible mais stable et un marché de l'emploi dynamique caractérisent la situation actuelle dans le monde en général et aux États-Unis en particulier. Dans ce contexte, la Réserve fédérale américaine (Fed) a relevé son taux directeur entre 1,00 et 1,25%, soit la quatrième hausse dans le cycle de resserrement actuel. Toutefois, la Fed a pris une décision bien plus importante, celle de commencer à réduire la taille de son bilan dans la seconde moitié de l'année. Nous allons maintenant examiner à quel rythme et dans quelle mesure elle peut mettre en œuvre ce projet ainsi que les conséquences qui en découleront pour le marché du crédit et le niveau des taux à long terme.

Le bilan de la Fed a littéralement explosé au lendemain de l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008 et ce, à un rythme inédit : après d'innombrables injections de liquidités et plusieurs vagues d'assouplissement quantitatif (QE), la taille du bilan est passée d'environ 1 000 milliards de dollars à 4 500 milliards de dollars. La Fed entend réduire son bilan de manière progressive et prévisible². Il y a deux types d'actifs au bilan de la Fed : des bons du Trésor américain ainsi qu'un mélange de titres d'agences gouvernementales (Fannie Mae et Freddie Mac) et de titres adossés à des hypothèques (MBS). La Fed prévoit de ne pas réinvestir le produit de la vente des obligations arrivées à échéance à un rythme fixé d'avance. Elle souhaite commencer par 10 milliards de dollars les premiers mois jusqu'à atteindre progressivement un volume maximum de 50 milliards de dollars en l'espace de douze mois. La date précise d'initiation du processus n'est pas encore connue,

mais nous tablons sur un lancement en octobre, au début du quatrième trimestre. D'après nos simulations (illustration 1), la taille du bilan diminuera assez rapidement jusqu'à finir par devenir égale à zéro vers 2025 ce qui, bien entendu, n'a pas de sens. Pour déterminer dans quelle mesure le bilan peut être réduit, il faut donc s'intéresser non pas à l'actif, mais au passif.

Le passif du bilan d'une banque centrale est réellement instructif du point de vue de la politique monétaire car il représente l'origine de la base monétaire, également appelée monnaie centrale. Celle-ci se compose de la monnaie en circulation (billets de banque) et des réserves des banques commerciales (réserves obligatoires et excédentaires). La monnaie en circulation est une composante stable et importante de la base monétaire, dont le niveau dépend de la préférence de la population pour les billets de banque par rapport à d'autres liquidités, telles que les cartes de crédit. Les réserves obligatoires correspondent au montant minimum de liquidités que les banques commerciales doivent détenir auprès de la banque centrale. Comme l'illustration 2 le montre clairement, l'expansion massive du bilan de la Fed n'a rien à voir avec ces deux composantes.

Les réserves excédentaires se composent des liquidités des banques commerciales détenues auprès de la banque centrale au-delà du montant minimum requis par la loi. L'idée selon laquelle ces liquidités sont souvent considérées comme du capital inutilisé, car elles ne servent pas à soutenir l'investissement par le biais de crédits, est fautive. La création ou le resserrement du crédit par les banques commerciales n'a pas d'impact sur le bilan de la banque centrale. D'autant



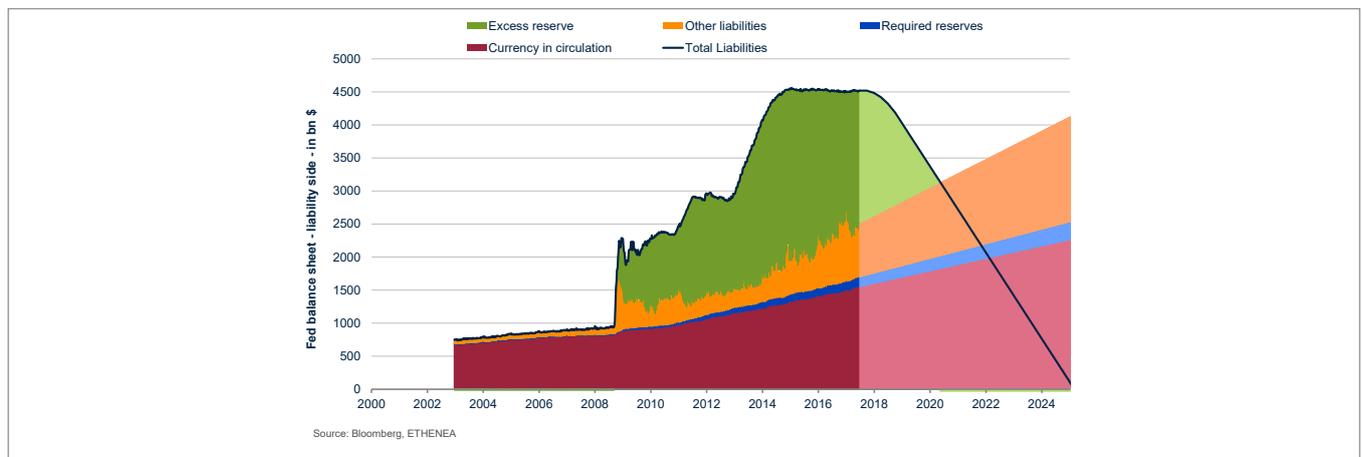
Graphique 1 : Actif de la Réserve fédérale (passé, actuel, futur)

plus que les programmes de QE n'ont pas été conçus pour relancer le crédit, mais pour créer une demande plus forte sur des actifs spécifiques tels que bons du Trésor, titres d'agences gouvernementales et MBS. La réduction du bilan de la Fed, qui représente un resserrement quantitatif, ne nuit donc nullement à la capacité des banques commerciales à octroyer davantage de crédits, mais modifie plutôt la demande d'actifs spécifiques. Le dernier poste du bilan, « autres engagements », a gagné en importance après la crise financière mondiale. En effet, la Fed est devenue un acteur incontournable sur le marché des crédits interbancaires depuis qu'elle propose des opérations de prise en pension afin de donner accès au secteur bancaire à des liquidités à court terme.

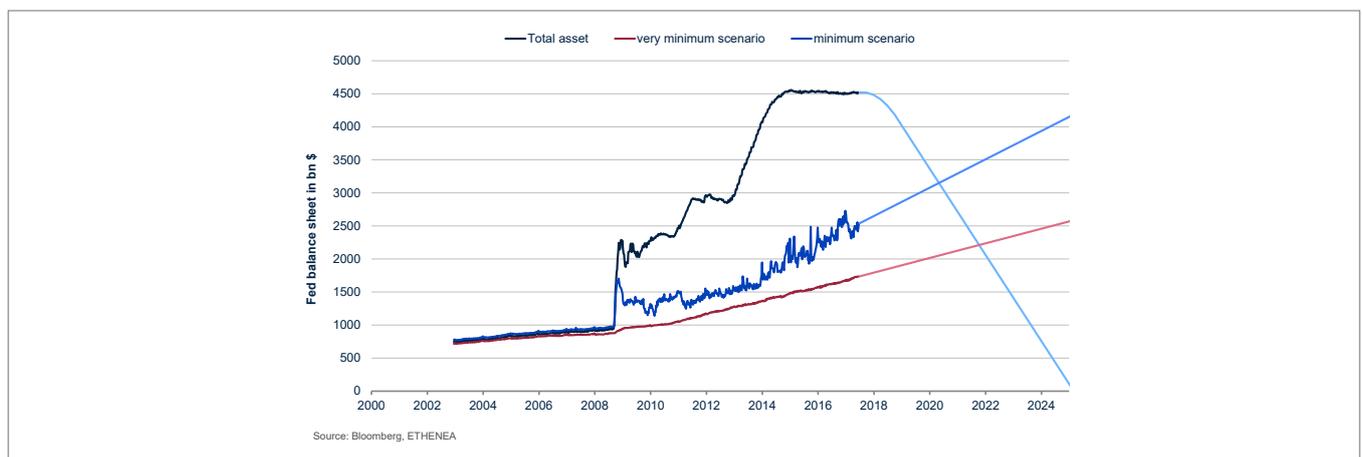
Maintenant que nous avons présenté l'actif et le passif du bilan de la Fed, nous pouvons nous consacrer à la question de la réduction de ce bilan. Comme le montre l'illustration 2, la monnaie en circulation et les réserves obligatoires représentent la taille minimale absolue du bilan de la Fed. Mais selon

toute vraisemblance, ce *scénario extrême absolu* est trop audacieux dans la mesure où la Fed devrait continuer à détenir d'autres engagements (prises en pension) dans son bilan. Par conséquent, il en découle deux scénarios : un bilan qui se compose respectivement de zones rouges et bleues (*scénario extrême absolu*) et un bilan composé d'une combinaison des zones rouges, bleues et oranges (*scénario extrême*).

Certes, les banques centrales se distinguent à de multiples égards des autres acteurs économiques, mais l'actif et le passif de leur bilan doivent tout de même être égaux. En combinant et en simplifiant les diagrammes des illustrations 1 et 2 dans l'illustration 3, nous pouvons en déduire dans quelle mesure et à quel rythme la Fed réduira son bilan et à quel moment sa taille se stabilisera. Selon nos simulations, la taille du bilan atteindra notre *scénario extrême* en mai 2020 avec 3160 milliards de dollars et notre *scénario extrême absolu* en octobre 2021 avec 2 216 milliards de dollars. Nous pensons tout de même que la Fed restera un acteur important du marché



Graphique 2 : Passif au bilan de la Réserve fédérale (base monétaire)



Graphique 3 : Total du bilan de la Réserve fédérale selon différents scénarios

monétaire et devrait donc maintenir la taille de son bilan à la limite supérieure de nos estimations. À noter que ces scénarios se basent sur une continuité des conditions économiques actuelles (croissance économique solide, inflation faible mais stable et marché de l'emploi dynamique), ajustées si nécessaire, notamment en cas de hausse de l'inflation ou de ralentissement sensible de la croissance. Ce faisant, il ne faut pas perdre des yeux l'évolution à long terme : si la Fed diminue son bilan d'un tiers à 3 000 milliards de dollars d'ici l'été 2020, celui-ci sera toujours trois fois plus élevé qu'avant la crise financière mondiale³. Pour atteindre ce niveau, la Réserve fédérale devra renoncer à réinvestir 1 500 milliards de dollars de titres arrivés à échéance, soit 900 milliards de dollars provenant des Bons du trésor et 600 milliards de dollars provenant des titres des agences gouvernementales et des MBS.

Difficile de prévoir quel sera l'impact de la réduction du bilan de la Fed sur les rendements des bons du Trésor. Il est impossible de répondre à cette question pour le moment. Contrairement au « taper tantrum » de 2013 qui avait fait plonger les cours des emprunts d'État américains à l'annonce de la fin du QE, l'intention déclarée de la Fed de réduire son bilan n'a pour l'instant pas provoqué de remous au niveau des taux d'intérêt. La vente de 900 milliards de dollars de bons du Trésor sur 3 ans correspond à un rythme de vente de 2%

des titres en circulation par an. Le Congressional Budget Office, l'autorité du Congrès américain en charge du budget, table sur une hausse de la dette publique de plus de 5% par an au cours des dix prochaines années. Dans ce contexte, nous considérons l'impact des mesures de la Fed sur les rendements des emprunts d'État américains comme plutôt limité. Selon nous, la viabilité de la dette, la croissance et l'inflation joueront un rôle plus important que celui de la Fed pour le niveau des rendements obligataires. D'après notre scénario, le rendement des bons du Trésor à 10 ans ne devrait pas dépasser 3%. Ce niveau est historiquement faible, mais représente une hausse sensible par rapport au niveau actuel.



Auteurs >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>

³ À noter que notre scénario table sur une nouvelle expansion du bilan de la Fed après l'été 2020.



Auteurs >>

L'équipe de gestion et le Head of Research



Assis (de gauche à droite) : Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Peter Steffen ; Debout (de gauche à droite) : Simon Oeser, Fabian Scheler, Ralf Müller, Roland Kremer, Jörg Held, Matthias Brachtel, Niels Slikker, Yves Longchamp – Head of Research chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG et Thomas Herbert (ne figure pas sur la photo).

Contact >>

N'hésitez pas à nous contacter pour toute question ou suggestion éventuelle.

ETHENEA Independent Investors S.A.
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone : +352 276 921 -0 · Fax : +352 276 921 -1099
info@ethenea.com · ethenea.com

Mentions légales >>

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, 30.6.2017.