



# COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## Reggae à la sauce allemande ?

La situation est tendue en Allemagne : les élections ont fait entrer sept partis au Parlement et il est plus que vraisemblable que le pays sera gouverné par une coalition « Jamaïque »\* (\* elle doit son nom aux couleurs du drapeau jamaïcain, le noir, le jaune et le vert, qui sont les couleurs qui symbolisent respectivement la CDU, le FDP et les Verts). Même si les marchés n'ont guère réagi à l'annonce des résultats du scrutin, il est essentiel que le nouveau gouvernement se forme rapidement car en tant que poids lourd de l'Europe, l'Allemagne joue un rôle central dans l'intégration et la cohésion européennes.



### **Sommaire >>**

Édition du 30 septembre 2017

>> [Reggae à la sauce allemande ?](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)



## Reggae à la sauce allemande ?

**La situation est tendue en Allemagne : les élections ont fait entrer sept partis au Parlement et il est plus que vraisemblable que le pays sera gouverné par une coalition « Jamaïque »\* (\* elle doit son nom aux couleurs du drapeau jamaïcain, le noir, le jaune et le vert, qui sont les couleurs qui symbolisent respectivement la CDU, le FDP et les Verts). Même si les marchés n'ont guère réagi à l'annonce des résultats du scrutin, il est essentiel que le nouveau gouvernement se forme rapidement car en tant que poids lourd de l'Europe, l'Allemagne joue un rôle central dans l'intégration et la cohésion européennes. .**

Le reggae est originaire de Jamaïque. En Allemagne, on écoute *Helene Fischer* plutôt que le reggae de *Seeed*, sachant que personnellement, je préfère de loin Hélène Fischer mais je ne fais certainement pas partie de la majorité. Peter Fox, le chanteur du groupe *Seeed*, a certes enregistré un beau succès commercial en solo avec son titre "Haus am See" ou bien "Stadtaffe" qui a fait son entrée dans les charts. Mais la musique traditionnelle reste sans conteste le numéro un des ventes. Nous autres Allemands sommes un peuple majoritairement conservateur, élevé et nourri aux sons des orchestres d'Oktobertfest

Les élections au Bundestag ont fait entrer 7 Partis au Parlement, une situation quasi-identique à celle de l'Italie. Une telle configuration n'avait pas été vue en Allemagne depuis la législature de 1953-1957. A la différence des italiens, nous les allemands préférons la politique quand elle est un peu moins désordonnée, mais nous ne pouvons pas voter - et ne le ferons pas - jusqu'à ce que le résultat convienne à tout le monde. Les partis vont se débrouiller pour ficeler un gouvernement stable. Avec 32,9 % des voix, les partis de l'Union CDU-CSU ont toute légitimité pour former une coalition. Dans la mesure où le SPD,

arrivé en seconde position avec 20,5 % des voix, se dérobe à ses responsabilités et refuse pour l'instant toute négociation, allant à l'encontre de la volonté des électeurs, une seule coalition dite « Jamaïque » émerge pour l'heure entre la CDU, la CSU, le FDP et les Verts. Au niveau local, une telle configuration n'est pas inhabituelle mais sur un échelle plus large au niveau des Länder elle n'a été testé que deux fois (en Sarre et Schleswig-Holstein) et serait une grande première au niveau fédéral. Et il existe certainement de bonnes raisons pour que cette tentative n'ait encore jamais eu lieu. Les écarts entre les promesses électorales de la CSU et des Verts comme entre celles du FDP et des Verts semblent en partie insurmontables. Je m'imaginerai comment un accord de coalition viable pourrait englober les propositions clés de tous les partis. Et comment il pourrait ensuite être justifié devant les électeurs et la base de chaque parti. Mais nous sommes là dans un débat politique qui n'a rien à faire dans un commentaire de marché. Nous sommes convaincus qu'un gouvernement efficace sera formé avant la fin de l'année et alors, nous ne nous préoccuperons plus de savoir s'il s'agit d'une alliance Jamaïque ou, à nouveau, d'une grande coalition entre l'union et le SPD.

Toutefois, le poids lourd allemand est désormais en proie à ses propres problèmes et ne fait plus office de force fédératrice en Europe depuis un certain temps.

Certes, les Pays-Bas n'ont toujours pas réussi à former de gouvernement depuis les élections du 15 mars 2017, tandis qu'il aura fallu 541 jours à la Belgique pour y parvenir, mais sans vouloir offenser les Belges ou les Néerlandais, l'Allemagne joue un rôle plus important avec son partenaire français. Plus d'intégration européenne et de collaboration dans le sens des propositions du président français Emmanuel Macron ne sont envisageables qu'avec la participation de l'Allemagne. Nous supposons donc que cela entraînera une faiblesse (provisoire) de l'euro, ce qui transparaît déjà dans le taux de change pondéré par les échanges (graphique 1).



Graphique 1 : évolution du taux pondéré par les échanges de l'EUR

L'euro marque une pause dans sa trajectoire durablement haussière face au dollar (cf. Commentaire de marché de septembre 2017) (graphique 2). En effet, Donald Trump, qui a urgemment besoin d'une victoire, a dévoilé en grande pompe la grande réforme fiscale tant attendue. Mais sans fournir d'efforts particuliers, on s'aperçoit rapidement qu'il s'agit moins d'une réforme que de baisses d'impôts pour les entreprises et les plus riches dont le financement reste flou. En cette période de dette publique colossale, le déficit budgétaire ne semble toutefois pas être la meilleure méthode pour rallier la majorité au Congrès. Par conséquent, nous restons d'avis que la faiblesse du billet vert s'accroîtra et que nous traversons une phase



Graphique 2 : évolution de l'EUR/USD

de transition.

Mis à part les rendements des emprunts d'État grecs, le reste du marché, actions et obligations confondues, n'a quasiment pas réagi aux élections du Bundestag. Au final, les mesures et déclarations des banques centrales ont bien plus d'importance aux yeux des acteurs financiers. Notre économiste en chef Yves Longchamp y revient en détail dans les pages suivantes.

Auteurs >>

**Guido Barthels**  
 Portfoliomanager  
 ETHENEA Independent  
 Investors S.A.

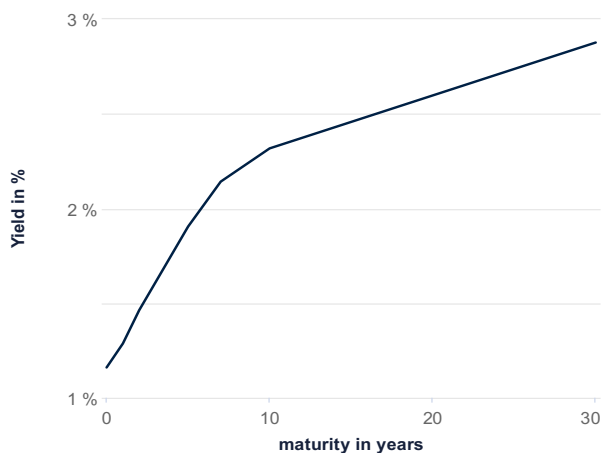
**Yves Longchamp, CFA**  
 Head of Research  
 ETHENEA Independent  
 Investors (Schweiz) AG

# Perspectives macroéconomiques >>

## La courbe des taux

James Carville, le directeur de campagne de Bill Clinton pour les présidentielles américaines de 1992, a dit un jour : « pendant longtemps, si j'en avais eu la possibilité, je me serais volontiers réincarné en président, pape ou star de base-ball. Aujourd'hui, je préférerais être le marché obligataire : ainsi, je pourrais faire peur à tout le monde. » Nous connaissons actuellement une phase de normalisation monétaire au cours de laquelle les banques centrales ralentissent leurs achats obligataires, voire réduisent la taille de leur bilan. Nous souhaitons profiter de cette occasion pour percer le mystère de la courbe des taux. Que signifie-t-elle précisément ? Est-elle réellement pertinente ? Est-ce que les taux sont trop faibles dans le contexte actuel de conjoncture solide ? Ou sont-ils trop élevés eu égard à l'endettement public ?

La courbe des taux désigne en fait la courbe des emprunts d'État. Comme le montre le graphique ci-dessous, cette courbe indique les taux d'intérêt qu'un gouvernement paie sur des titres de dette de différentes échéances (graphique 3). Dans la mesure où la courbe des taux reflète les taux sans risque pour différentes échéances, les investisseurs s'en servent pour évaluer et fixer les prix des actifs.

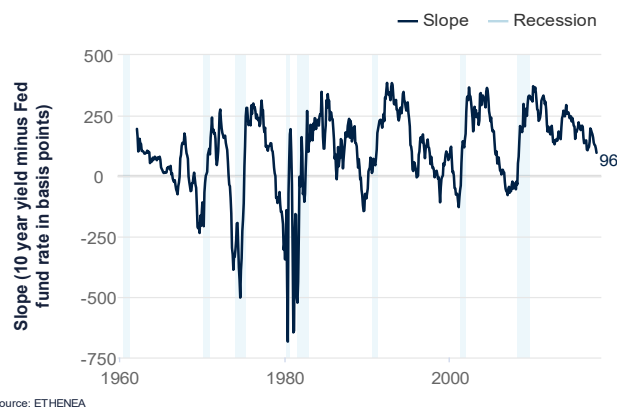


Source: ETHENEA

Graphique 3 : courbe de taux des bons du Trésor américain au 29 septembre 2017

## Théorie des anticipations

Selon l'opinion la plus répandue, la courbe des taux fournit des informations sur l'évolution attendue des taux à court terme (politique monétaire) ainsi que sur un facteur assez obscur appelé prime de liquidité. L'inclinaison de la courbe, qui découle essentiellement de la différence entre les taux courts et les taux longs, revêt une importance particulière dans la théorie des anticipations : si, comme c'est le cas actuellement, l'inclinaison de la courbe est positive, cela signifie que les taux longs sont supérieurs aux taux courts et que les investisseurs, selon cette théorie, tablent sur le relèvement des taux directeurs. Par conséquent, les perspectives conjoncturelles sont positives. Une courbe en baisse est décrite comme une courbe inversée. Cette évolution annonce un certain pessimisme, dans la mesure où les banques centrales abaissent les taux en phase de récession. Comme le graphique 4 l'indique, la courbe des taux a prédit les récessions de l'économie américaine de ces 50 dernières années dans la mesure où les crises ont toujours été précédées par une inversion de la courbe des taux. Cependant, toutes les courbes inversées n'ont pas toujours été suivies par une récession.



Graphique 4 : inclinaison de la courbe des taux américaine et récessions de l'économie américaine

D'après nos estimations, la théorie pure des anticipations indique, eu égard à l'évolution actuelle de la courbe, que le taux à court terme s'établira à environ 2,6 % dans dix ans, un niveau relativement proche du taux d'équilibre de 2,8 % cité dans les dernières prévisions de la Réserve fédérale (Fed). De ce point de vue, l'évaluation de la courbe des taux semble appropriée.

### Théorie de la structure par terme des taux d'intérêt

Selon cette théorie, la courbe des taux présente généralement une inclinaison positive, dans la mesure où les créanciers attendent des taux d'autant plus élevés que les échéances de crédit sont longues. Ce phénomène s'explique par l'incertitude concernant l'évolution future d'une part. D'autre part, les échéances les plus longues se traduisent par le fait que les créanciers ne peuvent pas accéder aux fonds prêtés pendant une longue période. D'après les dernières estimations de la Réserve fédérale de New York, la prime de liquidité est actuellement légèrement négative. En d'autres termes, les investisseurs attendent des rendements plus élevés, non pas sur les échéances les plus longues, mais sur les plus courtes. Cette situation est inhabituelle, mais elle a déjà été observée dans les années 60 lorsque le niveau des taux était également bas (graphique 5). Selon nous, cela indique que les rendements à long terme sont trop faibles.

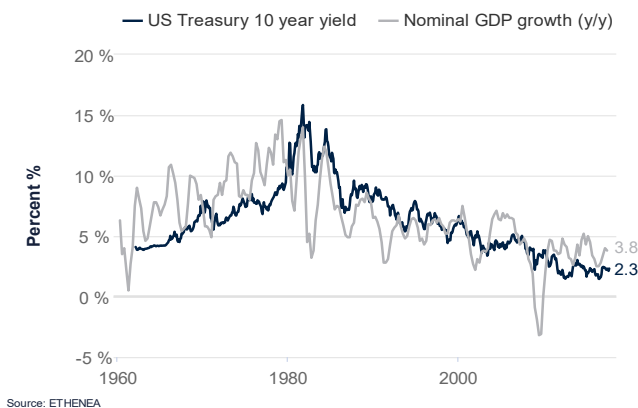


Graphique 5 : primes de liquidité américaines

### Équation de Fischer

Le célèbre économiste Irving Fischer a mis au point, entre autres, l'équation éponyme selon laquelle le taux d'intérêt est la somme de l'inflation et de la croissance économique réelle. D'après cette équation, la croissance nominale du PIB devrait plus ou moins correspondre au taux d'intérêt à long terme. Aux États-Unis, la croissance économique nominale s'est élevée

à 4 % par an en moyenne sur les trois dernières années, tandis que le taux d'intérêt à long terme fluctuait autour de 2 %. Sur la base de l'équation de Fischer, les taux à long terme sont donc trop faibles (graphique 6).



Graphique 6 : équation de Fischer

### Soutenabilité de la dette

Eu égard à l'endettement, la durabilité revêt une grande importance dans la théorie économique. Selon cette approche, la combinaison de la croissance économique et du niveau des taux joue un rôle central. L'idée de base, qui repose sur un raisonnement simple, peut se résumer comme suit : tant que les rendements financiers dépassent les coûts d'investissement, l'endettement est soutenable dans la mesure où les investissements réalisés couvrent leurs frais. Le principe est le même au niveau macroéconomique : tant que la croissance nominale du PIB dépasse les coûts de l'endettement public, et donc les paiements d'intérêts, la charge de la dette est soutenable.

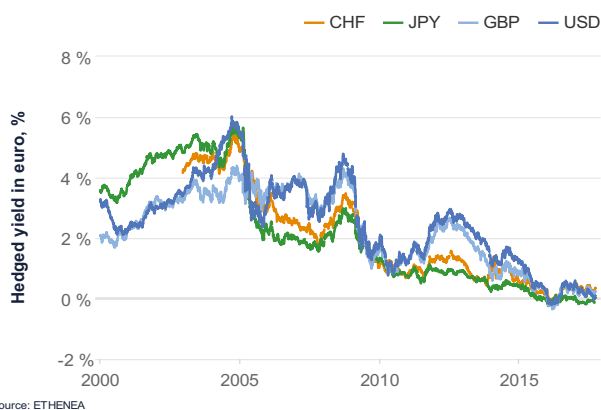
Partant de cela, on peut calculer le taux d'intérêt le plus élevé qu'un gouvernement peut payer avant que son endettement ne dépasse la charge maximale. Selon nos calculs, ce taux d'intérêt s'élève à 3,1 % aux États-Unis, 1,6 % au Japon et 4,2 % en Allemagne alors que les taux longs dans ces pays sont respectivement de 2,3, 0 et 0,5 %.

D'après ces mesures, les taux d'intérêt peuvent augmenter d'au moins 100 points de base sans mettre en danger les finances publiques. Par conséquent, la courbe des taux présente un potentiel de déplacement vers le haut, mais ne devrait pas atteindre un niveau aussi élevé qu'avant la crise financière mondiale.

**La condition de non-arbitrage**

Le non-arbitrage, concept central de la théorie financière, livre une autre possibilité d’analyser le niveau des taux. Selon ce concept, deux placements financiers identiques en termes de risque, de liquidité et de rendement doivent avoir le même prix.

Un investisseur qui a le choix entre un placement dans des bons du Trésor américain et des Bunds allemands devrait donc atteindre un rendement similaire une fois pris en compte les frais de couverture du risque de change (graphique 7). C’est précisément ce que nous observons actuellement. Par conséquent, les emprunts d’État sont évalués de manière cohérente à l’échelle mondiale. Ils présentent des courbes de taux très similaires et la variation de l’une d’entre elles influencerait toutes les autres.



Graphique 7 : rendement des emprunts d’État à 10 ans avec couverture de change, en euro

Dans la mesure où les taux d’intérêt sont très faibles à tous égards en Allemagne, cette approche laisse supposer un niveau de taux extrêmement bas dans le monde entier.

**Conclusion**

Différentes approches mènent à différentes conclusions. En fonction de la perspective choisie, les taux d’intérêt à long terme sont soit appropriés, soit trop faibles, ou offrent un potentiel de hausse. Comme l’on pouvait s’y attendre, aucune des cinq approches n’identifie toutefois des taux trop élevés.

Partant de cela, nous supposons, conformément à notre scénario macroéconomique, que les taux à long terme augmenteront progressivement. Toutefois, ils n’atteindront pas un niveau aussi élevé que celui d’avant la crise financière mondiale car l’ampleur inédite des dettes publiques ne permettra pas une hausse aussi forte. La courbe des taux présente un potentiel de déplacement vers le haut.

**Auteur >>**

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



>> Souhaitez-vous consulter les vidéos de notre Head of Research ?

Elles sont disponibles dans la rubrique **Vidéo** de notre site Internet.  
[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)



## 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

>> Souhaitez-vous consulter les vidéos de notre Head of Research ?



Elles sont disponibles dans la rubrique **Vidéo** de notre site Internet.

[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)

## 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 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 30.9.2017.