



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

Erreur système >>

Le 17 septembre, nous espérions une première hausse des taux par la Fed, qui ne s'est pas concrétisée. Si la Fed persiste dans son atermolement, nous risquons de recevoir d'autres messages d'erreur.

Sommaire >>

>> Erreur système

>> Perspectives macroéconomiques





Erreur système

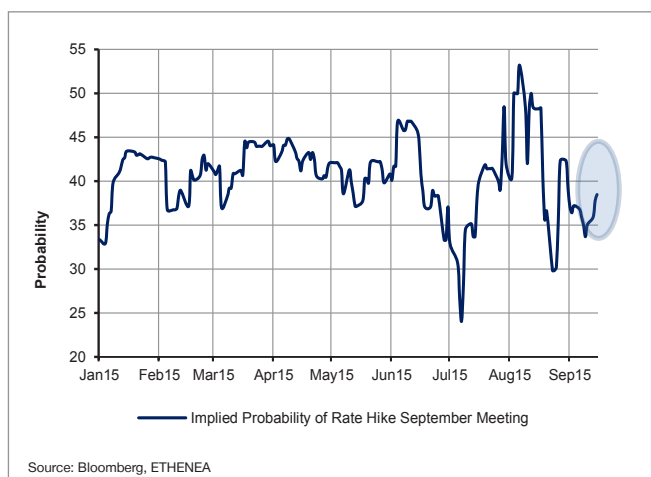


Le 17 septembre, nous espérons une première hausse des taux par la Fed, qui ne s'est pas concrétisée. Si la Fed persiste dans son attermoisement, nous risquons de recevoir d'autres messages d'erreur.

Nous connaissons tous ce sentiment d'impuissance qui nous ronge lorsque notre ordinateur *plante* à nouveau et affiche des messages d'erreur apparemment confus. Et plus tard, quand l'écran devient bleu après avoir cliqué sur le bouton OK, il nous vient à l'esprit que le disque dur n'a pas été sauvegardé depuis fort longtemps, malgré nos bonnes résolutions. À ce moment-là, on espère ardemment que l'ordinateur redémarrera une toute dernière fois afin de pouvoir immédiatement procéder à une sauvegarde complète des données en bonne et due forme.

La même chose nous est arrivée le 17 septembre lorsque, assis devant nos écrans d'ordinateur, nous avons appris avec stupeur la décision de la Banque centrale américaine de ne pas relever ses taux directeurs. Lorsque Mme Janet Yellen a ensuite

expliqué, lors de la conférence de presse, que l'inaction de la Fed était principalement imputable aux inquiétudes suscitées par la situation internationale, nous avons eu pour ainsi dire notre moment d'écran bleu. Bien que les marchés de capitaux estimaient la probabilité d'un relèvement des taux par la Fed le 17 septembre à 38 % seulement, nous étions convaincus qu'elle allait devoir agir (Graphique 1). L'économie américaine se portait bien et les chiffres de l'emploi outre-Atlantique ne cessaient de s'améliorer – deux facteurs qui plaident en faveur d'un début de normalisation de la politique monétaire. Et soyons francs : la hausse des taux de 0,25 % à 0,5 % (un niveau toujours très bas) sur laquelle nous tablions n'aurait pas porté atteinte à l'économie américaine, même si cette intervention pouvait paraître prématurée. La communication des membres du FOMC au cours des mois précédents avait déjà bien préparé les marchés de capitaux à un premier relèvement des taux. Si cette hausse était intervenue, elle aurait certainement été la plus attendue de toute l'histoire de l'humanité. Maintenant par contre, la Fed semble manquer de courage, de force et surtout de discernement. Ce manque de clairvoyance est extrêmement dangereux, car une nouvelle perte de crédibilité de la banque centrale laisserait les marchés de capitaux sans but et désorientés, ce qui aboutit en général à de fortes fluctuations des cours. La prévisibilité de la Fed justement était l'élément central de la politique de *forward guidance* menée par Ben Bernanke, c'est-à-dire une stratégie de communication de la banque centrale à destination du grand public qui expliquait les critères selon lesquels elle prenait ses décisions. Avec l'avènement de la politique de taux zéro (*zero interest rate policy*) depuis l'affaire Lehman, les grandes banques centrales mondiales ont dominé les marchés de capitaux et portent de ce fait une responsabilité nettement plus grande qu'en temps normal. Le fameux



Source: Bloomberg, ETHENEA

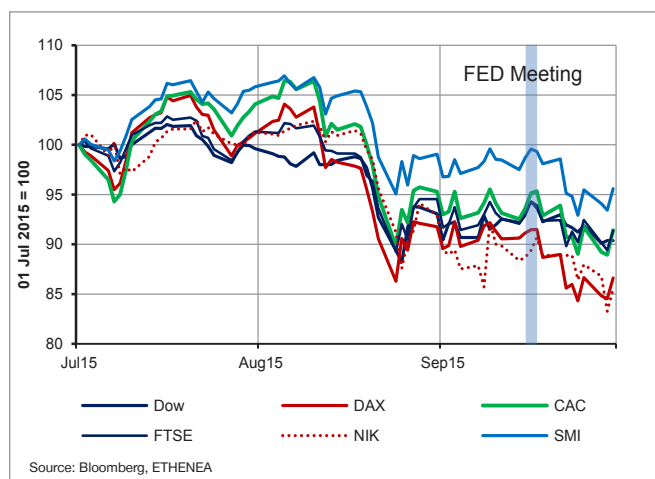
Graphique 1 : Probabilité implicite d'un relèvement des taux par la Fed en septembre 2015

whatever it takes de Mario Draghi durant l'été 2012, a sonné la fin des spéculations contre l'euro et a renforcé la crédibilité de la BCE. Une Janet Yellen plutôt maladroite en septembre 2015 produit un résultat contraire. Elle inquiète les marchés, déjà sujets à la paranoïa. Ainsi, l'inaction de la Fed, conjuguée à sa remarque concernant la situation internationale, incite inévitablement les marchés de capitaux à s'interroger : que sait la Fed que eux ne savent pas ? La faiblesse de la croissance en Chine que nous avons commentée ces derniers mois inquiète-t-elle davantage la Fed que les marchés ?

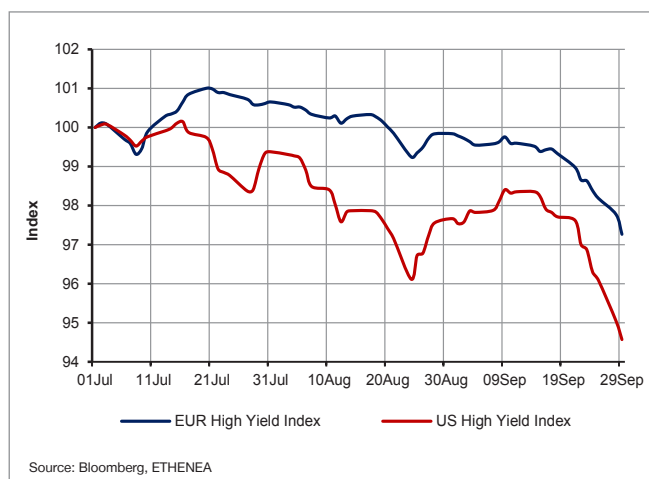
En période d'incertitude, tous les investisseurs font la même chose : ils réduisent les risques. Le graphique 2 montre l'impact de la décision de la Fed sur le marché des actions. Alors qu'on associe généralement un repli des cours des actions à une hausse de taux, c'est exactement l'inverse qui s'est produit dans le cas présent. Manifestement, les effets exceptionnels liés à la fraude de Volkswagen et à l'affaire Glencore ont également joué un rôle. Cependant, la majeure partie des pertes enregistrées sur les bourses mondiales (près de 3.000 milliards USD depuis

le 17 septembre 2015) s'explique par l'absence de direction suivie par la Fed et les incertitudes croissantes qui en découlent. Le marché des obligations d'entreprises de qualité inférieure à investment grade a encore plus souffert que le marché des actions (Graphique 3). La diminution de la propension au risque que nous avons déjà pu observer sur les marchés actions se heurte ici à la très faible liquidité des marchés, dont nous avons discuté dans notre dernier Commentaire de Marché¹. Il en a résulté un mini-krach sur ce segment de marché spécifique, également observé de l'autre côté de l'Atlantique, mais de manière plus marquée que sur notre continent (Graphique 4). Il convient de mentionner que, pour la première fois depuis un quart de siècle, les marchés obligataires et actions affichent une performance négative depuis le début de l'année. Les raisons de cette forme inédite de correction donnent lieu à des spéculations. Mais cette question fera assurément l'objet d'une étude plus approfondie.

Les membres du FOMC semblent avoir réalisé leur erreur, tout au moins si l'on en croit leurs déclarations publiques depuis le 17 septembre.



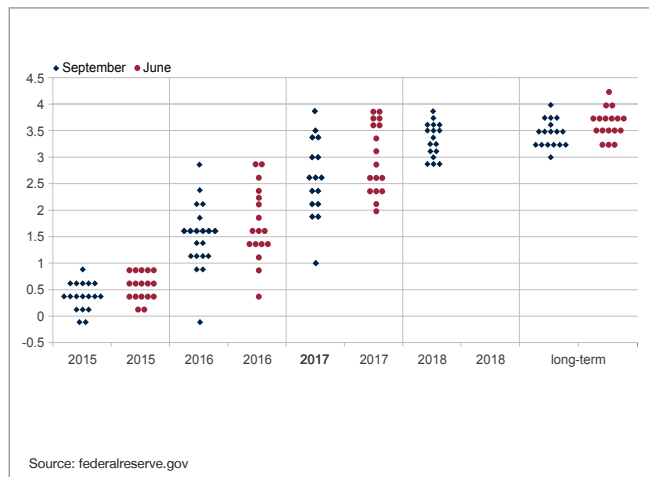
Graphique 2 : Évolution des indices boursiers depuis le 1er juillet 2015



Graphique 4 : Comparaison des indices du haut rendement américain et européen



Graphique 3 : Indice actions US par rapport au haut rendement américain



Graphique 5 : Comparaison du dot plot de juin et septembre 2015⁴

¹ Pour ceux qui souhaitent approfondir la question du manque de liquidité des marchés, nous recommandons notre dernier Commentaire de Marché de septembre intitulé [Le syndrome chinois 2.0](#).

La carte des points dite *dot plot* de la Fed n'est guère porteuse d'espoir, notamment comparé à la réunion de juin 2015 (Graphique 5). Non seulement les prévisions de taux des membres du FOMC n'ont cessé d'être revues à la baisse, mais *un* membre du Comité estime qu'il convient d'encourager l'adoption de taux négatifs pour 2016. Que sait-il donc ?

Nous espérons néanmoins que la Fed se ressaisira et prendra tout son courage à deux mains pour procéder à une première mini-hausse des taux cette année encore. Cela constituerait un premier pas sur la voie vers une normalisation de la politique monétaire après de longues années de mesures exceptionnelles. Nombreuses sont les raisons d'oser un geste haussier. Notre Head of Research, Yves Longchamp, en exposera quelques-unes dans la suite du présent Commentaire de Marché.

Si la Fed pouvait enfin se décider à intervenir, un rallye de fin d'année sur les marchés actions serait tout à fait possible. Les obligations d'entreprise afficheraient également des per-

formances positives, surtout selon toute vraisemblance de manière disproportionnée dans le segment du haut rendement. Le prix des emprunts d'Etat à 10 ans des deux côtés de l'Atlantique se normaliserait. Si la Fed décidait toutefois d'entamer encore sa crédibilité de par son immobilité et de se consacrer à la procrastination, les marchés se retrouveront devant un écran bleu bien plus souvent que souhaité.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

Forward Misguidance²

Et maintenant ? La question est brûlante, non seulement pour les investisseurs, mais aussi pour les membres du FOMC. Le positionnement étonnamment hésitant de la Fed, qui n'a pas relevé ses taux et a adopté un ton très accommodant, ouvre la voie à une poursuite des spéculations et de l'incertitude et donc à une volatilité plus forte qu'avant la réunion de septembre. La question de savoir si la Fed finira par relever ses taux, et à quel moment, reste sans réponse.

Nous pourrions disserter longuement pour savoir si la décision de ne pas relever les taux était une bonne idée ou une occasion manquée, mais l'avenir ne manquera pas de nous le dire. Il est par contre plus instructif de comprendre pourquoi la Banque centrale américaine a pris cette décision et ce que cela nous apprend sur la manière dont elle réagit aux nouvelles données, afin de mieux nous préparer pour la fin de l'année.

Forward *Misguidance* est le terme qui, selon nous, résume le mieux le comportement de la Fed. Elle répète depuis des mois qu'elle fera ses choix en fonction des progrès de deux facteurs, à savoir le marché du travail et l'inflation. Alors que la faiblesse de l'inflation aurait pu être une bonne raison de ne pas relever les taux, la Fed n'a cessé de souligner que la faible inflation résultait de facteurs temporaires (baisse des cours du pétrole et vigueur du dollar notamment), amoindrissant l'importance de l'évolution actuelle de l'inflation. En ce qui concerne le marché du travail, il est difficile de dire qu'il soit loin de son point d'équilibre estimé puisque le taux de chômage actuel se situe peu ou prou à ce niveau.

Quelle était donc la raison de ne pas bouger d'un pouce en septembre ? Comme nous le savons tous, il s'agissait de la Chine – un nouveau facteur dans l'équation. Élément intéressant : lors de la conférence de presse qui a suivi le verdict monétaire, Janet Yellen, la présidente de la Fed, a déclaré qu'elle suivait de près l'évolution de l'économie chinoise, car elle voulait prendre un peu plus de temps pour mieux comprendre son impact sur la croissance américaine.

Elle a été très claire, répétant que la Fed est dépendante des statistiques, ce qui signifie par exemple qu'elle attendra d'avoir de nouvelles preuves de l'amélioration du marché du travail pour

relever ses taux. Nous nous demandons comment elle parviendra à obtenir suffisamment d'éléments sur les répercussions de la situation chinoise sur la croissance américaine en deux mois, sachant qu'elle n'a manifestement pas eu assez de temps pour s'assurer du redressement effectif du marché du travail ces dernières années. En d'autres termes, comment est-il possible que 13 des 17 membres du FOMC trouvent pertinent de relever les taux cette année sachant qu'il leur faudra un peu plus de temps pour évaluer l'impact de la Chine sur la croissance ? C'est ce que l'on appelle *forward misguidance*. Pour information, FOMC signifie Federal Open Market Committee, alors qu'en coulisses, tout le monde le surnomme Federal Open Mouth Committee, pour sa politique de grands discours...

Il ne reste que deux réunions avant la fin de l'année : celle des 27 et 28 octobre et celle des 15 et 16 décembre. Si la Fed a besoin de plus de temps, la réunion d'octobre ne donnera rien. Décembre reste une possibilité, même si le sort de la Chine pourrait rester incertain d'ici Noël. En outre, le risque d'un *government shutdown* semblable à l'arrêt des activités gouvernementales fédérales de 2013 paraît de plus en plus probable. L'exercice budgétaire 2016 a débuté le 1^{er} octobre sans feu vert du Congrès sur un certain nombre de dépenses. Conséquence : une *continuing resolution*³ va gérer le budget jusqu'au 11 décembre, c'est-à-dire quelques jours avant la dernière réunion du FOMC de l'année. Si aucune loi n'est adoptée d'ici là, un arrêt des activités gouvernementales est très probable. En 2013, il avait servi de raison à la Fed pour repousser le tapering⁴.

Et, somme toute, du point de vue économique, il semble délicat d'amorcer un cycle de resserrement en 2015. En outre, la liquidité des marchés est faible en décembre et la Fed ne voudra probablement pas générer de volatilité supplémentaire dans les derniers jours d'une année difficile. Elle est donc prise entre le marteau et l'enclume. Sauf à ce que le ralentissement chinois se révèle temporaire, le premier relèvement n'interviendra probablement pas cette année.

Cap sur l'avenir

Même si les nuages s'amoncellent, nous restons optimistes vis-à-vis des économies européenne et américaine. La Chine reste bien sûr une source d'inquiétude, même si son véritable impact sur les pays développés est difficile à quantifier. Le léger tasse-

² Ce terme est en opposition à la stratégie de *forward guidance* qui vise à influencer les anticipations des marchés sur l'évolution des taux d'intérêts futurs.
Source : https://en.wikipedia.org/wiki/Forward_guidance

³ Une *continuing resolution* est une législation utilisée par le Congrès qui lui permet de financer des agences fédérales si un budget n'a pas été voté à temps.
Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Arr%C3%AAt_des_activit%C3%A9s_gouvernementales_aux_%C3%89tats-Unis

⁴ Le terme « tapering » désigne l'allègement progressif du programme d'assouplissement quantitatif.

ment de la croissance du secteur des services, qui représente le pilier de l'activité économique du monde développé, en est une autre.

Aux États-Unis comme en Europe, le premier moteur de croissance est la consommation des ménages : 68 % du PIB outre-Atlantique et 55 % sur le Vieux Continent⁵. Les statistiques récentes indiquent qu'elle a été solide au troisième trimestre, mais qu'elle ne s'est pas raffermie. La confiance des ménages américains reste forte, les ventes de détail poursuivent leur amélioration et les ventes de voitures touchent leur plus haut niveau depuis 15 ans. Selon nos estimations, la consommation a crû de 3,4 % au troisième trimestre, un chiffre inférieur à celui du premier semestre cette année qui reste néanmoins robuste. Dans la zone euro, les ventes de détail se sont redressées mais les ventes de voitures se sont stabilisées. La confiance des consommateurs européens se situe globalement à un niveau élevé, même si elle s'est récemment ternie vu l'apparente morosité des perspectives du marché du travail.

La consommation privée est fortement liée à l'évolution de l'emploi : toute période de faiblesse prolongée des créations d'emplois lui serait préjudiciable. Les derniers chiffres concernant l'emploi dans les secteurs non agricoles américains se sont révélés médiocres, mais ces données sont trop volatiles pour tirer des conclusions claires, d'autant que d'autres indicateurs confirment la bonne santé globale du marché du travail. Il est étonnant de constater que la faiblesse des créations d'emplois provient du secteur des services, qui est pourtant le plus dynamique de l'économie américaine. Les indicateurs avancés de ce secteur montrent également un certain ralentissement. Les services étant majoritairement une activité domestique, la faute ne peut pas être rejetée sur la Chine. Contrairement au secteur manufacturier, les indicateurs avancés du secteur tertiaire sont rares – et les quelques éléments disponibles indiquent une décélération.

Dans la zone euro, le marché du travail reste très hétérogène. Le chômage recule dans la quasi-totalité de l'union monétaire, mais les différences restent flagrantes : 4,5 % en Allemagne, le plus bas niveau des 25 dernières années, contre 22,6 % dans une Espagne en plein rebond économique.

Il y a de bonnes raisons d'être optimistes vis-à-vis de la zone euro. Certes, le rythme des créations d'emplois y est moins rapide qu'aux États-Unis (pour un poste créé dans la zone euro, 2,5 le sont outre-Atlantique), mais la marge de progression est colossale, car l'emploi total reste inférieur d'environ 2 %⁶ (soit environ 3,4 millions d'emplois) au niveau le plus élevé d'avant-crise. En outre, la demande de crédit – pour la

consommation des ménages, l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises – se redresse et les taux d'intérêt des nouveaux emprunts convergent à la baisse. Ce sont autant de bonnes raisons d'anticiper un redressement de la consommation.

Par ailleurs, les indicateurs de sentiment s'améliorent dans la quasi-totalité des pays de l'union monétaire et les indices PMI sont confortablement installés en territoire expansionniste. Malheureusement, cet optimisme n'inclut pas la Grèce, dont l'activité se contracte à nouveau.

En Chine, les statistiques sont en demi-teinte en ce qui concerne la question d'une fin éventuelle du ralentissement. Les prix de l'immobilier et les ventes de voitures sont repartis à la hausse ces derniers mois, mais les bénéfices industriels et les indices PMI continuent de s'inscrire en retrait. L'indice PMI Caixin[™] des services a notamment reculé en septembre, soulevant des interrogations, car la distribution était considérée comme le secteur le plus solide de l'économie. Parallèlement, l'État central apporte un soutien croissant à l'économie par le biais d'une relance budgétaire qui cible l'investissement dans les infrastructures et la consommation des ménages. Nous pensons que la politique monétaire sera à nouveau assouplie afin d'orienter la liquidité interbancaire, tout comme les taux de change, pour enrayer la fuite des capitaux. Conjugués aux mesures déjà prises, ces éléments pourraient même donner un petit coup de fouet au quatrième trimestre. Pourtant, le ralentissement progressif qui a débuté en Chine en 2013 se poursuivra et pénalisera la demande mondiale, comme en témoigne la faiblesse des exportations américaines et européennes.

Dans l'ensemble, nous restons optimistes vis-à-vis des perspectives européennes et américaines, car la croissance intérieure y est toujours solide et les indicateurs avancés continuent d'indiquer une poursuite de la reprise. Cela étant, la Chine et un secteur des services plus faible dans les pays développés sont un risque pour notre scénario.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

⁵ Source : Bloomberg

⁶ Source : Bloomberg



Auteurs >>



(de gauche à droite) : Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo Valsangiacomo, Peter Steffen et Yves Longchamp

Contact >>

Nous nous tenons à votre entière disposition pour 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

Distinctions >>



Remarques importantes >>

Comme pour tous les investissements dans des titres ou des actifs équivalents, les placements dans les fonds d'investissement comportent un risque de change et de cours. Conséquence : les prix des parts du fonds et la hauteur du revenu fluctuent et ne peuvent pas être garantis. Les coûts du placement influent sur sa performance réelle. Les documents de vente officiels constituent la seule base contraignante pour l'achat de parts. Toutes les informations publiées ici servent uniquement pour la description des produits et ne constituent pas des conseils de placement. Elles ne comportent pas d'offre de contrat de conseil ou de contrat de renseignement, ni une offre d'achat/vente de titres. Le contenu a été soigneusement recherché, compilé et vérifié. Aucune garantie ne saurait être assumée quant à leur justesse, leur exhaustivité ou leur exactitude. Munsbach, le 30/09/2015.