



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

Jusqu'ici tout va bien ...

... se dit l'homme qui chute d'un gratte-ciel en passant devant le 25^{ème} étage. C'est le sentiment que devraient éprouver les directeurs des banques centrales concernant leurs politiques actuelles et, surtout, leur efficacité.

Sommaire >>

Édition du 31 juillet 2016

>> [Jusqu'ici tout va bien ...](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





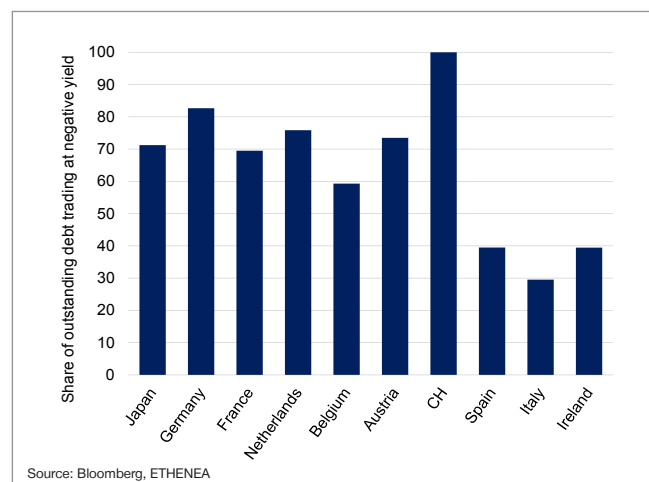
Jusqu'ici tout va bien ...

... se dit l'homme qui chute d'un gratte-ciel en passant devant le 25^{ème} étage. C'est le sentiment que devraient éprouver les directeurs des banques centrales concernant leurs politiques actuelles et, surtout, leur efficacité.

Les mesures non conventionnelles sont devenues la norme. Selon nos estimations approximatives, l'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*) est parvenu à faire gonfler les bilans des banques centrales de pas moins de 7'600'000'000'000 dollars. Ces 7'600 milliards USD de valeurs mobilières ne sont plus disponibles pour l'investissement du secteur privé, avec un impact négatif correspondant, et imprévisible, pour les systèmes de retraite des pays concernés. Il s'agit là d'un exemple classique d'effet d'éviction, soit le remplacement de la demande privée par la demande publique.¹ Les investisseurs privés sont contraints de sortir de leur zone de confort pour identifier et saisir des opportunités d'investissement. La volatilité est dès lors en hausse sur les segments de marché concernés, du fait du comportement inapproprié d'investisseurs inexpérimentés. Des anomalies de valorisation, autrement dit bulles, sont également observées, lesquelles engendrent souvent des dégâts collatéraux ultérieurs, au moment de leur éclatement.

L'exemple le plus frappant est l'évolution des rendements des emprunts d'État (domaine en principe privilégié par de nombreux assureurs et fonds de pension) en placement à long terme réputé sûr. La volonté des banques centrales d'acquiescer inlassablement des obligations sur les marchés financiers a engendré des distorsions et surévaluations extrêmes (Graphique 1). Les rendements des emprunts d'État suisses désormais tous négatifs, comme ceux de plus de 80 % de leurs homologues allemands. Même les obligations des pays récemment encore regroupés sous le terme péjoratif de PIIGS²

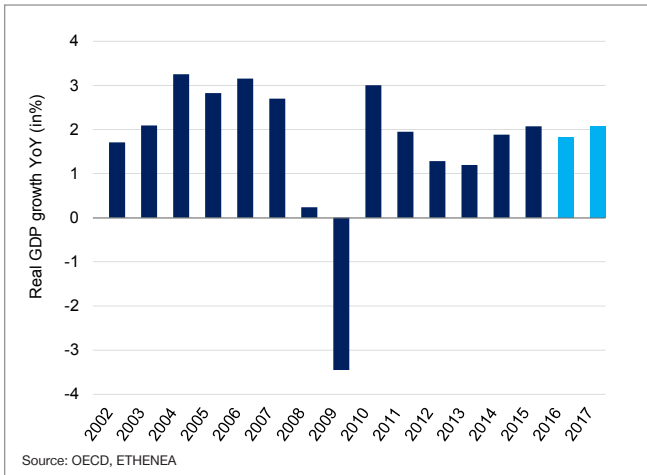
affichent à présent en partie des rendements inférieurs à zéro (presque 40 % des obligations espagnoles et irlandaises ainsi que 30 % des titres italiens). Qui aurait pensé il y a quelques années encore que les pays seraient rémunérés pour contracter des dettes ? Il suffit donc d'augmenter l'endettement pour réduire le déficit budgétaire. Le 1er août 2016, le ministère des Finances allemand a justement annoncé que les intérêts de l'ensemble des emprunts en cours de l'Allemagne ne s'élevaient plus qu'à 7 milliards d'euros (au lieu de presque 10 milliards d'euros) pour les six premiers mois de l'année, soit une diminution de 30 %.



Graphique 1 : Proportion des obligations en circulation affichant un rendement négatif

¹ Pour en savoir plus : https://fr.wikipedia.org/wiki/Effet_d%27%C3%A9viction

² L'acronyme PIIGS, qui a vu le jour durant la crise de l'euro en 2010, désigne les cinq États européens que sont le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne.



Graphique 2 : Croissance économique réelle dans l'OCDE en glissement annuel (en pour cent). Projections pour 2016 et 2017. État à juin 2016.

En principe, l'idée des banquiers centraux était excellente. Ces achats et les taux bas associés permettent aux États de financer des réformes structurelles et des programmes d'investissement. Les effets multiplicateurs, avec lesquels nous avons tous été familiarisés en cours d'économie, pourraient alors prendre leur plein effet et alimenter la croissance. En théorie, ils permettraient également de rembourser les emprunts, en l'absence de meilleure idée quant à l'utilisation des fonds. Le

» L'aléa moral [...] est énorme. «

pire moyen d'employer cette manne d'argent provenant de la politique des banques centrales serait de la dépenser en cadeaux électoraux. Il s'agit de l'équivalent public des vacances payées à crédit : on en conserve de bons souvenirs, sans pour autant créer de valeur pour faire face aux nouvelles dettes. *L'aléa moral*³, c'est-à-dire la tentation des responsables politiques de ne pas faire le nécessaire mais de se laisser séduire par la promesse de succès électoraux à court terme, est énorme. Et donc presque inévitable. Il semble que seule une infime partie des fonds disponibles soit utilisée dans le cadre de programmes d'investissement public. Le reste est transféré sous forme de prestations sociales dans la consommation.

Le graphique 2 indique selon nous clairement que la politique monétaire ultra-accommodante n'a, pour le moins, pas été très efficace. La plus grande expérience macroéconomique de l'histoire ne semble pas avoir donné les résultats escomptés. La croissance économique, indicateur de réussite de tous les pays de l'OCDE, y compris les BRICS, n'atteignait selon les données de l'OCDE que 2,1 % en 2015. Les prévisions pour cette année ne sont guère meilleures (1,8 %) et l'année 2017, pour laquelle la croissance attendue s'établit à 2,1 %, ne devrait pas être plus réjouissante.

Pour compliquer davantage la situation, l'adoption de nouvelles mesures de politique monétaire pourrait s'avérer inefficace pour remédier à une éventuelle baisse de la croissance. L'endettement des États s'établit à des niveaux inégalés et les taux d'intérêt ne reflètent plus le risque de défaillance des

» Les taux d'intérêt ne reflètent plus le risque de défaillance des émetteurs, mais seulement l'urgence pour les investisseurs à trouver des opportunités d'investissement. «

émetteurs, mais seulement l'urgence pour les investisseurs à trouver des opportunités d'investissement qui offrent un espoir de rendement positif. Le maintien de la confiance, déjà très éprouvée, dans les banques centrales et leur politique du *Whatever it takes*, comme l'avait formulé M. Draghi, est incertain.

Sa remise en question n'étant dans l'intérêt de personne, cette situation peut perdurer pendant de nombreuses années, ou seulement quelques mois. Voilà qui nous rappelle la citation de Peter Pan « si l'on se met à douter qu'on peut voler, on devient incapable de voler ».

Chez ETHENEA, nous volons encore et croyons toujours que les rendements resteront orientés à la baisse. Le marché obligataire en USD, qui affiche des rendements positifs, est le dernier bastion d'une apparente rationalité. Toutefois, nous sommes également d'avis que, tôt ou tard, les bons du Trésor américain à 10 ans reculeront davantage, en raison notamment de la quête des rendements positifs restants par les investisseurs. Les alternatives seront dès lors inévitablement de plus en plus rares. La volonté, et la capacité, de la Réserve fédérale à procéder à un nouveau relèvement des taux directeurs, en particulier à la lumière des chiffres de la croissance américaine des deux premiers trimestres 2016, suscitent de vifs débats.

Cette discussion sera en partie menée par Yves Longchamp dans les perspectives macroéconomiques ci-après.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

³ Pour en savoir plus: https://fr.wikipedia.org/wiki/Al%C3%A9a_moral

Perspectives macroéconomiques >>

Brexit, crédibilité des institutions et mise à jour de nos perspectives économiques, sont les trois grands thèmes que nous développons dans cette édition. Si nous ne pouvons que saluer la belle résilience des économies et des marchés financiers au lendemain du choc causé par le Brexit, nous demeurons prudents dans la mesure où aucune amélioration n'est à noter du côté des fondamentaux sous-jacents.

Brexit

Dans notre dernier Commentaire de Marché, nous vous présentions la carte (Graphique 3) illustrant les ondes de choc (en rouge) provoquées par le Brexit au travers de trois vecteurs de transmission, à savoir les vecteurs politique, économique et financier. Ces ondes se sont depuis résorbées et se limitent désormais essentiellement, si ce n'est pas entièrement, à la seule Grande-Bretagne. Elles n'ont traversé ni la Manche ni l'Atlantique.

En Grande-Bretagne, le chaos politique entretenu par une vague de démissions dans les camps pro- et anti-Brexit a fait place à une stabilité retrouvée après la nomination de Theresa May au poste de Premier ministre. Forte d'une rhétorique maîtrisée, Mme May a été claire : « Brexit signifie Brexit », « nous en ferons un succès ». Quant à savoir ce que cela veut dire exactement et comment elle compte s'y prendre, la question reste pour le moins ouverte, étant donné que les négociations sur le divorce ne commenceront que l'année prochaine. Pour l'heure, l'important est que la confiance politique a été restaurée.

	Brexit	Great Britain	Europe	World
Politics	Political/institutional	breakup/fragmentation	dis-/integration	uncertainty
	Geopolitical	ex-financial center	bargaining power	multipolarity
	Fiscal policy	leeway	willingness	
Economy	Activity	recession	slowdown	slowdown
	Inflation	deflationary	disinflationary	disinflationary
Finance	Currency	GBP crisis	EUR weakness	USD/CHF/JPY/CNY
	Market	risk-off	risk-off	risk-off
	Financial system	banks down	banks down	
	Monetary policy	BoE easing	ECB easing	Fed stand-by

Source: ETHENEA

Graphique 3 : Brexit – Quelle est l'ampleur du choc ?

Le vecteur économique a lui aussi été moins contagieux que ce que l'on craignait. La majorité des données publiées en juillet pointaient vers une poursuite de la reprise, hormis au Royaume-Uni, où tous les indicateurs disponibles signalent un net repli de l'activité. Les indices PMI composites de juillet, qui par une valeur inférieure ou supérieure à 50 annoncent une récession ou une expansion, sont parmi les premières statistiques économiques à prendre en compte l'impact du Brexit. Au Royaume-Uni, l'indice est passé de 52,4 avant le Brexit à 47,7 au lendemain du vote, ce qui suggère à l'évidence une contraction de l'activité. Dans la zone euro et aux États-Unis, les indices demeurent globalement inchangés, à 52,7 et 51,5 respectivement, et confirment une reprise économique modérée dans ces deux régions.

Rien d'étonnant dès lors à ce que les marchés financiers aient si joliment rebondi à mesure que les craintes politiques et économiques s'éloignaient. Depuis le vote du 23 juin, tous les grands indices actions se sont redressés, les rendements des emprunts d'État européens ont reculé et les spreads de crédit se sont resserrés, d'où un renchérissement des marchés obligataires. Seule la livre sterling semble réellement affectée, avec un recul de 10 % par rapport au dollar américain. Mario Draghi a d'ailleurs estimé que les marchés financiers « avaient réagi avec une belle résilience ».

Il n'en reste pas moins que le Brexit est une mauvaise nouvelle, indubitablement. Il représente un choc récessionniste, déflationniste et institutionnel. Un nouveau coup porté à la croissance et à l'inflation, pourtant déjà à des niveaux bas aux quatre coins du globe. Sur le plan politique, le Brexit a très clairement mis en lumière la fragilité latente de l'édifice européen et affaibli l'institution. Aussi demeurons-nous prudents, car le Brexit est tout sauf un non-événement.

Crédibilité

Pour comprendre l'apparent paradoxe d'une hausse des prix des actifs malgré le contexte de Brexit, il convient d'ajouter une donnée à l'équation : l'intervention des banques centrales dans un rôle d'amortisseur. Comme un disque qui tourne en boucle, elles ont répété inlassablement la même musique, encore et toujours, ici et ailleurs. Elles ont offert de la liquidité au système financier mais aussi de l'espoir, faisant la promesse que les conditions monétaires resteraient accommodantes dans un avenir proche, et même plus lointain si cela devait

être nécessaire. Mario Draghi l'a expliqué mieux que quiconque, en des mots parfaitement choisis qui ont plu aux oreilles des participants au marché. Sur la liquidité d'abord, « l'annonce par les banques centrales de leur disponibilité à

» Pour comprendre l'apparent paradoxe d'une hausse des prix des actifs malgré le contexte de Brexit, il convient d'ajouter une donnée à l'équation : l'intervention des banques centrales dans un rôle d'amortisseur. «

fournir des liquidités, si nécessaire, nos mesures de politique monétaire accommodante ainsi qu'un cadre de réglementation et de surveillance robuste sont autant d'éléments qui ont contribué à contenir les tensions sur les marchés »⁴; puis sur l'espoir « mais il y a un dernier point sur lequel je veux insister en réponse à votre question : si cela s'avère nécessaire, pour atteindre son objectif [inflation], le Conseil des gouverneurs interviendra en faisant usage de tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat. Disponibilité, volonté et capacité sont donc les maîtres mots. »⁵

Outre-Manche, le gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), Mark Carney, a proposé un discours similaire, quoique moins poétique. « Le CMP [Comité de politique monétaire] s'engage à prendre toutes les mesures nécessaires pour soutenir la croissance et faire remonter l'inflation à sa cible sur un horizon approprié. Dans cette optique, la plupart des membres du comité envisagent un assouplissement de la politique monétaire en août. »⁶

Nonobstant la bonne tenue des indicateurs économiques, la crédibilité des banques centrales et l'apparente stabilité politique dans l'Union européenne et au Royaume-Uni ont soutenu les marchés financiers. Voilà qui nous conforte dans l'idée que la stabilité politique et la crédibilité des banques centrales, en d'autres termes la confiance dans les institutions, sont devenues des facteurs d'influence clés pour les économies et marchés financiers.

Aussi nous montrons-nous vigilants face à toute évolution sur le plan institutionnel. La montée du populisme aux quatre coins de la planète, le manque d'assise politique en Europe et l'usage ordinaire de politiques monétaires extraordinaires alimentent un équilibre fragile de notre point de vue.

Perspectives

La résilience dont ont fait preuve les économies face au choc causé par le Brexit, voilà une des meilleures nouvelles de ces

derniers mois. Aux États-Unis, le secteur manufacturier, pourtant parmi nos préoccupations majeures en début d'année, a montré quelques signes de reprise. L'indice ISM manufacturier,

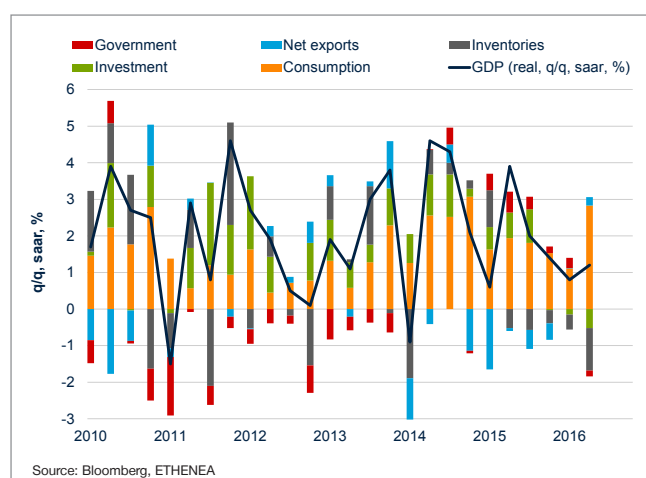
» La résilience dont ont fait preuve les économies face au choc causé par le Brexit, voilà une des meilleures nouvelles de ces derniers mois. «

semblable au PMI mentionné plus haut, s'est lui aussi redressé, signalant potentiellement le début d'un mini-cycle qui pourrait faire durer davantage le cycle américain. Quant à savoir si les données de cette enquête se matérialiseront sous la forme de nouveaux emplois et d'investissements, difficile à dire. Sur le front de l'emploi, les statistiques confirment en partie l'embellie. Par contre, toujours rien du côté de l'investissement. Selon les derniers chiffres du PIB, l'investissement privé s'est contracté de 3,3 % au deuxième trimestre.

La croissance du PIB est ressortie à 1,2 % en termes annualisés au deuxième trimestre, contre 0,8 % au premier trimestre (Graphique 4). La consommation privée reste plus que jamais le moteur de croissance principal aux États-Unis. La contri-

» Le rôle de la consommation privée semble trop beau pour être vrai. «

bution des exportations nettes à la croissance a été légèrement positive. Pour toutes les autres composantes, la contribution a été négative. La composition de la croissance américaine traduit un déséquilibre criant. Le rôle de la consommation privée semble trop beau pour être vrai. Les ventes de voitures ont déçu ces derniers mois, la croissance des ventes de détail



Graphique 4 : Contributions à la croissance du PIB aux États-Unis

⁴ Source: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.fr.html>

⁵ Source: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160721.en.html>

⁶ Source: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2016/007.aspx>

est restée constante et la confiance des consommateurs n'a pas suivi les achats frénétiques du deuxième trimestre. Nous ne modifions pas notre scénario : l'économie américaine se trouve en fin de cycle et la croissance ralentit progressivement.

Si l'on en croit le dernier communiqué du FOMC signalant une augmentation de l'utilisation de la main-d'œuvre et une diminution des risques pesant à court terme sur les perspectives économiques, la Fed semble préparer les participants au marché à un deuxième relèvement des taux un peu plus tard dans l'année. Le discours que Janet Yellen prononcera lors de la grand-messe des banquiers centraux de Jackson Hole fin août devrait nous en apprendre davantage.

En Europe, l'activité a progressé à un taux annualisé de 1,2 % au deuxième trimestre selon les données du PIB (Graphique 5). Un recul par rapport au premier trimestre, mais un bon rythme tout de même. Quelques informations nous sont déjà parvenues au compte-gouttes sur les composantes du PIB et les contributions des différents pays. Nous savons que la France a fait du sur-place et que, malgré un léger ralentissement, l'Espagne continue de croître à un taux annualisé soutenu de 2,8 %. Au vu des derniers indicateurs, l'activité devrait progresser de façon constante dans les prochains mois.

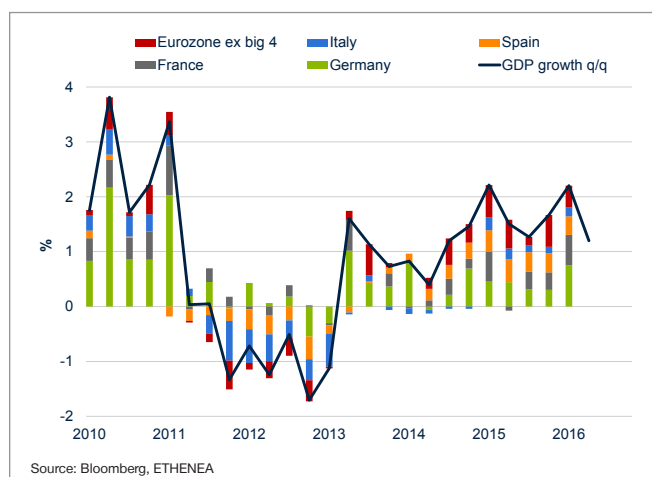
Au Japon et en Chine, le deuxième trimestre a été meilleur que prévu. Si les mesures de relance à répétition sur le front budgétaire et du crédit ont soutenu l'investissement et la production industrielle en Chine, la consommation a continué d'afficher une belle tenue elle aussi. Mais le cycle chinois, qui a débuté par un assouplissement colossal à la fin de l'année passée et a en cela gonflé les prix et l'activité immobilière, pourrait bien avoir atteint son point culminant au trimestre dernier. Aussi faut-il sans doute s'attendre à un essoufflement de la dynamique économique dans les trimestres à venir, d'autant que le gouvernement entend se concentrer davantage sur les réformes des entreprises publiques et la réglementation des

marchés financiers plutôt que sur la stabilisation de la croissance. Au Japon aussi, la production industrielle est ressortie meilleure qu'attendu, ne se voyant pas fondamentalement impactée ni par le tremblement de terre de Kumamoto en avril ni par l'appréciation du yen. La consommation fait toujours grise mine cela dit, bien que le marché du travail continue de se resserrer. Le gouvernement a décidé de reporter la hausse prévue de la TVA et a annoncé un plan de relance budgétaire visant à stimuler la croissance. Vu que l'assouplissement budgétaire et monétaire tourne à plein régime, des mesures supplémentaires n'auraient guère d'effet.

En termes d'activité, les données de cycle sont globalement bonnes, et suggèrent potentiellement un mini-cycle manufacturier ; l'inflation reste faible. Les cours pétroliers ont reculé en juillet, de presque 10 USD, pour atteindre 40 USD le baril. Les prix ont confirmé leur tendance à la baisse dans le secteur manufacturier, et le dollar américain n'a pratiquement pas bougé. Les indicateurs mondiaux que nous suivons ne traduisent aucun changement majeur, preuve que l'économie mondiale continue d'évoluer dans un environnement de croissance et d'inflation toujours faibles. Quant à la baisse des rendements des emprunts d'État, elle invite à la circonspection.

Conclusion

Le Brexit n'aura finalement pas eu les conséquences dramatiques que l'on craignait. La stabilité politique a été rapidement restaurée outre-Manche, l'impact économique n'a pas dépassé les frontières du Royaume et les marchés financiers ont fait preuve d'une belle résilience. Les institutions et, partant, leur crédibilité ont joué un rôle clé. Les données sur l'activité sont restées modérées, partout sauf au Royaume-Uni. Aux États-Unis, un mini-cycle semble prendre forme dans le secteur manufacturier. Les indicateurs mondiaux n'ont révélé cela dit aucun changement majeur et confirment un environnement de croissance et d'inflation faibles. Nous restons prudents dans l'ensemble mais savons apprécier ce climat économique apaisé autant que la belle saison estivale.



Graphique 5 : Croissance du PIB dans la zone euro

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Auteurs >>

L'équipe de gestion et le Head of Research



(de gauche à droite) : Yves Longchamp – Head of Research chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG, Guido Barthels, Daniel Stefanetti, Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo, Christian Schmitt, Niels Slikker et Peter Steffen; les autres membres de l'équipe de gestion (non représentés): 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 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 31/07/2016.