



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

Le Crépuscule des dieux

Les marchés financiers ont souffert et les taux bas continuent de nous tenir en haleine. Nous attendons que le soir tombe et nous mène vers une nouvelle ère dans laquelle l'argent aura de nouveau une valeur.

Sommaire >>

Édition du 31 Janvier 2017

- > [Le Crépuscule des dieux](#)
- > [Perspectives macroéconomiques](#)





Le Crépuscule des dieux

Les marchés financiers ont souffert et les taux bas continuent de nous tenir en haleine. Nous attendons que le soir tombe et nous mène vers une nouvelle ère dans laquelle l'argent aura de nouveau une valeur.

En donnant ce titre au présent Commentaire de Marché, nous ne nous référons pas au dernier opéra du cycle *L'Anneau du Nibelung* de Wagner, mais au *Ragnarök*¹, c'est-à-dire la disparition des dieux (existants), qui permet la naissance d'un ordre nouveau. Bien qu'au moment où nous écrivons ces lignes, la première semaine du mandat de Donald J. Trump ait déjà été le théâtre de scandales, le *Ragnarök* ne le concerne pas. *Malheurusement* – seraient presque tentés de dire les libéraux parmi nous, mais le présent commentaire n'a pas vocation à être un pamphlet politique. Nous entendons plutôt nous pencher sur les premiers signes indiquant la fin, plus ou moins proche, de la politique de l'argent très bon marché dans la zone euro également.

L'APP, à savoir le programme d'achat d'obligations de la Banque centrale européenne – très controversé au sein de la Bundesbank –, devrait notamment s'achever d'ici la fin 2017 malgré la prolongation annoncée. L'effet de base lié au rebond des prix du pétrole brut déjà souvent évoqué se traduira par une hausse de l'inflation, surtout en Allemagne et dans les autres pays core. Il servira en outre d'argumentaire pour mettre un terme au financement, déloyal aux yeux de nombreux observateurs, des États de la périphérie européenne. Ce début de la

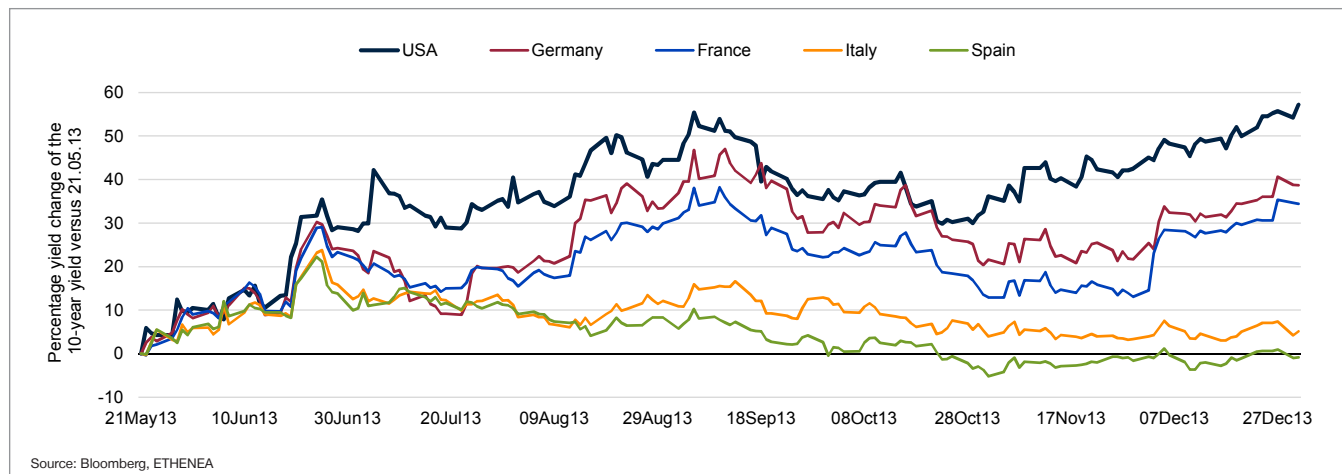
fin de la politique monétaire ultra-accommodante, qui a mis à rude épreuve les règles initiales régissant les compétences des banques centrales, a été amorcé aux États-Unis dès le 21 mai 2013, quand Ben Bernanke, alors président de la Ré-

» La phase de marché qui a suivi a été baptisée *Taper Tantrum* en raison de la forte réaction au tapering suggéré par Ben Bernanke. «

serve fédérale, a dans un discours évoqué la possibilité d'une réduction des achats d'obligations. La phase de marché qui a suivi a été baptisée *Taper Tantrum* en raison de la forte réaction au tapering suggéré par Ben Bernanke.

Au cours de la dernière semaine de janvier et pour la première fois depuis longtemps, des voix se sont élevées au sein de la Bundesbank, affirmant que les conditions s'étaient considérablement améliorées sur le marché des capitaux, que le dysfonctionnement du mécanisme de transmission était réparé, que le risque de déflation durable était écarté et que le moment était peut-être venu de commencer prudemment à mettre un terme à la politique monétaire ultra-accommodante.

¹ Ragnarök est « la légende de l'histoire et de la disparition des dieux (fin du monde) dans la mythologie nordique d'après les prédictions de la Völuspá ». Source : <https://de.wikipedia.org/wiki/Ragnar%C3%B6k>



Graphique 1 : Évolution des rendements des emprunts d’État à 10 ans depuis l’annonce du Tapering le 21 mai 2013, en %

Le graphique 1 montre l’évolution relative des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, sur la période comprise entre le discours de mai 2013 de Ben Bernanke et la fin de l’année. L’augmentation de 50 % d’un rendement initial de presque 2 %, pour atteindre 3 % en fin d’année, n’avait été que partiellement suivie par les marchés des pays core européens, tandis que ceux de la périphérie étaient restés largement indifférents. Nous pensons que cela a uniquement été rendu possible parce que la Banque centrale européenne a continué de nager à contre-courant de la Fed et a par la suite encore plus largement ouvert les vannes monétaires. Si les derniers jours de janvier 2017 devaient marquer le début d’un durcissement en Europe, les réactions seraient alors sûrement plus vives. Une hausse équivalant à seulement 50 % comme l’ont connu les bons du Trésor américain en 2013, qui entraînerait tout de même les Bunds à 0,7 %, les OAT à 1,5 %, les bonos à 2,4 % et les BTP à 3,1 %, semble trop optimiste.

Nous estimons plutôt qu’un retour à la normale s’accompagnerait de progressions nettement plus fortes des rendements. Arrêtons-nous à présent un peu sur les Bunds. À la mi-2013, l’inflation s’établissait tout comme aujourd’hui à 1,9 % en Allemagne. À 1,5 %, le rendement des obligations à 10 ans était cependant plus de trois fois supérieur à son niveau actuel. Alors que l’inflation s’inscrivait en recul en 2013, elle augmente à présent pour les raisons que l’on sait. Nous pouvons donc

» Nous estimons plutôt qu’un retour à la normale s’accompagnerait de progressions nettement plus fortes des rendements. «

tout à fait supposer que, sans le soutien artificiel apporté par les achats de la BCE, les rendements des Bunds devraient au moins égaler le niveau que l’inflation allemande atteindra à la fin 2017 en raison de l’effet de base lié au rebond du pétrole

sur le premier semestre 2016. Nous attendons ici un niveau compris entre 1,5 % et 2 %.

Mais si les rendements des Bunds repartent à la hausse en direction de 2 %, il est alors extrêmement difficile d’imaginer, au vu de l’endettement actuel des pays déjà mentionnés, que les bonos espagnols pourraient par exemple enregistrer des rendements de 2,4 % seulement. Des niveaux supérieurs à 3 % semblent bien plus probables dans ce cas. Les BTP italiens seraient certainement encore plus à la peine en raison d’un endettement beaucoup plus élevé et donc d’une sensibilité accrue à l’augmentation des taux d’intérêt. Yves Longchamp, notre responsable de la recherche, abordera la problématique de l’endettement de façon plus détaillée dans la partie macro-économique du présent Commentaire de Marché.

Nous espérons vivre effectivement un crépuscule des dieux, c’est-à-dire le Ragnarök des dieux de l’argent à taux zéro, et que toutes les turbulences donneront naissance à une nouvelle ère – celle du retour de la valeur de l’argent. Dans ce nouveau monde, épargner serait à nouveau intéressant, les risques seraient correctement valorisés et le terme de *Time Value of Money* prendrait un sens allant au-delà de la simple théorie. Quoi qu’il en soit, nous préférons largement le Ragnarök à l’Armageddon tant redouté.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

Le Bon ...

Depuis le début de l'année, les données économiques se sont révélées globalement favorables. Aux États-Unis et dans la zone euro, les indicateurs avancés signalent un rebond de l'activité manufacturière et la confiance des consommateurs augure d'un avenir prometteur. De plus, l'inflation fait son grand retour. La déflation et la stagnation séculaire – deux thèmes présents à l'esprit des investisseurs douze mois auparavant – ont cédé la place à l'optimisme. L'indice Dow Jones Industrial a passé la barre symbolique des 20.000 points pour la première fois de son histoire et les rendements des emprunts d'État ont augmenté dans l'attente d'une reflation. Pour la

» Pour la Réserve fédérale (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE), l'idée d'une politique monétaire moins accommodante semble faire son chemin. «

Réserve fédérale (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE), l'idée d'une politique monétaire moins accommodante semble faire son chemin. Aux États-Unis, la Fed envisage la perspective de réduire la taille de son bilan, qui atteint actuellement 4.500 milliards USD. En Europe, sur fond de diminution des achats d'actifs, l'idée d'un *tapering*, c'est-à-dire d'une sortie progressive de l'assouplissement quantitatif, est devenue une possibilité, bien que Mario Draghi ait à maintes reprises affirmé qu'elle n'avait même pas été discutée au sein de la BCE.

Nous saluons ces récents développements, mais ne sommes qu'à moitié convaincus par la remarquable volte-face des investisseurs depuis l'élection de Donald Trump. Premièrement, les indicateurs avancés se sont peut-être améliorés, mais la production industrielle n'a pas suivi le mouvement. D'après notre scénario de référence, les économies développées se trouvent à une phase avancée du cycle économique. Deuxièmement, l'inflation a effectivement augmenté, mais uniquement en raison de l'effet de base lié aux prix du pétrole. L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des prix de l'énergie et de l'alimentation, est demeurée pour l'essentiel inchangée. Troisièmement, les deux événements politiques phares de l'année 2016 n'ont pas encore déployé leurs effets. En termes de commerce international pour ne citer qu'un aspect, alors que le Royaume-Uni se trouve encore dans un *no man's*

land et que les États-Unis détiennent toujours une position de suprématie, leur avenir est incertain et tous deux sont peu susceptibles de tenir les promesses faites quelques mois

» L'inflation a effectivement augmenté, mais uniquement en raison de l'effet de base lié aux prix du pétrole. «

auparavant. Quatrièmement, l'agenda politique européen est chargé avec les élections en France et, plus tard dans l'année, en Allemagne, ainsi que le nouveau scrutin anticipé qui pourrait être organisé à tout moment en Italie. Dans l'ensemble, le potentiel de déception est élevé.

La Brute ...

De concert avec le Conseil des gouverneurs, le président de la BCE Mario Draghi a décidé de continuer à inonder les marchés financiers de liquidités abondantes à faible coût jusqu'à la fin de l'année. L'assouplissement quantitatif sera poursuivi jusqu'en décembre 2017 au moins, et au-delà si nécessaire. Si cette politique satisfait la majorité des États membres de la zone euro, l'Allemagne, en la personne de Sabine Lautenschläger, membre du Directoire de la BCE, a une tout autre opinion : « L'inflation a nettement augmenté dans la zone euro – de 0,6 % en novembre à 1,1 % en décembre. En Allemagne, elle atteignait même 1,7 % en décembre. [...] Toutes les conditions préalables à une augmentation constante de l'inflation sont réunies. C'est pourquoi j'ai bon espoir que nous puissions bientôt nous pencher sur la question d'une sortie. »² Même si, à l'occasion de la dernière conférence de presse de la BCE, Mario Draghi a affirmé haut et fort que la question d'une sortie, en d'autres termes d'un *tapering*, n'a même pas été discutée, l'idée est lancée et évoluera en ligne avec l'inflation dans la zone euro en général, et en Allemagne en particulier.

Les implications d'un *tapering* peuvent s'avérer existentielles et vont bien au-delà de la politique monétaire, parce que la zone euro ne peut faire face à une hausse des taux d'intérêt qui, dans l'état actuel des choses, constitue un risque systémique.

Citons un exemple à titre d'explication. Le 22 mai 2013, Ben Bernanke, alors président de la Fed, a fait état de son intention de réduire le programme d'assouplissement quantitatif

² Source : http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170124_1.en.html

(*tapering*)³, une mesure qui n'a été mise en œuvre que six mois plus tard, en décembre de la même année. Mais les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont presque doublé pour atteindre 3 % à cette date. Toute annonce d'un

» Les implications d'un *tapering* peuvent s'avérer existentielles et vont bien au-delà de la politique monétaire. «

tapering en Europe dans les prochains mois serait suivie d'une forte réévaluation de tous les emprunts d'État de la région. Imaginons, comme l'a fait notre gérant Guido Barthels dans les premières pages du présent Commentaire de Marché, que les rendements des emprunts d'État européens augmentent dans la même ampleur qu'aux États-Unis en 2013. Ils atteindraient alors 2 % en Allemagne, 2,5 % en France, 3,1 % en Espagne, 3,8 % en Italie et 6,5 % au Portugal. Selon notre analyse, de tels niveaux sont intenable pour les pays européens les plus fragiles et pourraient raviver la crise de l'euro.

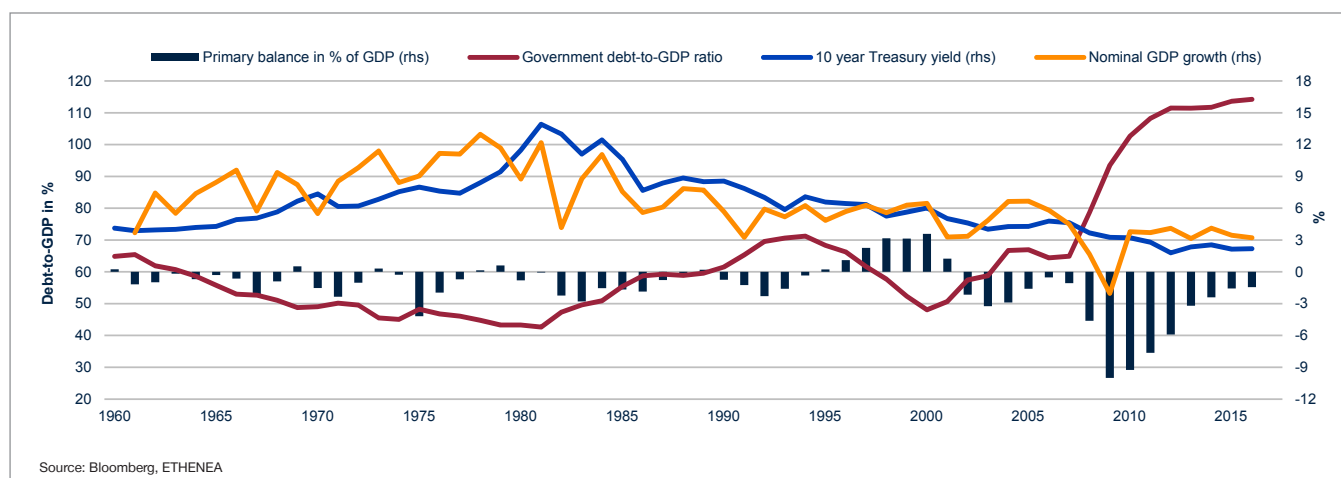
La logique qui sous-tend cette conclusion ferme, et que nous avons avancée dans de précédents Commentaires de Marché, est la suivante : dans l'hypothèse où les gouvernements sont disposés à la rembourser, la question de la viabilité de la dette relève de leur capacité à assurer le paiement des intérêts. Cette capacité est fréquemment analysée à l'aide du ratio dette/PIB. Comme son nom le suggère, ce ratio met en parallèle le montant de la dette (numérateur) et le PIB nominal (dénominateur). Dans les cinq pays que nous avons sélectionnés ci-dessus, le ratio dette/PIB est compris entre 75 % pour l'Allemagne et 160 % pour l'Italie selon les données de l'OCDE.

La dynamique du ratio dette/PIB dépend de trois variables : les coûts de refinancement, la croissance du PIB nominal et

la politique budgétaire, qui se mesure par le biais du solde primaire. Dans les pays financièrement fragiles, l'austérité budgétaire n'est pas une option pour stabiliser le ratio de dette. De fait, l'austérité fait plus de mal que de bien puisqu'elle tend à ralentir la croissance du PIB nominal et conduit à terme à une augmentation du ratio dette/PIB. La principale variable est en réalité la différence entre les coûts de refinancement et la croissance nominale du PIB.

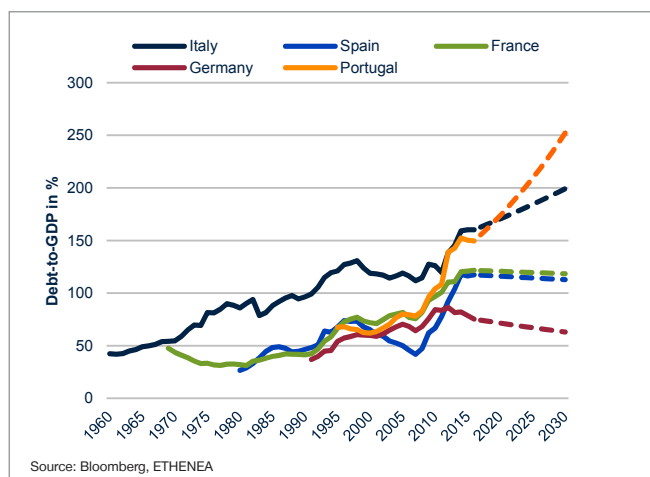
Pour prendre l'exemple d'un autre pays à une autre époque, les taux de refinancement élevés n'étaient pas un problème aux États-Unis dans les années 1960 et 1970. Au cours de ces deux décennies, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont augmenté de 4 % à plus de 10 % alors que le ratio dette/PIB a diminué de 65 % à 42 % (Graphique 2). Si cela peut sembler surprenant à première vue, la raison sous-jacente est évidente : la croissance du PIB nominal était supérieure aux coûts de refinancement de la dette. Comme le dénominateur (le PIB nominal) progressait plus rapidement que le numérateur (la dette), le ratio dette/PIB baissait. À noter que, durant cette période, les États-Unis étaient en guerre avec le Vietnam, ce qui a occasionné des déficits primaires constants.

Cet épisode de l'histoire nous a enseigné que le ratio dette/PIB se réduit lorsque les coûts de refinancement (rendements des emprunts d'État) sont inférieurs à la croissance du PIB nominal, même en période de déficit primaire. Et inversement : durant une phase de politique monétaire restrictive, comme ce fut par exemple le cas dans les années 1980 lorsque Paul Volcker réussit à maîtriser l'inflation, les rendements des emprunts d'État étaient supérieurs à la croissance nominale et le ratio dette/PIB américain augmentait. Par conséquent, l'aspect clef pour diminuer la dette publique est bien le rapport entre les coûts de refinancement et la croissance du PIB nominal.



Graphique 2 : Les hauts et bas du ratio dette/PIB américain

³ Source : <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>



Graphique 3 : Trajectoire du ratio dette/PIB

Selon les prévisions actuelles du consensus économique de Bloomberg, un *tapering* comme nous l'avons imaginé dans notre scénario mettrait l'Italie et le Portugal en danger, même si les deux pays s'engageaient à équilibrer leur budget dans les années à venir. À titre d'illustration (Graphique 3), nous avons tracé la trajectoire dette/PIB pour quelques pays à l'horizon 2030 dans les hypothèses suivantes : maintien des rendements au niveau impliqué par notre scénario de *tapering*, croissance du PIB nominal inchangée à compter de 2018 – en d'autres termes absence de récession – et solde primaire des gouvernements équilibré chaque année (le tableau 1 résume nos hypothèses et les implications).

Bien que la trajectoire de la dette du Portugal soit plus impressionnante que celle de l'Italie, nous estimons que cette dernière représente un risque plus important pour la zone euro. La dette italienne atteint 2.360 milliards EUR, soit à peu près dix fois le passif du Portugal qui, à 239 milliards EUR, est inférieur à celui de la Grèce (322 milliards EUR). L'Italie est le troisième pays le plus endetté au monde après les États-Unis et le Japon. L'Italie est « too big to fail » et, à ce titre, fait peser un risque systémique sur l'ensemble de la zone euro.

... et le Truand

Fragile, la zone euro a été sauvée in extremis par la BCE le 26 juillet 2012, lorsque Mario Draghi a déclaré : « Dans le cadre de notre mandat, la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro. Et croyez-moi, cela sera suffisant. »⁴ Alors que l'affirmation tout ce qui est *nécessaire* attirait l'attention de la plupart des économistes, *dans le cadre de notre mandat* mettait en évidence les limites réelles à la flexibilité d'intervention de la BCE. Tant que l'inflation reste modérée, une politique de faibles taux et d'assouplissement quantitatif poursuit le double objectif de stabilité des prix et du système. Le problème avec la hausse de l'inflation, en définitive, est qu'elle met en péril ce fragile équilibre.

La zone euro est fragile : aucun progrès majeur n'a été accompli en termes d'intégration politique et budgétaire ou de réformes structurelles. La région a plus que jamais besoin d'une banque

Countries	Debt-to-GDP		2017-2030 assumptions		
	2016	2030	Nominal growth	Yields	Primary deficit
Italy	160 %	199 %	2.20 %	3.80 %	0 %
France	122 %	118 %	2.70 %	2.50 %	0 %
Germany	75 %	63 %	3.30 %	2.00 %	0 %
Portugal	150 %	252 %	2.60 %	6.50 %	0 %
Spain	117 %	113 %	3.40 %	3.10 %	0 %

Source: Bloomberg, ETHENEA

Graphique 4 : Hypothèses et implications d'un *tapering* en Europe*

centrale accommodante, dont la véritable nature se révélera dès que l'inflation augmentera. Deux conceptions de la banque centrale coexistent en Europe. La perception juridique, qui fait entendre sa voix par l'entremise de Sabine Lautenschläger, juriste de formation, et dont le biais naturel consiste à veiller à ce que la banque centrale respecte sa mission consistant à garantir la stabilité des prix, quoi qu'il en coûte. Et la conception économique, incarnée par Mario Draghi, économiste de formation, et dont le penchant naturel est de s'assurer que la banque centrale préserve le système financier – incluant les institutions, gouvernements,

» Si l'inflation fait effectivement son retour, ces deux conceptions s'opposeront farouchement dans un jeu dangereux de *tapering*. «

marchés et monnaies –, quel qu'en soit le prix. Si l'inflation fait effectivement son retour, ces deux conceptions s'opposeront farouchement dans un jeu dangereux de *tapering*.

Si cette analyse est correcte, ce seront les rendements italiens, et non ceux de l'Allemagne ou des États-Unis, qui détermineront le niveau du taux sans risque. L'Italie étant « too big to fail » en raison de l'effet potentiellement désastreux qu'une faillite aurait sur le système européen, la zone euro demeurerait sans risque tant que les rendements italiens resteront inférieurs à la croissance du PIB nominal, laquelle devrait atteindre les 2,2 % dans les prochaines années – soit le niveau des rendements italiens à 10 ans au moment de la rédaction du présent commentaire. Il se peut que nous ayons déjà atteint le plus haut niveau du taux sans risque pour cette année.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

⁴ Source : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>



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 bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (*non représenté*)

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 31/01/2017.