



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Surprise, surprise >>

Ces derniers temps, les banques centrales semblent nous réserver que des surprises tandis qu'elles font de leur mieux pour combattre la déflation. Pourtant... la déflation est-elle si mauvaise, ou est-ce juste une idée reçue ?

Sommaire >>

>> [Surprise, surprise](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





Surprise, surprise >>

Ces derniers temps, les banques centrales semblent nous réserver que des surprises tandis qu'elles font de leur mieux pour combattre la déflation. Pourtant... la déflation est-elle si mauvaise, ou est-ce juste une idée reçue ?

Il y a un an environ, au cours d'un dîner à Zurich, Yves Mersch, membre du directoire de la Banque centrale européenne, était surpris de voir à quel point il était facile de prendre de court les acteurs du marché. Quelques mois plus tard, la BCE lançait son programme de rachat d'actifs : le programme d'assouplissement quantitatif (QE) européen. Au cours de la dernière conférence de presse de la BCE, Mario Draghi, son président, a de nouveau étonné les intervenants en annonçant plus qu'implicitement l'éventualité d'une nouvelle salve d'injections de liquidités, voire même davantage, susceptible de se concrétiser en décembre de cette année. Les réactions du marché dans le sillage immédiat de la conférence de presse attestent de la surprise des intervenants : les actions et les obligations d'État ont bondi, tandis que la monnaie unique s'est sensiblement dépréciée. M. Mersch avait raison.

Un jour après la BCE, la Banque populaire de Chine (PBOC) a quelque peu surpris les participants du marché avec l'abaissement du taux de prêt marginal et de dépôt et du taux des réserves obligatoires. Les marchés d'actions et des matières premières ont réagi favorablement à la détente des conditions monétaires.

Une semaine plus tard, la Banque du Japon (BOJ) a opté pour une politique monétaire inchangée, tout en admettant explicitement que l'inflation s'avérait nettement inférieure

à son objectif et que l'économie s'était contractée depuis la dernière revue. Le 28 octobre, la Fed a choisi de ne rien faire, laissant les investisseurs dans l'expectative d'une première hausse des taux en décembre... ou non. Le communiqué du FOMC d'octobre laisse de nouveau entrevoir la possibilité d'un relèvement des taux en décembre dans la mesure où *l'évolution internationale*, comprendre la Chine, ne freine plus sensiblement la croissance américaine. Un mois oui, un mois non – la *forward misguidance* se poursuit, comme nous le constatons dans notre précédent Commentaire de Marché. Nous sommes d'avis que la Fed ne relèvera pas ses taux cette année sachant que l'inflation reste très contenue et que le dollar américain est vigoureux. *Toutefois, les nouveaux commentaires des membres du FOMC, combinés à la dynamique continue du marché du travail et la moindre crainte des marchés quant au ralentissement en Chine, sont autant de signaux qui laissent entrevoir une autre perspective. À présent nous considérons donc probable une première hausse des taux cette année.*** Si elle décidait d'augmenter ses taux, elle serait alors la seule banque centrale à avoir durci sa politique monétaire en 2015, ce qui ne manquerait pas de raffermir un billet vert déjà onéreux. D'après la dernière enquête disponible (septembre 2015) sur les intentions des membres du FOMC, 13 de ses 17 membres estiment que le calendrier approprié d'un *resserrement de la politique monétaire* se situe en 2015. Si le taux des fonds fédéraux devait rester inchangé,

** NDLR début novembre

cela surprendrait certes les membres du FOMC eux-mêmes, mais peut-être pas vraiment les intervenants du marché. Quoi qu'il en soit, cela signifierait une prolongation des conditions accommodantes.

Pour résumer, la BCE, la BOJ, la PBOC, la Fed et la Banque nationale suédoise, qui a élargi son programme de rachat d'obligations souveraines, ont toutes adopté une posture conciliante, avec quelques nuances dans leur niveau de scepticisme. Si des taux d'intérêt bas et des liquidités pléthoriques sont salués par les intervenants du marché, cela représente-il des bonnes ou mauvaises surprises ?

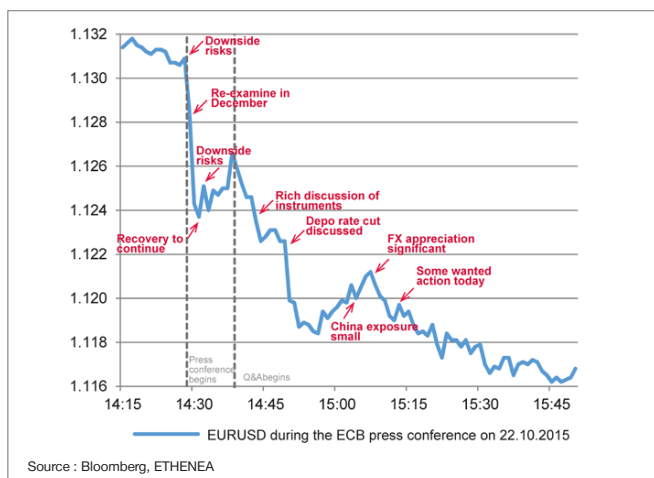
Avant de répondre à cette question, examinons le marché de plus près. Ces surprises ont engendré des réactions non négligeables dans tous les segments du marché. Le Graphique 1 illustre l'impact de l'annonce de Mario Draghi sur le cours de change du dollar contre l'euro. Il est plutôt considérable, selon nous, et devrait s'amplifier si M. Draghi tient parole et prend les mesures suggérées en décembre et si la Fed choisit de faire exactement le contraire de la BCE en procédant en décembre à la première hausse des taux depuis la crise financière mondiale de la part d'une grande banque centrale. *Au moment de la rédaction de ce Commentaire de Marché, nous considérons une hausse des taux par la Fed peu probable. Vu le nouveau changement de cap de la Fed dans sa communication début novembre, nous avons cependant revu notre avis en la matière.*** L'action de la BCE devrait à elle seule permettre de ramener le taux de change EUR/USD vers la parité. L'assouplissement supplémentaire, même si le terme assouplissement sonne faux lorsque les taux se situent en dessous de zéro, devrait faire grimper les actifs risqués un peu plus haut en dépit de la déconnexion. Nous reviendrons plus longuement sur ce point. Par conséquent, nous continuons de tabler sur un mouvement haussier des

obligations, d'être optimistes pour le crédit au cas par cas et prudemment optimistes au sujet des actions. Nous restons néanmoins vigilants face au risque de corrections importantes.

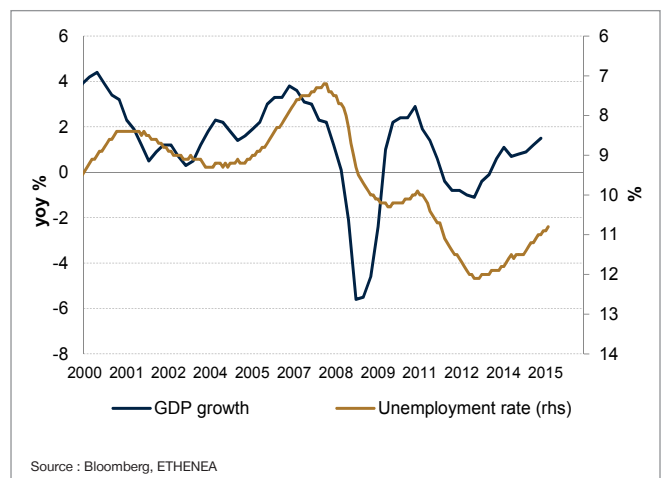
Le mot commençant par « d »

Toutes ces surprises sont indubitablement mauvaises car l'administration d'une nouvelle dose de médicament à un patient, même si elle soulage instantanément la douleur, signifie également que l'état du malade s'est détérioré. Pour avoir une bonne raison de s'émerveiller il faudrait que le patient n'ait plus besoin de médicament et soit désormais en bonne santé. Il existe une vaste *déconnexion* entre les fondamentaux économiques et la performance du marché, comme le souligne notre gérant de portefeuille Peter Steffen. Après tout, qui peut stopper un train rempli de liquidités lancé à pleine vitesse à travers les marchés financiers, dont le sillage vous entraîne toujours plus haut ?

Le programme d'assouplissement quantitatif européen a débuté en mars 2015 et devrait s'étendre jusqu'en septembre 2016 au moins. Nous sommes à présent en novembre 2015 ; la moitié seulement du traitement a été administrée, mais une dose supplémentaire a déjà été prescrite. Au regard des indicateurs macroéconomiques, la nécessité d'une détente supplémentaire n'est pas si évidente. La zone euro devrait connaître une croissance d'environ 1,5% cette année et la suivante. Ce taux dépasse celui de la croissance potentielle, suggérant qu'il est suffisamment important pour améliorer lentement les capacités de production et réduire le taux de chômage (Graphique 2). Le canal du crédit – le principal mécanisme de transmission de la politique monétaire – s'améliore. Quelles sont donc les raisons justifiant un tel acharnement thérapeutique ?

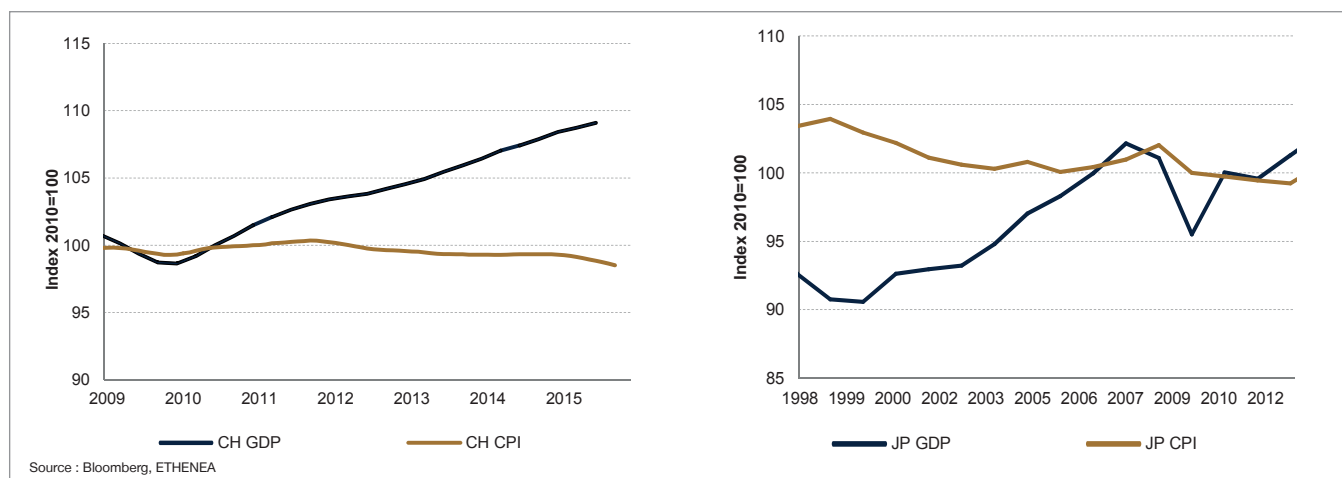


Graphique 1 : Fluctuations du taux de change EUR/USD durant la conférence de presse de la BCE



Graphique 2 : Croissance et chômage se redressent lentement dans la zone euro

** NDLR début novembre

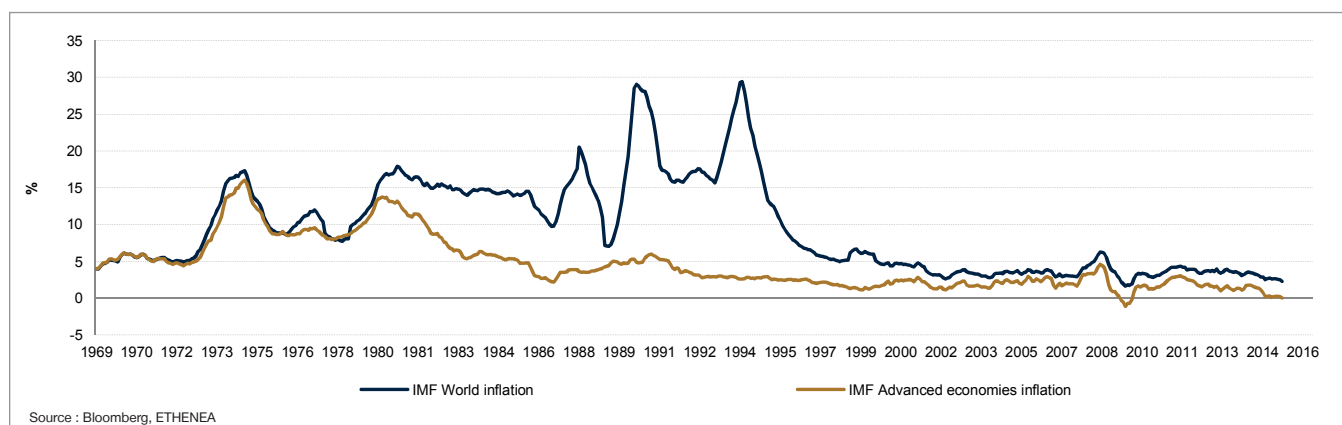


Graphique 3 : La croissance économique sur fond de déflation en Suisse et au Japon remet en cause les craintes déflationnistes

Premièrement, les banques centrales ont reçu comme mission de maintenir la stabilité des prix ce qui, dans le cas de la BCE, se définit par un taux d'inflation proche de, mais inférieur à 2 %. Pour reprendre les propres termes de Mario Draghi durant la conférence de presse : « Et bien, je le dis très clairement, la crédibilité d'une banque centrale se mesure à sa capacité à honorer son mandat et, à cette fin, tout instrument pourra potentiellement être utilisé ».¹ Le président de la BCE nous propose ainsi une variante de son célèbre « whatever it takes » et envoie un signal clair : la banque centrale est déterminée à s'acquitter de son mandat.

Deuxièmement, peu d'entre nous ont directement connu la Grande Dépression mais la mémoire collective de cette crise reste encore bien vive aujourd'hui. La déflation est généralement associée aux moments les plus sombres de l'histoire moderne, évoquant un chômage massif et d'inter-

minables files à la soupe populaire. À l'occasion de la dernière conférence de presse de la BCE, son Vice-président, Vítor Constâncio, a expliqué en long et en large le danger de la déflation, évoquant la spirale de la déflation par la dette, les taux d'intérêt réels élevés, le report de la consommation et le recul de la rentabilité des entreprises. Dans ce contexte, un article rédigé plus tôt cette année sur les coûts de la déflation² apporte un éclairage sur le sujet dans une perspective historique, en couvrant jusqu'à 38 pays sur les 140 dernières années. Sa conclusion va à l'encontre de la sagesse populaire : la déflation est rarement associée à la récession. La Suisse connaît un phénomène de déflation depuis 2011. Les prix à la consommation ont cédé plus de 3 % sur les 4 dernières années, mais le PIB a progressé de 1,5 % par an dans le même temps. Au Japon, les prix à la consommation ont reculé de 4,5 % entre 1998 et 2012 et le PIB s'est étoffé en moyenne de 0,6 % par an (Graphique 3).



Graphique 4 : Plus bas historiques pour l'inflation mondiale

¹ Traduction libre de l'anglais : « Well, let me state quite clearly that the credibility of a central bank is measured by its ability to comply with its mandate and to this extent any instrument could be potentially used »; à relire sous le lien <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.en.html>

² Source : http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503e.htm

Tous unis contre la déflation

Les banques centrales ont eu le courage d'agir au cœur de la crise financière mondiale et nous saluons leur audace. Aujourd'hui, le fait de poursuivre un objectif d'inflation coûte que coûte est remis en question. Les prix des marchés réagissent davantage aux annonces, aux promesses et aux actions des banques centrales qu'à l'évolution du cycle économique. Une certaine déconnexion est manifeste à tous les niveaux.

En outre, l'absence de coopération entre les banques centrales est elle aussi dommageable. Dans la mesure où la quasi totalité des banques centrales modernes ont un mandat de ciblage de l'inflation et où la *lowflation* est un phénomène mondial, la coopération permettrait probablement d'obtenir de meilleurs résultats. Selon les calculs du FMI, l'inflation mondiale s'établissait à 2,3% en septembre (0,0% dans les économies avancées) – soit le niveau le plus bas (à l'exception de quelques mois en 2009) depuis le démarrage de la série en 1969 (Graphique 4). Il n'y a pas si longtemps, les grandes banques centrales agissaient de concert en vue de maximiser leur puissance de frappe. En 2008, six banques centrales (Fed, BCE, Banque du Canada, Banque d'Angleterre, Banque nationale suisse et Riksbank) ont abaissé leurs taux d'intérêt.³ En 2011, six d'entre elles à nouveau (Fed, BCE, BOC, BOE, BNS et Banque du Japon) ont octroyé des prêts d'urgence libellés en dollars américains aux banques.⁴ Pourquoi les banques centrales ne coopèrent-elles pas une nouvelle fois en vue de combattre la déflation comme l'imposent leurs mandats ? « Tous unis contre la déflation » serait une devise fédératrice. Imaginons que les principales banques centrales s'entendent pour fixer un taux d'intérêt négatif identique et lancer un programme d'assouplissement quantitatif d'échelle mondiale, dont les montants seraient similaires en termes de pourcentage des PIB respectifs des pays concernés. L'effet serait maximal et il effacerait les asymétries des politiques monétaires qui sont le terreau de la guerre des changes.

Dans ce contexte, une hausse des taux de la Fed en décembre serait très instructive, car elle signifierait que l'économie américaine est au-dessus de la mêlée et que la Fed est indépendante mais non coopérative. D'un autre côté, si aucun relèvement des taux n'était décidé, nous ne saurions certes pas si la Fed est coopérative, mais nous déduirions qu'elle n'est pas indépendante puisqu'elle aurait refusé de naviguer

en solitaire à contre-courant des politiques d'assouplissement monétaire.

L'article sur les coûts de la déflation mentionné plus haut soulève une question fondamentale : si déflation ne rime pas avec dépression, ni même avec récession, pourquoi faudrait-il l'éviter à tout prix ? Des taux d'intérêt trop bas et des liquidités abondantes se soldent par une mauvaise affectation du capital. Des risques excessifs sont pris car le niveau de risque est sous-estimé et la quête de rendement devient une obsession, fragilisant l'édifice financier. Si la déflation émane avant tout d'un déséquilibre entre l'offre et la demande mondiales de matières premières et de produits manufacturés, d'une saturation de l'offre de main-d'œuvre mondiale et d'une vaste révolution technologique qui améliore nos vies, alors la politique monétaire n'est pas équipée pour lutter contre elle, voire même potentiellement dangereuse. Bien qu'une réponse coordonnée à la *lowflation* soit une option, une extension du programme d'assouplissement quantitatif européen ainsi qu'une éventuelle réduction supplémentaire des taux d'intérêt en territoire négatif nous semblent plus probables. Le 3 décembre, nous connaissons un nouveau « D-day », avec un D comme **Draghi** et **déconnexion**. Même si nous attendons cet événement avec impatience du point de vue des opportunités d'investissement, nous demeurons prudents. La crédibilité des banques centrales se mesure à leur capacité à s'acquitter de leur mandat, mais également à leur aptitude à persuader les investisseurs, les consommateurs et les exportateurs qu'elles ont le contrôle. Le 15 janvier 2015, toutefois, la très considérée Banque nationale suisse a notoirement perdu le contrôle de son régime des changes, ce qui entravera son aptitude à tenir les rênes de sa politique monétaire à l'avenir.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager, CIO
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

³ Source : http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/09fed.html?_r=1&

⁴ Source : <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204012004577069960192509068>

Perspectives macroéconomiques >>

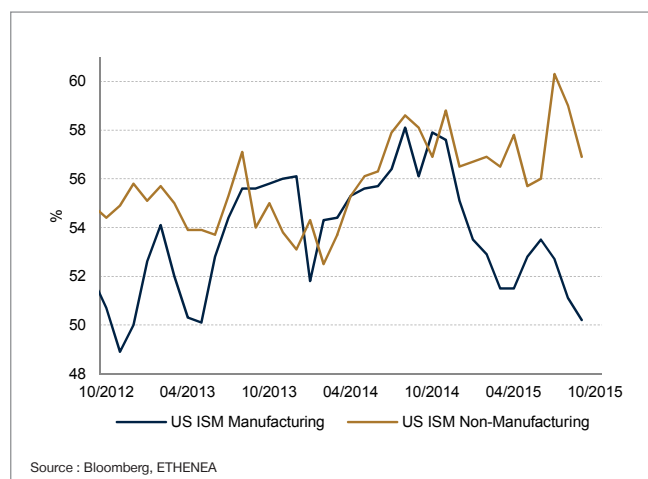
Les statistiques économiques continuent de dépeindre un monde scindé entre vigueur du secteur des services et perte de vitesse des secteurs manufacturiers et miniers. Au Japon, en Allemagne, en Chine et aux États-Unis, la production industrielle s'est légèrement tassée depuis le début de l'année. Cette évolution est confirmée par le lent déclin des indices PMI manufacturiers mondiaux à 50,6 en septembre (Graphique 5). Outre-Atlantique, les commandes de biens durables ont reculé, suggérant une contraction de la dynamique d'investissement. Le taux d'utilisation des capacités de production a également fléchi (Graphique 6). Cependant, le PIB américain pour le troisième trimestre n'a pas montré de tassement de la dynamique d'investissement, à l'exception des investissements miniers. En Europe, les données manufacturières sont plus encourageantes. Les carnets de commandes se sont renforcés, en particulier en Espagne, en Italie et en France. En Allemagne, toutefois, ils sont restés globalement inchangés. Si les exportations allemandes vers la Chine ont diminué, celles à destination de la zone euro ont fait preuve de davantage de stabilité.

Dans le secteur des services, le contraste est saisissant. En Europe comme aux États-Unis, les indicateurs continuent de suggérer une croissance vigoureuse, mais les signes d'accélération font défaut. Les indicateurs de la confiance des ménages se révèlent encourageants dans l'ensemble, avec des chiffres s'inscrivant dans la tendance d'une embellie globale du marché du travail. Dans ces deux économies, le crédit à la consommation soutient les dépenses des ménages.

En Chine, la croissance économique est surtout entravée par un secteur manufacturier hypertrophié, tandis que la consommation est le pilier empêchant une décélération trop rapide de l'économie. Alors que la croissance des salaires se poursuit et que le taux d'épargne commence à fléchir, les ventes de détail marquent une légère accélération, tandis que la production industrielle est maintenue à flot par les aides gouvernementales. Les prêts aux ménages et aux consommateurs affichent une croissance robuste, supérieure à la moyenne, et avec une consommation privée représentant moins de 40 % du PIB – soit



Graphique 5 : Tendence baissière des indices PMI mondiaux



Graphique 6 : Aux États-Unis les indices ISM manufacturiers et non manufacturiers montrent un clivage net

moins qu'en Inde, qu'en Russie ou qu'au Brésil –, cette tendance dispose d'un vaste potentiel pour se développer.

Dans le reste de l'Asie, où la production industrielle dépend fortement de la demande externe, le ralentissement du secteur manufacturier est encore plus prononcé que dans le monde occidental. Le coup d'arrêt subi par les dépenses d'investissement des industries extractives, la décélération de la demande et la progression des substitutions aux importations en Chine pèsent lourdement sur l'activité manufacturière locale. Dans cette région, il ne faut pas compter sur le soutien stabilisateur de la consommation. En effet, la consommation privée y est fragile et la détente monétaire ne peut guère améliorer la situation dans la mesure où des ratios d'endettement élevés limitent la réactivité du crédit à la baisse des taux et où les ménages souffrent de la dépréciation des devises. L'exemple du Japon est révélateur : la dévaluation a permis aux entreprises de réaliser des bénéfices mais sans pouvoir faire décoller durablement la croissance d'une activité manufacturière dépendante des exportations. En parallèle, en plus d'avoir subi une augmen-

tation de la TVA, les consommateurs doivent faire face à une hausse des prix à l'importation. C'est pour ces raisons qu'à l'heure actuelle, les clients qui se pressent dans les boutiques de Tokyo, Kuala Lumpur et Hong Kong sont essentiellement des touristes chinois.

Dans l'ensemble, les statistiques économiques disponibles révèlent que l'activité manufacturière a continué de ralentir et que le secteur des services atteint probablement un tournant cyclique. Selon nos indicateurs de dynamique économique, l'activité globale progresse dans la zone euro et aux États-Unis, quoiqu'à un rythme plus lent.

.....
Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



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 répondre à 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

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 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, le 31/10/2015.