



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Le billet vert prend l'eau ! À moins que...?

Face à l'environnement géopolitique actuel, on peut s'étonner : les risques accrus devraient logiquement entraîner la hausse des prix des valeurs refuges; or, le dollar fait tout le contraire, tandis que l'euro s'apprécie. Les décisions prises par la FED et la BCE sont, quant à elles, très attendues car elles pourraient avoir une influence significative sur le taux de change.



Sommaire >>

Édition du 31 août 2017

>> [Le billet vert prend l'eau ! À moins que...?](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)



Le billet vert prend l'eau ! À moins que... ?

Face à l'environnement géopolitique actuel, on peut s'étonner : les risques accrus devraient logiquement entraîner la hausse des prix des valeurs refuges; or, le dollar fait tout le contraire, tandis que l'euro s'apprécie. Les décisions prises par la FED et la BCE sont, quant à elles, très attendues car elles pourraient avoir une influence significative sur le taux de change.

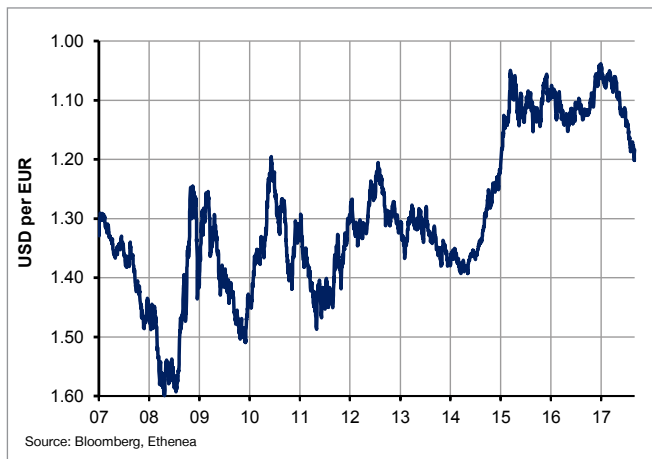
La noyade du dollar américain n'est que pure coïncidence avec l'ouragan Harvey qui a ravagé le Texas et la Louisiane ces derniers jours. Images terrifiantes que celles de Houston sous les eaux. Selon les estimations, Harvey a déversé plus de 80 milliards de mètres cubes de pluie sur le sud du Texas, et ce n'est pas fini. Cela correspond approximativement à la quantité d'eau qui s'écoule en moyenne dans le Rhin en 400 jours, ou à presque deux fois le volume du lac de Constance. Reste à espérer que les images ouvriront les yeux de Donald Trump sur la réalité du changement climatique et l'inciteront à signer l'Accord de Paris.

Le monde semble aujourd'hui dominé par deux égomaniaques, et il ne s'agit pas d'Angela Merkel ni de Martin Schulz. D'un côté, nous avons un jeune joufflu qui joue avec des missiles. De l'autre, nous avons un senior au teint orange qui twitte d'abord et réfléchit après. Un cocktail explosif. Espérons aussi ici que nous en sortirons indemnes.

Certes, le dernier essai de la Corée du Nord a montré une anomalie. Traditionnellement, l'accroissement des risques géopolitiques s'accompagne de la baisse des cours des placements risqués (actions et obligations à haut rendement) et de la hausse des prix des valeurs refuges (emprunts d'État, or, franc suisse et dollar). Traditionnellement ! Cette fois-ci, c'est encore le cas, sauf pour le dollar. Non seulement le billet vert n'a pas augmenté, mais il s'est engagé dans la direction opposée, comme s'il était perçu comme un placement risqué, ce qui est finalement peut-être le cas si l'on pense au président en exercice.

Mais pour être tout à fait honnête, la dépréciation sensible du dollar se joue essentiellement, mais pas seulement, face à la monnaie unique tant décriée. Dans le graphique 1, on constate que la chute entre le cours le plus haut (1,0340) et le cours le plus bas (1,2071) s'établit à 16 %. Dans le même temps, le graphique indique également que le taux de change

semble revenir dans l'« ancienne » fourchette de négociation de 1,20-1,40. C'est en tout cas ce que croient de nombreux augures du marché, typiquement ceux qui, il y a quelques mois encore, fantasmaient sur un taux de change inférieur à la parité.



Graphique 1 : Évolution du cours EUR/USD (inversé)

Pour savoir s'il s'agit d'une *dépréciation* du dollar ou d'une *appréciation* de l'euro, jetons un œil au graphique 2 qui présente le cours du dollar pondéré par les échanges tel que calculé et publié par la Réserve fédérale américaine. L'idée sous-jacente est qu'un pays échange des marchandises et des services non pas avec un seul espace économique, mais avec plusieurs. Maintenant, si l'on souhaite déterminer l'effet positif d'une dépréciation ou négatif d'une appréciation, il faut calculer les gains et pertes de change par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux et pondérer cette variation avec le volume des flux commerciaux. Le graphique 2 montre que le dollar pondéré par les échanges a également perdu près de 10 % de sa valeur cette année.



Graphique 2 : Évolution du cours pondéré par les échanges de l'USD

Pour finir, le graphique 3 présente les variations de valeur de l'EUR par rapport à d'autres monnaies depuis le début de l'année. Les cours de clôture quotidiens servent de base de calcul. À quelques exceptions près, l'euro a gagné du terrain face à toutes les monnaies.

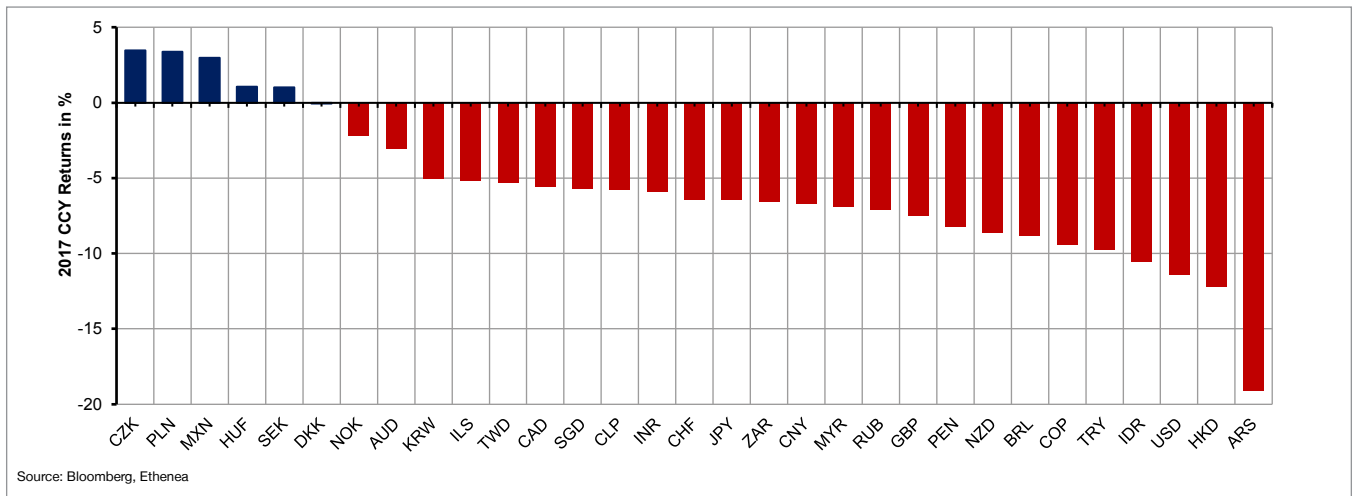
La conclusion est évidente : nous sommes en présence d'une correction (partielle) de la sous-évaluation de la monnaie unique liée à la crise de la zone euro. L'évolution du cours EUR/USD est donc un mélange entre la correction de la surévaluation du dollar déclenchée par l'euphorie initiale autour de l'élection de Donald Trump et la correction de la sous-évaluation de l'euro. Cependant, rien ne nous garantit que nous reverrons des cours EUR/USD à 1,25, voire au-dessus ! Ne perdons pas les risques des yeux. En fin de compte, Donald Trump est toujours président des États-Unis et ne cesse de nous surprendre (peut-être dans le bon sens pour une fois). D'autre part, l'endettement de la Grèce, de l'Italie ou de la France ne s'est pas résorbé du jour au lendemain et pèse toujours sur les budgets publics. La crise de confiance dans la zone euro pourrait donc resurgir à tout moment et donner un coup de frein brutal à l'euphorie actuelle.

Yves Longchamp mentionne d'autres risques dans le volet macroéconomique du commentaire de marché. Mais nous aimerions mentionner un dernier risque. Alors qu'en mars de cette année, de nombreux acteurs du marché prévoyaient encore le relèvement des taux de la Réserve fédérale en septembre et en décembre, la probabilité que la Fed opte pour le statu quo lors de sa réunion du 20 septembre prochain est désormais proche de 100 % ! (cf. graphique 4)

Nul besoin d'être sceptique pour juger cela excessif. C'est uniquement dans le cas jugé improbable d'une décision contraire de la Réserve fédérale que le billet vert pourrait repartir fortement à la hausse, mettant brutalement fin à cet accès de faiblesse. Nous n'attendons pas non plus de changement lors du prochain comité de politique monétaire, mais selon nous, la Fed devrait annoncer la réduction progressive de son bilan démesuré dès le mois d'octobre.

La BCE est également sous pression. Le conseil des gouverneurs de la BCE doit réfléchir sur la question de savoir comment poursuivre le programme d'achat d'obligations et s'il faut le maintenir. La décision qui sera prise en la matière et l'accueil que lui réservera le marché pourraient exercer une forte influence sur le taux de change.

Fidèles à nos habitudes, nous nous efforçons de conserver une certaine souplesse dans nos investissements et de ne pas seulement fonder nos actes et nos réflexions sur les simples chiffres. A titre d'exemple, puisque les taux de change suivent généralement des directions diverses, le recours aux options sur devises peut permettre de générer des gains et de réduire les fluctuations des rendements. Et c'est là le cœur même de notre métier.



Graphique 3 : Variations annuelles des devises par rapport à l'EUR



Graphique 4 : Probabilité implicite d'un statu quo de la Fed lors de sa prochaine réunion du 20/09/2017



Auteurs >>

Guido Barthels
 Portfolio Manager
 ETHENEA Independent
 Investors S.A.

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

Perspectives macroéconomiques >>

Les limites du « sweet spot »

Notre scénario macroéconomique n'a guère évolué durant l'été. Les données conjoncturelles pointent vers une croissance durable soutenue par la forte confiance des investisseurs et le niveau très faible de l'indice VIX, également qualifié d'indice de la peur. Concrètement, nous avons atteint un sweet spot, ou point idéal.

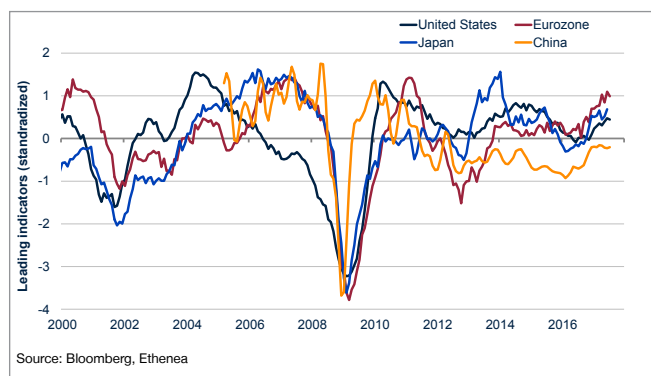
Dans cette édition, nous mettrons en perspective nos anticipations positives et nous nous concentrerons sur les cinq risques susceptibles de bouleverser à tout moment la vision d'ensemble.

Dans le graphique 5, tous les indicateurs anticipés de l'activité économique dans les quatre principales zones économiques, qui représentent à elles seules près de 57 % du PIB mondial, signalent une croissance durable¹. Toujours selon ce graphique, la zone euro dégagera, dans un avenir proche, la meilleure dynamique de performance, suivie par le Japon, les États-Unis et la Chine. Cet ordre pourrait surprendre, sachant que la croissance de la zone euro ne représente qu'un tiers de celle de la Chine. C'est un fait, mais le critère décisif à nos yeux dans ce contexte, est que les deux blocs économiques affichent des potentiels de croissance très différents. En d'autres termes, la croissance dans la zone euro est supérieure à la normale et s'accélère, tandis que la croissance chinoise a presque, mais pas

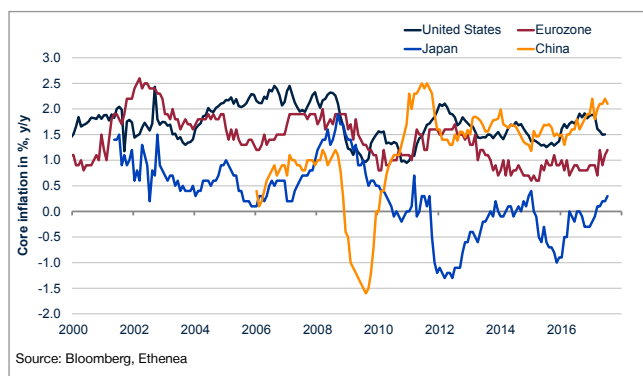
tout à fait, atteint son potentiel et s'est stabilisée. Autrement dit, la conjoncture chinoise va lentement décélérer et amorcer un atterrissage en douceur.

Ce scénario est en contradiction avec celui de début 2016 qui prévoyait un atterrissage brutal suivi d'une correction importante du marché mondial des actions.

L'inflation des prix à la consommation s'est stabilisée dans le monde entier, voire a légèrement augmenté dans certains pays si l'on s'en tient à l'inflation sous-jacente qui exclut les composantes volatiles que sont les denrées alimentaires et l'énergie. Par conséquent, le risque de déflation a disparu sans retour de l'inflation, comme l'indique le graphique 6. Les conditions macroéconomiques générales laissent donc le champ libre à une normalisation de la politique monétaire. Nous pensons que ce mois-ci, la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) nous donneront des précisions sur ce sujet. La première devrait indiquer à quel moment elle amorcera la réduction de son bilan³, tandis que la seconde indiquera comment elle compte diminuer son programme de rachat d'actifs, ou QE européen⁴. Sur la base des derniers communiqués des deux banques centrales, nous sommes convaincus que la normalisation de la politique monétaire sera très progressive et qu'elle n'entraînera pas de hausse excessive des taux d'intérêt à long terme, même si, soyons réalistes, il faut s'attendre à une certaine augmentation.



Graphique 5 : Les indicateurs avancés suggèrent une poursuite de la croissance²



Graphique 6 : L'inflation sous-jacente se situe dans la zone de confort des banques centrales

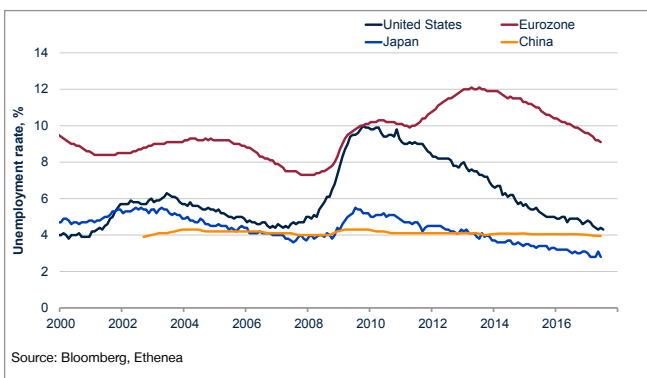
¹ À noter que nous avons *normalisé* les indicateurs anticipés afin de simplifier la comparaison directe d'une part, et d'évaluer les taux de croissance actuels en relation avec leurs données historiques d'autre part.

² Sources : Indicateurs principaux du « Conference Board », organisme d'étude privé (États-Unis), indice du climat des affaires de la Commission européenne (zone euro), *New Composite Index of Business Cycle Indicator (nouvel indice composite de l'indicateur conjoncturel)* de l'Institut de Recherche Economique et Sociale (Japon), indice PMI (Purchasing Managers Index) de la « Federation of Logistics and Purchasing » (fédération chinoise des achats et de la logistique).

³ Concernant ses projets, la Fed a déjà dévoilé les détails de la mise en œuvre. Nous avons abordé ce sujet dans les Perspectives macroéconomiques de l'édition du mois de juillet 2017 (http://www.ethenea.be/pdf/2399_MK-201707-FR-BE.pdf).

⁴ Dans l'édition de juillet 2016 également, nous en avons parlé et montré que compte tenu de la pénurie de Bunds, la BCE serait contrainte de cesser ses achats au plus tard vers Noël 2017 (http://www.ethenea.be/pdf/2399_MK-201607-FR-BE.pdf).

Enfin, le taux de chômage recule dans l'ensemble des pays capitalistes observés. Dans le graphique 7, la courbe orange clair qui représente la Chine communiste est plate, ce qui nous interroge sur sa signification. Au Japon et aux États-Unis, les taux de chômage ont quasiment atteint leurs plus bas niveaux depuis le début du nouveau millénaire, ce qui soulève la question de savoir à quel stade en est le cycle conjoncturel. Nous avons soulevé ce point il y a plusieurs mois et en avons conclu que l'économie américaine se trouvait à un stade avancé de son cycle⁵, mais qu'il était encore trop tôt pour s'en préoccuper. En somme, les données conjoncturelles récentes indiquent que l'économie mondiale a atteint le sweet spot mentionné en introduction et que rien ne suggère pour l'instant un rapide arrêt de ce cycle.. Même si nous nous en réjouissons, cette situation prendra malheureusement fin un jour et nous devons nous y préparer. Nous suivons très attentivement cinq indicateurs. Selon les résultats de notre analyse, la moindre dégradation d'un de ces indicateurs pourrait sensiblement modifier les perspectives conjoncturelles et donc l'environnement d'investissement.



Graphique 7 : Le taux de chômage s'inscrit en baisse

Premièrement, des indicateurs anticipés décevants pourraient remettre en question le stade du cycle conjoncturel. Les États-Unis pourraient ainsi connaître une hausse du chômage et un recul de la consommation, moteur de la reprise. En Europe, cela pourrait rappeler de mauvais souvenirs et notamment faire resurgir la question de la politique budgétaire à mener dans les pays membres surendettés et de l'intervention de la BCE. En Chine, les spéculations sur un atterrissage brutal et un désendettement à grande échelle ébranleraient à nouveau la confiance des investisseurs.

Deuxièmement, le dépassement durable des objectifs fixés par les banques centrales en matière d'inflation des prix à la

consommation contraindrait celles-ci à réagir rapidement et à relever leurs taux plus vite que prévu. Compte tenu de l'ampleur inédite de l'endettement planétaire, les ménages, les entreprises et les États en seraient inévitablement affectés. Autre conséquence : des corrections massives frapperaient automatiquement les marchés des obligations et des actions.

Troisièmement, un déplacement de la courbe des taux vers le haut pour d'autres motifs que l'inflation, par exemple une normalisation trop rapide de la politique monétaire, une baisse de la confiance dans les banques centrales, la forte dévalorisation d'une monnaie, un choc politique (cf. les États-Unis et leur président) ou géopolitique, entraînerait une situation semblable à celle décrite ci-dessus.

Quatrièmement, toute dégradation du cycle de crédit chinois est susceptible de déclencher des répercussions dans l'ensemble du système financier⁶. Les prix de l'immobilier baisseraient, les entreprises très endettées en dehors du secteur financier devraient se désendetter et la monnaie serait mise à mal. Les failles des systèmes bancaires traditionnel et parallèle apparaîtraient alors en plein jour. Bien évidemment, la Chine entraînerait dans sa chute l'économie et les marchés financiers mondiaux.

Enfin, tout nouvel affaiblissement de l'impulsion de crédit, donc du taux de croissance des nouveaux crédits, signerait la fin d'un cycle d'investissement déjà atone. En Europe et aux États-Unis, cette impulsion est déjà en territoire négatif, mais l'investissement résiste bien. Toute nouvelle dégradation précipiterait certainement le début attendu de la prochaine récession, une issue qui n'aurait rien de positif non plus. Mis à part quelques nuages épars, les dernières statistiques conjoncturelles pointent toujours vers des perspectives conjoncturelles favorables. Cette situation est indéniablement un sweet spot, mais les cinq risques mentionnés pourraient y mettre un terme de manière prématurée. Nous suivons quotidiennement les indicateurs sur ces risques.

Auteurs >>

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

⁵ Les lecteurs intéressés se référeront aux Perspectives macroéconomiques de l'édition d'avril 2017 qui traitent en détail du sujet (http://www.ethenea.be/pdf/5023000006_MK-201704-FR-BE.pdf).
⁶ Nous avons abordé ce sujet dans les dernières Perspectives macroéconomiques (août 2017) sur les rhinocéros (http://www.ethenea.be/pdf/2399_MK-201708-FR-BE.pdf).



> 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



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 – Responsable de la recherche chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (absent de 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

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 31/8/2017.