



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

«Toute nation a le gouvernement qu'elle mérite.»¹

Les candidats à la présidence des États-Unis placent les électeurs devant un dilemme : incertitude ou statu quo ? Au bout du compte, chacun récolte ce qu'il a semé, n'est-ce pas ?

Sommaire >>

Édition du 30 septembre 2016

- > «Toute nation a le gouvernement qu'elle mérite.»¹
- > Perspectives macroéconomiques





«**Toute nation a le gouvernement qu'elle mérite.**»¹

Les candidats à la présidence des États-Unis placent les électeurs devant un dilemme : incertitude ou statu quo ? Au bout du compte, chacun récolte ce qu'il a semé, n'est-ce pas ?

La citation du diplomate français Joseph Marie de Maistre à laquelle ce Commentaire de Marché doit son titre est souvent reprise pour commenter les résultats des élections. Même les démocrates les plus convaincus ont le ventre noué face à la montée en puissance des partis populistes et sceptiques à travers l'Europe et aux référendums invraisemblables comme celui sur le Brexit. Plus d'un en vient certainement à se demander si la démocratie est réellement la forme de gouvernement idéale. Winston Churchill l'affirmait déjà en 1947 : « La démocratie est le pire des régimes, à l'exception de tous les autres. »² Malgré tout, nous devons bien vivre avec les résultats (si tant est qu'il y en ait) et donc avec un gouvernement que l'on pourrait parfaitement dénigrer. Comme on l'a vu en Belgique, un pays peut toutefois survivre pas moins de 541 jours sans gouvernement élu, et ce, visiblement sans trop de dégâts. L'Espagne s'apprête à égaler ce triste record mondial, car après deux élections et plus de 285 jours³, aucun espoir de formation de gouvernement ne se profile à l'horizon. Il faudra probablement en arriver à un troisième scrutin.

Mais la principale cause des sueurs froides des observateurs du marché, ce sont les élections présidentielles américaines prévues le 8 novembre 2016. Sans vouloir minimiser l'importance mondiale des pays susmentionnés, l'hégémonie des États-Unis éclipe toutes les autres puissances. Le pays joue non seulement le rôle de gendarme du monde de manière plus ou moins convaincante, mais il s'agit aussi et surtout

d'une puissance économique qui exerce une influence sur les marchés financiers internationaux. Et ce même pays s'apprête à élire un président qui ne pourrait pas être plus impopulaire. Sauf miracle, soit Mme Clinton, soit M. Trump endossera le costume présidentiel le 20 janvier 2017, deux personnalités qui ne sauraient être plus opposées. Les deux candidats partagent un seul et triste point commun : leur impopularité. Selon un sondage mandaté par la chaîne américaine ABC, 56 % des adultes américains sont critiques vis-à-vis d'Hillary Clinton contre 63 % pour Donald Trump.⁴ Le record d'impopularité d'un candidat issu d'un grand parti était jusqu'ici détenu par George H. W. Bush qui, avec 53 % d'opinions défavorables en 1992⁵, a finalement perdu les élections face à Bill Clinton.

Les Américains doivent donc choisir entre le marteau et l'enclume, voire *between a rock and a hard place*⁶.

Malgré toutes les critiques fondées et infondées dont elle fait l'objet, Hillary Clinton est une professionnelle de la politique, qui poursuivrait vraisemblablement la ligne de Barack Obama. Elle est, comme on le dit si joliment, *main stream* et représente donc très certainement une candidate acceptable pour les marchés financiers.

Donald Trump en revanche est tout sauf un vétéran de la politique, il passe plutôt pour un clown qui flatte à grand bruit les instincts les plus bas des électeurs. Ce même Donald

¹ Joseph Marie, comte de Maistre (1753-1821)

² « (...) it has been said that democracy is the worst form of Government except all those other forms that have been tried from time to time. », « (...) il a été dit que la démocratie était le pire des régimes - à l'exception de tous les autres déjà essayés dans le passé ». Discours devant la Chambre des communes britannique, le 11 novembre 1947 ; Source : <http://www.winstonchurchill.org/resources/quotations/the-worst-form-of-government>

³ La première des deux élections espagnoles a eu lieu le 20 décembre 2015. Jusqu'à la fin du mois de septembre, cela correspond à exactement 285 jours.

⁴ <http://www.langerresearch.com/wp-content/uploads/1144-59ClintonTrumpFavorability.pdf>

⁵ <https://www.washingtonpost.com/news/the-fix/wp/2016/03/21/the-last-presidential-candidate-who-was-as-unpopular-as-donald-trump-david-duke/>

⁶ Exemple type de dilemme, source : <https://en.wikipedia.org/wiki/Dilemma>

Trump que personne n'aurait vu accéder à la plus haute marche du pouvoir il y a quelques mois sait à peine comment parler aux électeurs. L'incarnation même du populisme. Mais nous, Européens, devrions nous garder de montrer du doigt les Américains et balayer devant notre porte. L'élection de Donald

» Les Américains doivent donc choisir entre le marteau et l'enclume. «

Trump serait plutôt une mauvaise nouvelle pour les marchés financiers, dans la mesure où il est difficile de prévoir si et dans quelle mesure il voudra et pourra mettre en œuvre ses promesses électorales. Qu'il s'agisse de sa politique fiscale, pudiquement qualifiée de *non conventionnelle*⁷ ou du commerce extérieur⁸, nombre de ces positions sont susceptibles d'influencer profondément le cours de l'économie, même s'il est difficile de prédire de quelle manière. Or les marchés financiers sont très sensibles à l'incertitude et passeraient selon toute vraisemblance en mode *risk-off* en cas de victoire de Donald Trump.

Le débat pourrait se clore ici, si l'auteur n'était pas un incorrigible américanophile. Toutefois, la situation que nous observons actuellement si nous regardons d'un peu plus près est bien éloignée du célèbre cliché de l'ascension sociale à l'américaine permettant de passer *de la misère à la richesse*. Le rêve américain semble s'être évaporé.

Tous les trois ans, la Réserve fédérale américaine réalise une enquête sur la situation financière des consommateurs.⁹ La dernière édition remonte à 2013 (une nouvelle enquête est menée cette année jusqu'en décembre, les résultats sont attendus en début d'année prochaine). La dernière enquête avait toutefois mis au jour certains faits préoccupants, en particulier

la dégradation de la situation des ménages à bas revenus, plus pauvres en 2013 qu'ils ne l'étaient encore en 2010. Fait plus choquant encore, le patrimoine moyen de la population active a fortement diminué depuis 1989.¹⁰ La répartition des richesses aux États-Unis semble de plus en plus injuste.

Les mêmes statistiques de la Réserve fédérale ont également fait l'objet d'excellents articles, notamment au sein de l'Atlantic Magazine. *The Secret Shame of Middle-Class Americans*¹¹ cite

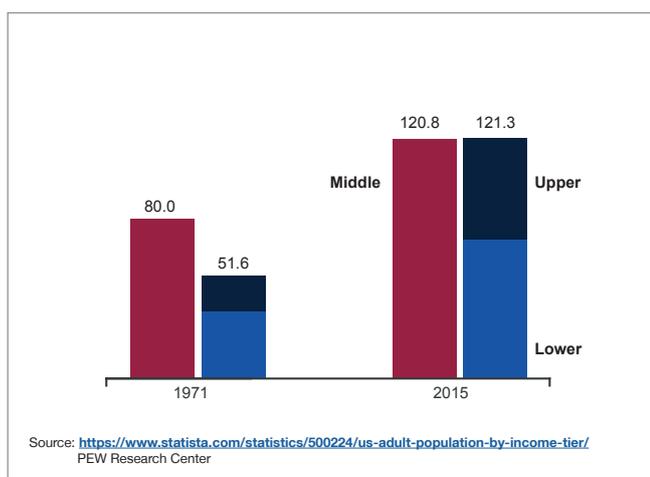
» Près de la moitié des Américains semble vivre au jour le jour. «

un résultat de l'enquête, selon lequel 47 % des ménages américains n'auraient même pas à disposition 400 dollars pour faire face à une urgence. Ils seraient obligés d'emprunter de l'argent ou de vendre des objets.

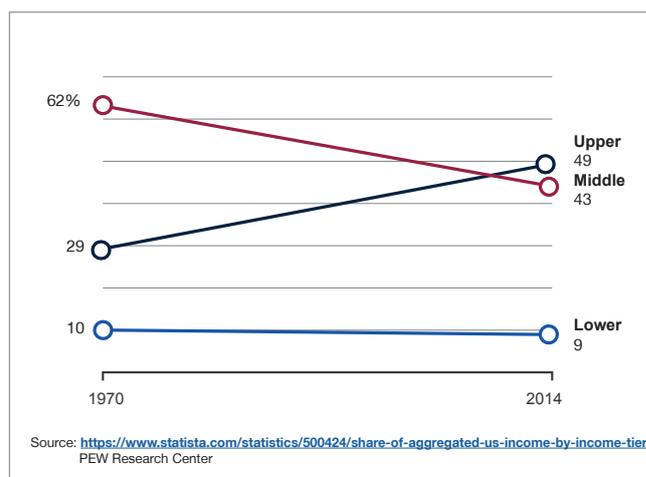
Près de la moitié des Américains semble vivre au jour le jour, loin, très loin de l'*American Dream*.

S'inscrivant en parfait écho de cette enquête, l'étude du Pew Research Center conclut que la classe moyenne américaine perd progressivement de son importance.¹²

Le graphique 1 montre que la classe moyenne représentait la très grande majorité de la population américaine il y a 45 ans. Aujourd'hui, sa taille est équivalente à celle des classes inférieure et supérieure. Si l'on examine également la répartition des revenus dans le graphique 2, il est évident que la classe moyenne ne bénéficie plus que de 43 % des revenus, contre 62 % auparavant, tandis que la classe supérieure en touche désormais presque la moitié.



Graphique 1 : Nombre d'Américains adultes selon la catégorie de revenus (en millions) en 1971 et 2015



Graphique 2 : Part des catégories de revenus respectives dans le revenu total en pourcentage

⁷ <https://www.donaldjtrump.com/policies/tax-plan/>

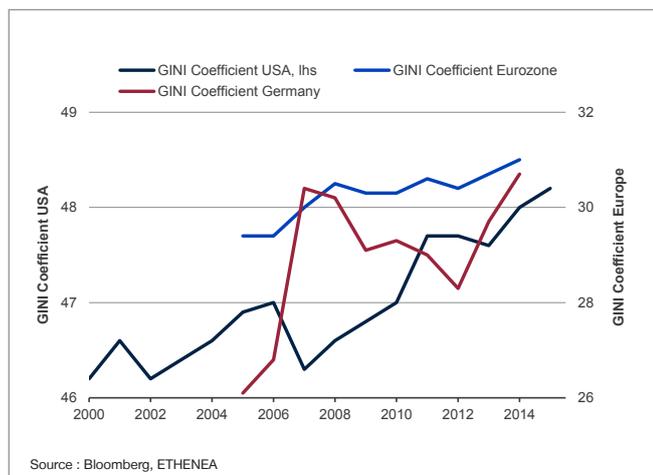
⁸ <https://www.donaldjtrump.com/policies/trade/>

⁹ <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2014/pdf/scf14.pdf>

¹⁰ <http://cepr.net/documents/wealth-scf-2014-10.pdf>

¹¹ <http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2016/05/my-secret-shame/476415/>

¹² <http://www.pewsocialtrends.org/2015/12/09/the-american-middle-class-is-losing-ground/>



Graphique 3 : Coefficient de Gini pour les États-Unis, la zone euro et l'Allemagne

Cette étude et d'autres analyses similaires (pas seulement aux États-Unis) montrent qu'il existe (surtout dans ce pays) une disparité forte et croissante des revenus et des richesses. Le coefficient de Gini¹³ reflète également cette tendance. Le graphique 3 présente le coefficient de Gini pour les États-Unis, la zone euro et l'Allemagne, qui connaissent tous une tendance haussière. L'écart entre riches et pauvres ne cesse de se creuser.

Ce phénomène entraîne quasi automatiquement un renforcement des alternatives populistes au détriment des partis établis qui, avec leur action, ont engendré cette problématique de

répartition des richesses, une évolution indésirable sur le plan de la politique sociale.

Dans le cas qui nous occupe, cela signifie que Donald Trump a de grandes chances de devenir en janvier le 45e président des États-Unis d'Amérique. Un tel résultat serait peut-être tout à fait souhaitable dans l'intérêt de la paix sociale sur le territoire américain, au cas où Donald Trump parviendrait à concrétiser son slogan : *Make America Great Again*. Qui sait. En cas de victoire d'Hillary Clinton, la situation ne changera guère. Les observateurs sont unanimes à ce sujet.

Il semble donc que toute nation ait le gouvernement qu'elle mérite. Peu importe l'issue du scrutin, nous, les Européens, ne devrions toutefois pas trop nous réjouir aux dépens des électeurs américains. 2017 est synonyme d'échéance électorale aux Pays-Bas, en France, en Bulgarie, en République tchèque et en Allemagne. Qui peut prédire quel *Trump* pourrait encore émerger dans ces pays ?

» Qui peut prédire quel *Trump* pourrait encore émerger dans ces pays ? «

Pour nous, ces conclusions impliquent que nos fonds afficheront un risque réduit tout au long des élections américaines. Le mode risk-off signifie moins de risque sur le plan des obligations, tant au niveau du risque émetteur qu'à celui de duration, ainsi que moins de risque sur la partie actions et devises.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

¹³ L'indice de Gini ou coefficient de Gini est un indicateur d'inégalités. Un indice de 0 correspond à une répartition parfaite et un indice de 100 correspond à une inégalité maximale.

Perspectives macroéconomiques >>

Un débat de haute volée sur des variables de faibles niveaux

Rentrant d'une conférence à New York, je prends la liberté d'écrire quelques lignes sur le formidable débat qui a lieu actuellement entre les plus grands économistes. La question est simple, les réponses sont complexes et les conclusions sont diamétralement opposées.

Commençons par la question simple : pourquoi la croissance, l'inflation et la productivité sont-elles aussi faibles ? Si l'on en croit les données économiques, la croissance mondiale devrait atteindre 2,9 % en moyenne cette année et s'inscrit dans une tendance baissière depuis la crise financière mondiale. L'inflation mondiale devrait elle aussi ralentir encore cette année et ressortir à tout juste 2,8 %.¹⁴ Et, même s'il n'existe pas de mesure de la productivité mondiale, celle des États-Unis est atone. Faiblesse de la croissance, de l'inflation et de la productivité : c'est ce que nous désignons sous le terme d'*économie zéro* dans nos précédentes publications et qui constitue la principale source d'inquiétude des universitaires, des dirigeants politiques et des investisseurs.

De leur côté, les réponses sont complexes et les conclusions diamétralement opposées. Avant de nous pencher sur les théories qui s'affrontent, présentons les grands auteurs : Paul Volcker, Larry Summers et Kevin Warsh. Économiste légendaire, Paul Volcker a présidé la Fed de 1979 à 1987 et réussi à maîtriser l'inflation. Larry Summers, professeur à Harvard et, entre autres, ancien économiste en chef de la Banque mondiale, est surtout connu pour avoir remis au goût du jour et dépoussiéré la théorie de la *stagnation séculaire* développée en 1938. Complétant le trio, l'énergique Kevin Warsh est professeur à l'université de Stanford et ancien gouverneur de la Fed ; il a assuré la liaison entre cette dernière et Wall Street lorsque la banque d'investissement Lehman Brothers s'est effondrée. Ces trois grands économistes possèdent de solides connaissances techniques, une expérience tout à fait honorable et une aura importante.

Pourtant, confrontés à la même réalité, ces experts arrivent à des conclusions très différentes et préconisent des traitements différents pour le patient. Et il n'est malheureusement pas rare que la communauté des économistes soit confrontée à ce type de situation, comme en témoigne cette blague qui veut que, lorsque deux économistes débattent, l'on obtienne au moins trois opinions.

Selon Larry Summers, nous sommes confrontés à une *stagnation séculaire*, c'est-à-dire une période de faiblesse de la productivité, de la croissance et de l'inflation qui entraîne une anémie des taux d'intérêt: Les causes de ce marasme généralisé sont multiples. Il existe tout d'abord un excédent d'épargne : l'espérance de vie augmentant, il faut mettre plus d'argent de côté pour assurer ses vieux jours. De plus, l'investissement

» D'après cette thèse, les banques centrales ne doivent pas relever leurs taux, car cela ne ferait qu'aggraver l'anémie de la croissance, de l'inflation et de la productivité. «

fait défaut car les inventions majeures (électricité, automobile, aviation, télécommunications etc.) sont derrière nous et le rendement anticipé des innovations futures devrait être modéré. C'est la raison pour laquelle le crédit n'a pas bondi et l'investissement est resté timide alors qu'un contexte monétaire très accommodant est devenu la norme. Conséquence directe : la productivité est faible, car elle dépend *in fine* de l'innovation. Selon la théorie de la stagnation séculaire, le taux d'équilibre réel, c'est-à-dire le taux d'intérêt réel compatible avec une inflation au niveau cible et une économie au plein emploi, est faible.

Comment sortir du *piège du marasme* ? D'une part, le contexte monétaire doit rester accommodant et les taux d'intérêt aussi bas que possible. D'autre part, les dépenses publiques en infrastructures (routes, ponts, éducation etc.) doivent augmenter pour créer une demande à court terme et stimuler la productivité dans la durée. D'après cette thèse, ni la Fed ni les autres banques centrales ne doivent relever leurs taux, car cela ne ferait qu'aggraver l'anémie de la croissance, de l'inflation et de la productivité. De leur côté, les États doivent utiliser ces taux bas pour financer de vastes projets d'infrastructures par la dette.

Le point de vue de Kevin Warsh est radicalement différent: Au lendemain de la crise financière mondiale, lorsque l'économie frôlait une dépression potentiellement aussi violente que celle des années 1930, abaisser les taux d'intérêt était la bonne réponse car cela a permis de soutenir la consommation et l'investissement. De fait, lorsque les taux sont bas, emprunter ne coûte pas cher, ce qui incite ménages et entreprises à consommer et à investir plus tôt que prévu. Mais cette période est révolue. En effet, si la croissance, l'inflation et la productivité

¹⁴ Source: Bloomberg

sont toujours faibles, elles sont désormais stables et la menace de déflation et de récession s'est éloignée. Dans ce contexte, des taux d'intérêt bas font plus de mal que de bien. Ils incitent les ménages à épargner plus et à consommer moins, car il faut

» Les dirigeants d'entreprises mettraient un terme aux stratégies de rachat d'actions et consacraient une plus grande partie de leur budget à l'investissement. «

mettre plus d'argent de côté aujourd'hui pour obtenir le même montant à l'horizon d'investissement, bien souvent la retraite. En outre, relever les taux pourrait avoir un effet négatif sur les prix des actifs financiers, qui ont été dopés par les politiques de taux bas pendant une période prolongée. Des actifs financiers moins attractifs rendraient les investissements réels plus intéressants. Les dirigeants d'entreprises mettraient un terme aux stratégies de rachat d'actions et consacraient une plus grande partie de leur budget à l'investissement.

En ce qui concerne la productivité, l'heure ne doit pas être à l'inquiétude, selon Kevin Warsh. Prenons l'exemple des voitures et camions autonomes. Cela ne fait aucun doute : un jour, les camions se conduiront tout seuls, avec à la clé des licenciements massifs dans ce secteur d'activité et des conséquences sociales dramatiques, mais aussi une forte hausse de la productivité. Pour l'heure, aucun conducteur de poids lourds n'a perdu son emploi puisque la technologie n'est pas encore prête, quand bien même des légions d'ingénieurs travaillent sur ce projet. Ainsi, les salariés (conducteurs et ingénieurs) sont très nombreux alors que le volume de biens transportés n'a pas augmenté. En d'autres termes, la productivité a baissé. Cette faiblesse de la productivité n'est que temporaire.

Paul Volcker avance des arguments encore différents: Les banques centrales à travers le monde ont adopté des comportements *asymétriques*. Alors qu'elles avaient été promptes à abaisser les taux d'intérêt, elles les relèvent de manière très progressive (si tant est qu'elles le fassent). Il est essentiel de restaurer la symétrie, c'est-à-dire de détendre et de resserrer les

» Il est essentiel de restaurer la symétrie. «

conditions monétaires de la même manière. En effet, l'asymétrie mine la crédibilité des banques centrales et privilégie les marchés financiers à l'économie. Relever les taux aurait un impact négatif sur les actifs financiers, mais renforcerait la confiance vis-à-vis du système. Une telle décision prouverait que la Fed ne dépend pas des caprices du S&P 500, mais bien de l'évolution du marché du travail et de l'inflation, base de son double mandat. Elle se préparerait également à la prochaine récession, car il faut augmenter les taux aujourd'hui pour pouvoir les réduire demain. En outre, la relance monétaire produit

des effets de plus en plus ténus. La dernière vague de baisses de taux et de programmes d'achat d'actifs n'est pas réellement parvenue à relancer les économies. Notons que, selon Paul Volcker, l'économie américaine « se porte bien ». Le chômage se situe à son niveau d'équilibre et l'inflation sous-jacente frôle l'objectif de 2 %. Pourquoi donc les banques centrales devraient-elles se montrer encore plus accommodantes ? Enfin, un contexte de taux bas pendant une période prolongée entraîne une création excessive de crédit, qui se traduit *in fine* par une grande instabilité du système financier. La Fed doit relever ses taux progressivement pour éviter cette situation.

L'économie est une discipline récente et, si certaines règles semblent s'appliquer de manière régulière, il n'existe aucune théorie générale permettant d'expliquer comment et pourquoi une économie enchaîne récession, stagnation séculaire, rebond et boom. Le fait que certains des plus grands esprits de notre époque ne parviennent pas à trouver une méthode commune pour relancer la croissance, l'inflation et la productivité n'a rien de rassurant.

Nous avons beaucoup de sympathie pour Paul Volcker et Kevin Warsh, mais nous nous demandons ce que la présidente actuelle de la Fed pense de ces trois théories. De ce que nous en savons, ce débat n'est pas au centre du processus de décision de la banque centrale américaine. Le comité de politique monétaire (FOMC) de décembre devrait toutefois être l'occasion pour la Fed de relever ses taux. En septembre, un nombre inhabituellement élevé de gouverneurs (Esther George, Loretta Mester et Eric Rosengren) avaient voté contre Janet Yellen et en faveur d'une hausse des taux. Pour une institution qui présente l'unité comme une force et s'était engagée en début d'année à relever les taux à plusieurs reprises en 2016, il serait logique de durcir le ton, ne serait-ce que pour ne pas perdre la face.

L'actualité économique des mois à venir devrait selon nous ressembler à celle des mois passés. Le contexte d'*économie zéro* dans lequel nous évoluons n'a pas changé. Et même si la Fed relève ses taux, les autres grandes banques centrales devraient rester accommodantes. Les derniers rapports sur la croissance et l'inflation sont moroses et ne montrent aucun signe de reprise. Dans ce contexte atone et stable, les rendements de long terme devraient rester faibles et les actions devraient gagner un peu de terrain.

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 30/09/2016.