



ETHENEA
managing the Ethna Funds

N° 11 · Novembre 2016

COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Trump : de la théorie à la pratique.

Donald Trump devient le 45ème Président des États-Unis d'Amérique. Nous ne sommes pas surpris, mais déçus. Mais que reste-t-il une fois le choc initial surmonté ?

Sommaire >>

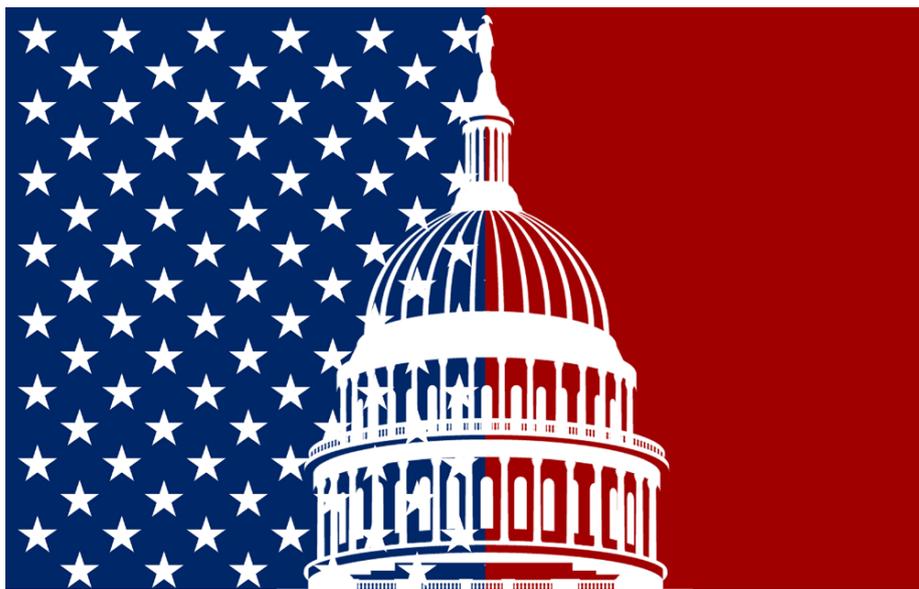
Édition du 9 novembre 2016

>> [Trump : de la théorie
à la pratique.](#)

>> [Perspectives
macroéconomiques](#)



info@ethenea.be | ethenea.be



Trump : de la théorie à la pratique.

Donald Trump devient le 45ème Président des États-Unis d'Amérique. Nous ne sommes pas déçus, mais surpris. Mais que reste-t-il une fois le choc initial surmonté ?

Nous aussi, nous aurions préféré composer avec une Présidente Clinton, malgré ses défauts, car elle nous aurait permis de rester dans notre zone de confort. Selon toute vraisemblance, la politique actuelle serait restée peu ou prou la même et les marchés financiers n'en auraient donc guère été affectés. Mais comme l'a si bien déclaré un jour le ministre allemand des Finances Peer Steinbrück : « Avec des si... ». Comment nous l'avions malheureusement anticipé dans notre dernier Commentaire de Marché, Donald Trump a été élu précisément pour les raisons pour lesquelles Hillary Clinton avait apparemment pris fait et cause. Au cours de sa campagne populiste, il a prôné le changement, l'ouverture d'une voie nouvelle, loin des terrains battus, tout comme Ronald Reagan qui, en 1980, avait remporté les élections haut la main, devenant le 40ème Président. Dans son programme, celui-ci voulait supprimer les Nations Unies, mais il n'est manifestement pas parvenu à ses fins. Le même sort pourrait attendre le Président Trump, qui a clamé haut et fort le démantèlement des accords commerciaux pendant toute sa campagne, affiché ses affinités avec le Ku-Klux-Klan, le suprémacisme blanc¹ et Breitbart News, mais qui, dès son discours d'investiture, a sensiblement adouci ses propos, évoquant la collaboration des nations, et se présentant comme le Président de tous les Américains.

Après la théorie, passons maintenant à la pratique.

Donald Trump est l'archétype de l'homme politique populiste², un courant actuellement très en vogue dans de nombreux pays. Il a su être à l'écoute des gens et bien qu'il soit milliardaire, leur donner le sentiment d'être Monsieur Tout-le-Monde et de partager leurs préoccupations. Et comme nous l'avions déjà évoqué dans notre dernier Commentaire de Marché, la

» Donald Trump est l'archétype de l'homme politique populiste, un courant actuellement très en vogue dans de nombreux pays. «

victoire de Monsieur Trump risque bien de porter au pouvoir les courants populistes déjà puissants lors des prochaines élections en Europe. Nous ne serions pas non plus surpris si le parti d'extrême-droite Alternative pour l'Allemagne (AfD) devenait la deuxième force politique du pays derrière l'Union chrétienne-démocrate (CDU) lors des prochaines élections au Bundestag. La classe politique s'est manifestement trop éloignée des besoins des électeurs pour pouvoir défendre leurs intérêts de manière crédible. C'est effectivement le fondement de toute démocratie représentative. Mais assez parlé de cela.

Les marchés financiers, sur lesquels nous devons nous concentrer, ont dans un premier temps vivement réagi à la victoire de

¹ Le suprémacisme blanc (en anglais *White Supremacy*) est une idéologie raciste, fondée sur l'idée de la supériorité des hommes blancs par rapport aux autres humains. Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Supr%C3%A9macisme_blanc

² Le populisme désigne un type de discours et de courants politiques qui fait appel aux intérêts du « peuple » et prône à son recours, tout particulièrement en opposant ses intérêts avec ceux de « l'élite », qu'il prend pour cible de ses critiques, s'incarnant dans une figure charismatique et soutenu par un parti acquis à ce corpus idéologique. Source : [https://fr.wikipedia.org/wiki/Populisme_\(politique\)](https://fr.wikipedia.org/wiki/Populisme_(politique))

Donald Trump. Les marchés actions se sont effondrés, le dollar a plongé tandis que les emprunts d'État américains grimpaient en flèche. Après le discours de victoire de Donald Trump, l'opinion s'est inversée quand les investisseurs ont compris que les investissements dans les infrastructures maintes fois évoquées pourraient bien bénéficier aux entreprises et que les baisses d'impôts, si tant est qu'il y en ait, auraient également un impact positif sur les bénéfices des entreprises. Une politique budgétaire expansionniste peut effectivement donner un coup de pouce à la croissance. Toutefois, il est peu vraisemblable qu'aujourd'hui, les Républicains, majoritaires dans les deux Chambres, soutiennent cette politique alors qu'ils sont traditionnellement opposés aux dépenses publiques financées par la dette. Ce serait plutôt le type de mesures prônées par Bernie Sanders. Nous restons donc sur nos gardes.

Difficile à l'heure actuelle d'estimer dans quelle mesure le résultat des élections pourrait influencer la décision

de la Réserve fédérale américaine. Nous supposons que sa politique monétaire continuera de refléter les données économiques. Par conséquent, tout laisse à penser que le prochain relèvement des taux directeurs de la Fed aura lieu en décembre.

» Nous anticipons une correction de la correction des marchés actions. «

Dès que les premières réactions émotionnelles se seront quelque peu dissipées, les marchés devraient revenir à leurs niveaux habituels. Ainsi, nous anticipons une correction de la correction des marchés actions, et donc un retour des taux américains à 10 ans en-dessous de 1,85 % et de la parité euro/dollar sous la barre de 1,1100.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

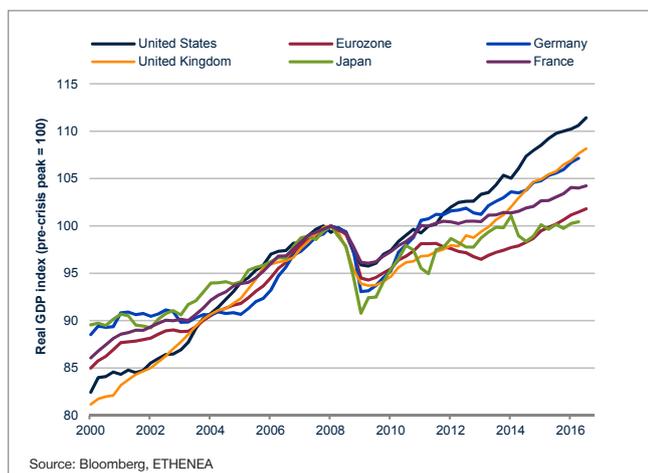
L'état de l'Union

Félicitations, Monsieur le Président ! Au terme d'une campagne interminable qui a englouti des milliards de dollars et a été marquée par de nombreux coups bas, vous venez d'être élu 45ème Président des États-Unis d'Amérique et commandant en chef. C'est un jour historique. Vous êtes le Président le plus controversé jamais élu, à tel point que de nombreux membres de votre propre parti vous ont retiré leur soutien. Le 9 novembre 2016, votre nom a été révélé au monde entier. Il y a très exactement 27 ans, ce fut également un jour historique : celui de la chute du mur de Berlin. Paradoxalement, vous prévoyez d'en construire un nouveau. À vrai dire, on ne voit pas bien sur quel programme vous avez été élu. Vous avez dit

» À vrai dire, on ne voit pas bien sur quel programme vous avez été élu. «

beaucoup de choses sur des sujets tels que la réforme fiscale ou l'immigration. Les paroles ne coûtent pas cher et les promesses électorales sont... des promesses électorales.

Près de dix ans après la crise des subprimes et après huit années de présidence Obama, nous procéderons tout d'abord à un examen objectif de l'état de l'Union avant de nous intéresser aux défis à venir. Les variables macroéconomiques en brossent un tableau séduisant : la croissance est robuste, l'économie est en situation de plein-emploi et l'inflation est inexistante.



Graphique 1 : PIB

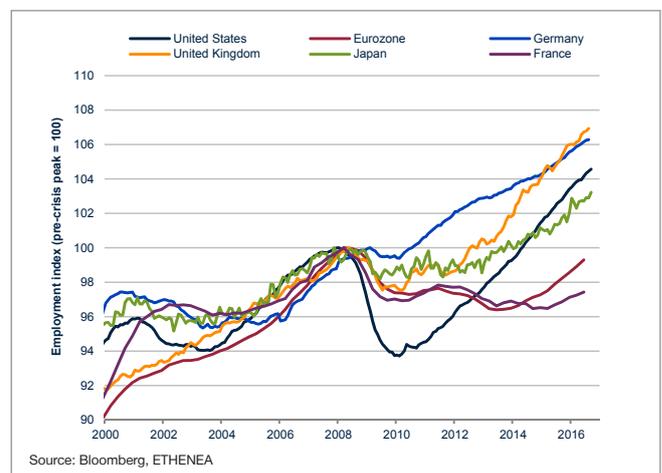
Mesurée en termes de PIB, l'économie américaine a enregistré une croissance de plus de 11 % par rapport à son pic d'avant-crise (graphique 1). L'Allemagne et le Royaume-Uni, deux économies qui ont dépassé leur pic de croissance précédent d'environ 8 %, affichent quant à elles une performance

» Les variables macroéconomiques brossent un tableau séduisant de l'état du l'Union. «

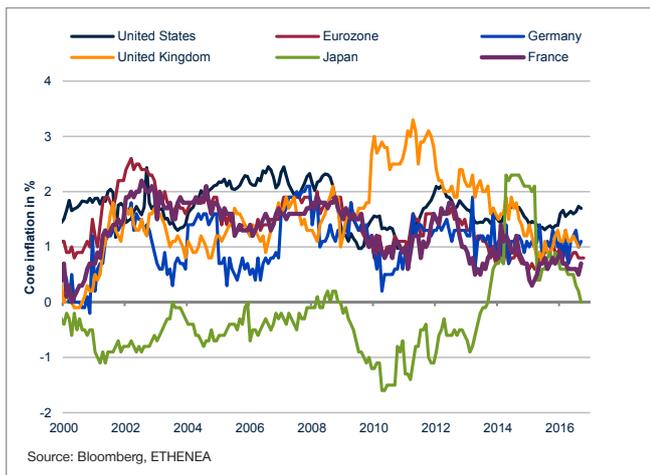
nettement plus modeste si l'on se souvient que la crise des subprimes avait comme épiscote les États-Unis et que la livre sterling et l'euro se sont respectivement dépréciés d'environ 40 % et 30 % par rapport au dollar.

La situation sur le marché de l'emploi est également enviable. Dans le sillage de la crise des subprimes, les entreprises américaines ont licencié l'équivalent de 6 % de la main-d'œuvre, un pourcentage deux fois plus élevé que dans n'importe quel autre pays (graphique 2). Elles ont ensuite créé des emplois à un rythme inégalé et le taux de chômage a chuté à un niveau reflétant le plein-emploi.

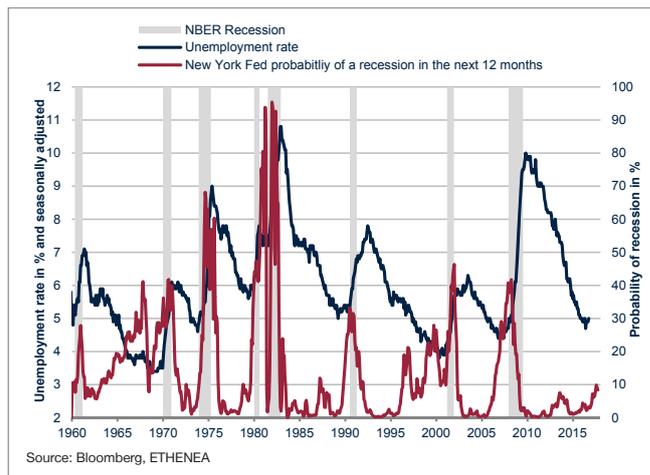
En outre, l'inflation est restée très sage. Contrairement à d'autres économies, l'inflation sous-jacente – c'est-à-dire l'évolution du prix d'un panier de biens de consommation hors énergie et produits alimentaires – est solidement ancrée à un niveau supérieur ou égal à 1 %, y compris pendant les jours les plus sombres de la crise financière mondiale (graphique 3).



Graphique 2 : Emploi



Graphique 3 : Inflation sous-jacente



Graphique 4 : Cycle économique

À l'aune de ces trois paramètres couramment utilisés, les États-Unis sont un pays où il fait bon vivre. Que ce soit le fruit des choix de Barack Obama, Ben Bernanke ou Monsieur Tout-le-Monde ou de la chance ou de l'ensemble de ces facteurs n'est pas le sujet de cette publication. Nous observons simplement que l'économie américaine a une nouvelle fois surpris par sa capacité à rebondir après une crise et nous nous réjouissons de cette bonne santé.

Monsieur le Président, vous héritez d'une économie en bonne santé à en juger par les paramètres de base présentés ci-dessus. Vous devrez néanmoins relever quelques défis.

Premièrement, l'économie américaine s'approche de la fin d'un cycle conjoncturel, comme nous le soutenons depuis un moment. Le taux de chômage s'est stabilisé à environ 5 % et nous ne serions pas surpris si, à la fin de votre mandat, il ressort à un niveau plus élevé. Le taux de chômage se stabilise rarement pendant longtemps et, lorsque tel est le cas, cela suggère souvent que l'économie est à son apogée, comme le montre le graphique 4, dans lequel les récessions sont indiquées en gris clair. Selon la Fed de New York, la probabilité d'une récession dans les douze prochains mois est de 8,4 %, un chiffre bas mais en hausse.

Deuxièmement, la Fed n'a relevé ses taux d'intérêt qu'à une seule reprise au cours du cycle actuel. D'après notre scénario, un second relèvement interviendra en décembre. Si elle relève ses taux d'un quart de point par an, la Fed n'aura pas reconstitué ses munitions en vue de la prochaine récession avant 2030. Dans ces conditions, comment réagir à la prochaine récession, fût-elle limitée ? Voilà une question troublante. De ce point de vue, l'assouplissement quantitatif pourrait bien constituer la mesure de politique monétaire la plus évidente, même si sa capacité à relancer un cycle est actuellement sujette à caution.

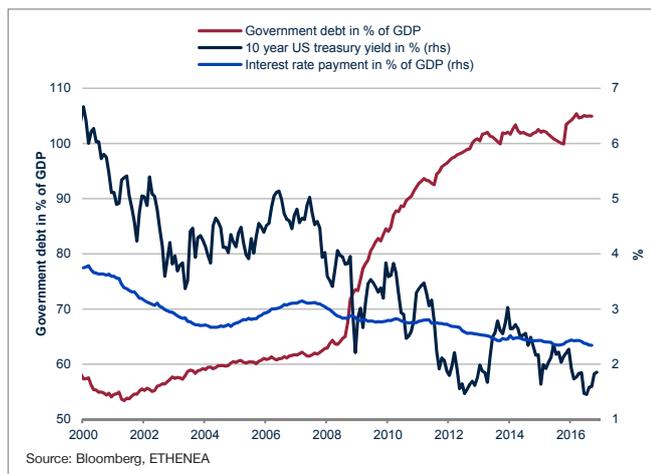
Troisièmement, lors de vos cent premiers jours à la Maison Blanche, vous serez très occupé à mettre en œuvre certaines des réformes mentionnées lors de votre campagne. La réforme fiscale est l'une de celles sur lesquelles vous avez beaucoup insisté. Néanmoins, le Président ne peut pas modifier à lui seul le code des impôts des États-Unis : seul le Congrès peut légiférer en la matière. Cela prendra donc du temps. De plus, en mars 2017, la crise du plafond de la dette resurgira – comme c'est le cas tous les deux ans – et vous accompagnera toute l'année.

» Comment réagir à la prochaine récession, fût-elle limitée ? Voilà une question troublante. «

Encore une fois, le Congrès devra choisir ce qu'il convient de faire de ce plafond : le relever, le suspendre ou s'en débarrasser. Par conséquent, la manière dont vous financerez vos projets deviendra probablement un vrai problème.

Compte tenu des trois points évoqués ci-dessus, votre premier mandat s'annonce déjà éprouvant car il brouille les frontières entre les politiques monétaire et budgétaire, dont l'interdépendance s'est accentuée. En cas de récession, l'impact de la politique monétaire sera probablement limité et la dépendance à l'égard de la politique budgétaire augmentera. C'est cependant en cas de réalisation du scénario le plus anodin (absence de récession, remontée graduelle de l'inflation et poursuite de la normalisation de la politique monétaire) que les tensions entre la politique monétaire et la politique budgétaire seraient les plus aiguës.

Avant la crise des subprimes, le gouvernement américain pouvait emprunter à environ 4 % par an, comme le montre le rendement des bons du Trésor à 10 ans représenté en bleu



Graphique 5 : Dette publique

foncé dans le graphique 5. Lorsque le ratio dette publique/PIB n'était que de 60 % du PIB (ligne rouge), la charge d'intérêts représentait environ 3 % du PIB (ligne bleu clair). Fin 2016, les intérêts versés par l'État ne représentaient plus que 2,3 % du PIB malgré une dette publique qui a augmenté de plus de

» Comment enrayer la perte de confiance à l'égard des institutions, exprimée par le vote anti-élites, est une question essentielle. «

10'000 milliards d'USD³ pour représenter 105 % du PIB. Dans un scénario qui verrait les taux retrouver leur niveau d'avant-crise, le paiement d'intérêt sur la dette publique atteindrait 4,7 % du PIB par an, selon notre calcul sommaire. Le code des impôts doit indiscutablement être réformé, mais pas de la manière dont vous l'avez promis. En outre, les tensions entre le Département du Trésor à Washington et la Réserve fédérale

s'accroîtront. Comment enrayer la perte de confiance à l'égard des institutions⁴, exprimée par le vote anti-élites, et garantir l'indépendance de la Fed ? Il s'agit là de questions essentielles.

Outre les quelques questions économiques mentionnées, il faudra relever de nombreux défis sociaux, politiques et géopolitiques. Les sujets relatifs à la mondialisation par exemple : vous pouvez avoir une influence significative sur les accords commerciaux tels que l'ALÉNA⁵, le PTP⁶ et même l'appartenance à l'OMC. L'immigration et la hausse des inégalités, deux questions sociales et politiques liées à la mondialisation et exacerbées par les réponses politiques données à la crise financière mondiale, sont également des sujets brûlants. En tant que commandant en chef d'une superpuissance, votre rôle de gendarme du monde reste d'actualité. Quelle doit être la position des États-Unis, et par extension celle du monde occidental et de son idéologie, au sujet de la Russie, du Moyen-Orient et de la Chine, 27 ans après leur victoire écrasante face au communisme ? Voilà des questions qui nous tiendront en haleine dans les années à venir.

Cher Monsieur le Président, que Dieu vous bénisse, ainsi que les États-Unis d'Amérique.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

³ 10'000 milliards, soit 10'000'000'000'000 est un nombre dont l'ampleur est difficile à appréhender : imaginez plutôt que le gouvernement ait emprunté les 10'000 milliards supplémentaires en billets de 100 dollars ; le tas de billets correspondant ferait 10'922 km et la dette totale des États-Unis, qui s'élève actuellement à 19'600 milliards d'USD, correspondrait à un tas de 21'378 km de haut, bien au-delà de toute mesure stratosphérique.

⁴ Source : <http://www.gallup.com/poll/1597/confidence-institutions.aspx>

⁵ L'accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA, en anglais NAFTA), est un traité qui institue une zone de libre-échange entre les États-Unis, le Canada et le Mexique. Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Accord_de_libre-%C3%A9change_nord-am%C3%A9ricain

⁶ Le Partenariat Trans-Pacifique (PTP, en anglais TPP), est un traité multilatéral de libre-échange qui vise à intégrer les économies des régions Asie-Pacifique et Amérique. Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Accord_de_partenariat_transpacifique



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 & Marco Ricciardulli (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 09/11/2016.