



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



L'écran de fumée de Trump brouille les pistes

Aux États-Unis, la situation politique de tous les superlatifs fait la joie des humoristes, mais reste au conditionnel. Face à la logorrhée présidentielle, les marchés financiers ne savent plus à quel saint se vouer. Quelle direction vont-ils emprunter?



Sommaire >>

Edition du 30 avril 2017

>> [L'écran de fumée de Trump brouille les pistes](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)



L'écran de fumée de Trump brouille les pistes

Aux États-Unis, la situation politique de tous les superlatifs fait la joie des humoristes, mais reste au conditionnel. Face à la logorrhée présidentielle, les marchés financiers ne savent plus à quel saint se vouer. Quelle direction vont-ils emprunter?

Quel est le point commun entre le duo Cheech/Chong¹ et Donald Trump ? Un écran de fumée. Alors que pour les deux premiers, cette image fait référence à une série américaine des années 70 mettant en scène le duo d'acteurs Cheech Martin et Tommy Chong dans les rôles principaux, elle s'applique, concernant Donald Trump, à l'avalanche de promesses de campagne qui n'ont pas débouché sur grand-chose de concret au terme des 100 premiers jours de son mandat.

Ceci mis à part, le potentiel de divertissement du 45ème Président des États-Unis constitue une source d'inspiration inépuisable pour les humoristes et autres comiques de tout poil. Dernier exemple en date : le porte-avions et les forces américaines envoyés pour soi-disant menacer la Corée du Nord ont été finalement aperçus quelques jours plus tard au large des côtes australiennes. L'explosion en plein vol de la roquette envoyée par Kim Jong-un en guise de représailles pourrait encore rehausser le ridicule de la situation à condition d'avoir un penchant pour les histoires macabres. Dans tous les cas, ces faits à peine imaginables sont pourtant bien réels.

Ils sont aussi réels que les marchés financiers dont les participants doivent traiter ces informations parfois surréalistes : qu'il

s'agisse de la réforme de la santé annoncée par Donald Trump mais impossible à mettre en œuvre alors que les Républicains détiennent la majorité dans les deux chambres du Congrès. Ou encore la réforme fiscale tout juste dévoilée en grande pompe, qui ne semble pas contenir grand-chose de concret, notamment sur son financement. Le marché doit donc en prendre son parti et réévaluer les instruments, même si les propositions ont peu de chances d'aboutir.

La toute dernière lubie du Président américain, la séparation des activités des banques d'investissement et des banques commerciales, autrement dit la réactivation de la loi Glass-Steagall suspendue depuis 1999, ne va certainement pas enchanter Wall Street. De même, la proposition d'augmenter la taxe sur les carburants afin de financer les projets d'infrastructure à

» En définitive, tous les scénarios sont possibles et exercent une influence sur les prix des produits financiers. «

concurrence d'un milliard de dollars, pourrait ne pas rencontrer beaucoup de succès auprès de ses électeurs et amis politiques.

¹ Duo d'acteurs comiques composé de Cheech Martin et de Tommy Chong qui a été à l'affiche d'une série dans les années 70 et 80. Le duo a joué dans le film Faut trouver le joint (Up in smoke) sorti en 1978. Source : traduction française de https://en.wikipedia.org/wiki/Cheech_%26_Chong

En particulier, les électeurs de Donald Trump, issus pour la très grande majorité de milieux sociaux défavorisés et des régions rurales, ne devraient guère se réjouir car ils supporteraient la plus grande partie du coût de la mesure.

Toutefois, les marchés n'ont guère d'autre choix que de faire avec car en définitive, tous les scénarios sont possibles et exercent une

» Actuellement, nous savons avec certitude que l'économie américaine vacille. «

influence sur les prix des produits financiers. Ainsi, l'augmentation de la taxe sur les carburants aurait un impact inflationniste, même si elle n'aurait tout d'abord qu'un effet de base exceptionnel sur les prix. Ensuite, un coup de pouce à l'investissement par le biais des projets d'infrastructure pourrait également se traduire par une recrudescence de la Trumpflation.

Mais pour l'heure, il ne s'agit là que d'hypothèses. Actuellement, nous savons avec certitude que l'économie américaine vacille. Avec une variation de seulement 0,175 % par rapport au trimestre précédent, la croissance au premier trimestre peut être qualifiée de *morose* dans le meilleur des cas. Le chiffre publié de 0,7 % fait référence au taux de croissance annualisé, une précision bien souvent laissée de côté. À titre de comparaison, la croissance attendue par les économistes pour la zone euro au premier trimestre s'élève à 0,4 %, soit presque deux fois plus. La faiblesse de la croissance américaine tient aux composantes

» Il faut donc impérativement tenir compte de la possibilité de nous retrouver dans une situation dans laquelle la Réserve fédérale américaine relèverait ses taux sur fond de croissance économique faible, voire en recul. «

en berne de la consommation. Ainsi, les stocks, qui ont été fréquemment revus dans le passé, le plus souvent à la baisse, ont fortement augmenté.

Il faut donc impérativement tenir compte de la possibilité de nous retrouver dans une situation dans laquelle la Réserve fédérale américaine relèverait ses taux sur fond de croissance économique faible, voire en recul. Ce n'est qu'une hypothèse parmi d'autres, mais dont la probabilité est aussi élevée que nombre des projets de Donald Trump. Naturellement, ce scénario se traduirait par une forte pression sur les rendements américains alors que l'aboutissement des initiatives de Donald Trump produirait l'exact contraire sur leur évolution.

En Europe, le risque politique qui avait fait baisser l'attrait des placements européens pour les investisseurs étrangers diminue.

Au moment de la rédaction de ce commentaire, l'élection d'Emmanuel Macron à la présidence de la République française semble acquise tandis qu'en Allemagne, les querelles internes pourraient faire sombrer l'AfD dans l'oubli à l'instar du parti des Pirates. La diminution du risque politique renforce la vigueur de la reprise économique de la zone euro qu'Yves Longchamp, Head of Research, examinera plus en détail dans les pages suivantes.

De notre point de vue, les marchés ne sont pas loin de procéder à des ajustements significatifs : l'écart de rendement entre les Bunds allemands et les bons du Trésor américain est beaucoup trop large et devrait se resserrer. Les marchés boursiers européens devraient au moins rattraper une partie de leur retard de valorisation sur les marchés américains. L'euro pourrait se raffermir face aux autres monnaies. Il est peut-être encore un peu trop tôt pour se positionner clairement dans ces directions, mais cela ne devrait pas tarder.

Pour cette raison, il nous semble toujours opportun de procéder avec prudence et modération. D'ici là, nous nous efforcerons de continuer à interpréter les signaux de fumée du monde politique, des banques centrales et des économistes et d'agir en toute sécurité malgré l'écran de fumée qui brouille les pistes.

Eu égard aux tentatives erratiques de Donald Trump de mener sa politique, nous maintenons notre confiance dans la stabilité du système démocratique américain caractérisé par la doctrine des *checks and balances* (contrôles et contrepoids, autrement dit la balance des pouvoirs).

De même, les médias semblent avoir fait la paix avec le Président des *fake news* et de la réalité alternative, présentant désormais la situation sous un angle plus satirique. Peut-être est-ce encore le meilleur moyen d'avancer dans un contexte aussi incertain.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

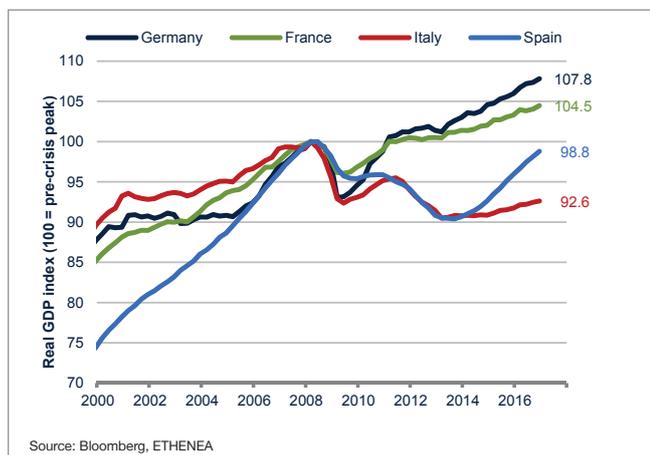
Gros plan sur l'économie de la zone euro

La plupart des incertitudes politiques se sont dissipées, les 100 premiers jours de l'administration Trump, l'activation officielle du processus du Brexit, les élections aux Pays-Bas et le premier tour de l'élection présidentielle en France étant derrière nous. Nous nous penchons ci-après au chevet de l'état de santé actuel de l'économie de la zone euro. Que disent les chiffres sur les fondamentaux et le cycle économique ? La zone euro est-elle aussi fragile qu'avant ou au contraire des progrès ont-ils été enregistrés ? Les perspectives de croissance et d'inflation sont-elles positives ? Quelles en sont les conséquences sur l'évolution de la politique monétaire ?

Selon Eurostat, sur les 19 pays membres de la zone euro, quatre représentent à eux seuls près de 75 % du PIB, de la main d'œuvre et de la dette publique de la zone euro. Intéressons-nous de plus près à ces *Big Four* ou *club des quatre*. Ils incarnent le cœur de l'économie du Vieux Continent. Composé de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et de l'Espagne, le club des quatre compte pour respectivement environ 30 %, 20 %, 15 % et 10 % dans le PIB de l'union monétaire.

Les fondamentaux

L'Allemagne et la France se sont pleinement remises de la crise financière mondiale et de la crise de la zone euro, comme l'illustre le graphique 1. Le PIB actuel de ces deux pays est supérieur à ce qu'il était il y a dix ans. Par comparaison avec l'Italie, dont le PIB peine à se remettre des deux crises, l'Espagne connaît une forte croissance et devrait renouer avec son niveau d'avant-crise cette année.

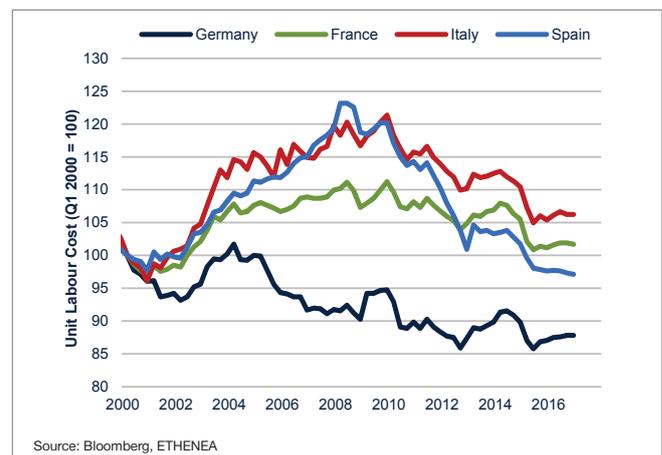


Graphique 1 : Le PIB est partout en hausse, mais à des rythmes différents*

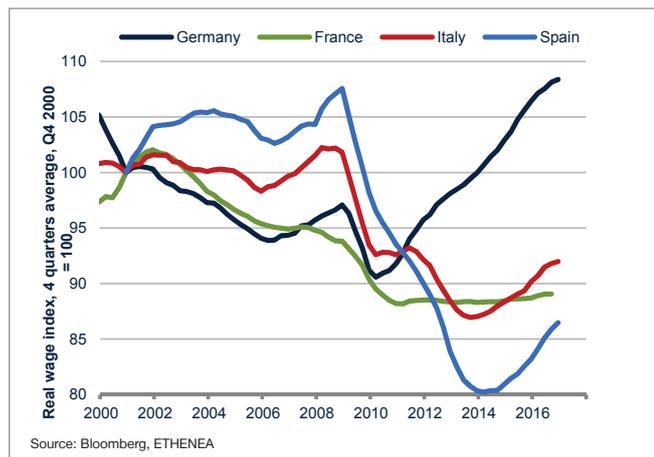
Les trajectoires de croissance suivies par le club des quatre dans le sillage des deux crises reflètent des écarts de compétitivité. Les coûts salariaux unitaires (CSU) mesurent la compétitivité en combinant productivité et coût du travail. La hausse des CSU signifie que les salaires augmentent plus rapidement que la productivité et, ce faisant, que la compétitivité se dégrade. Inversement, la baisse des CSU indique une amélioration de la compétitivité.

Entre 2000 et la crise financière mondiale de 2008, les trajectoires de compétitivité des pays membres de la zone euro ont considérablement divergé et n'ont que partiellement convergé depuis lors (Graphique 2). Au cours de cette période, la compétitivité a augmenté de 10 % en Allemagne, alors qu'elle s'est dégradée de 10 % en France et de 20 % en Italie et en Espagne. En pleine crise financière mondiale, l'écart de compétitivité entre l'Allemagne et ces deux pays périphériques s'établissait à 30 points de pourcentage (pp), mettant crûment en lumière l'hétérogénéité fondamentale et non durable inhérente à l'union monétaire. Ce déséquilibre est l'une des raisons de la crise de l'euro et de la fragmentation du marché des emprunts d'État.

Selon les dernières données, la compétitivité est devenue plus homogène : la différence entre l'Italie et l'Allemagne s'établit actuellement à 20 pp et n'est plus que de 8 pp entre l'Espagne et l'Allemagne. L'évolution de l'Italie est à la fois encourageante et préoccupante dans la mesure où, si elle confirme bel et bien une convergence au sein de la zone euro, cette dernière est toutefois lente. Si ce rythme se maintient, l'écart de compétitivité entre l'Italie et l'Allemagne sera en 2037 le même qu'en 2000. Donc, retour à la case départ.



Graphique 2 : La compétitivité converge, mais des différences persistent



Graphique 3 : Les salaires réels sont en hausse

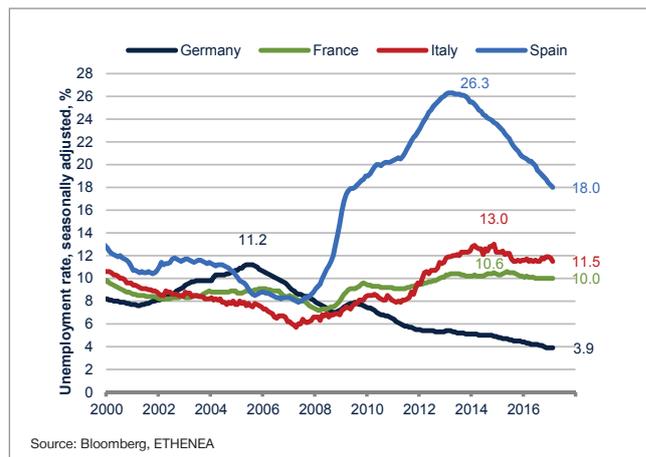
La compétitivité de la France n’a guère évolué sur l’ensemble de la période et le pays se trouve aujourd’hui dans une situation moins favorable qu’au début des années 2000 en se classant actuellement derrière l’Espagne. En revanche, l’Allemagne a connu une évolution bien différente. Après s’être améliorée pendant la première décennie du nouveau millénaire, sa compétitivité s’est ensuite stabilisée.

» L’évolution de l’Italie est à la fois encourageante et préoccupante dans la mesure où, si elle confirme bel et bien une convergence au sein de la zone euro, cette dernière est toutefois lente. «

Depuis 2010, les salaires réels ont sensiblement augmenté en Allemagne, ce qui signifie que les gains de productivité passés sont finalement redistribués aux salariés (Graphique 3). En France, les salaires réels sont restés stables depuis la crise de l’euro, tandis qu’ils ont augmenté en Italie et en Espagne ces dernières années après avoir considérablement baissé entre 2010 et 2014. Cette évolution explique notamment le rebond de la consommation et la reprise de la croissance.

» En France, les salaires réels sont restés stables depuis la crise de l’euro, tandis qu’ils ont augmenté en Italie et en Espagne ces dernières années après avoir considérablement baissé entre 2010 et 2014. «

Les taux de chômage donnent une image cohérente avec les indicateurs présentés ci-dessus (Graphique 4). En Allemagne, le chômage est au plus bas, ce qui ne laisse au pays guère de nouvelle marge d’amélioration. En revanche, l’ensemble des autres pays ont encore clairement des progrès à faire en la



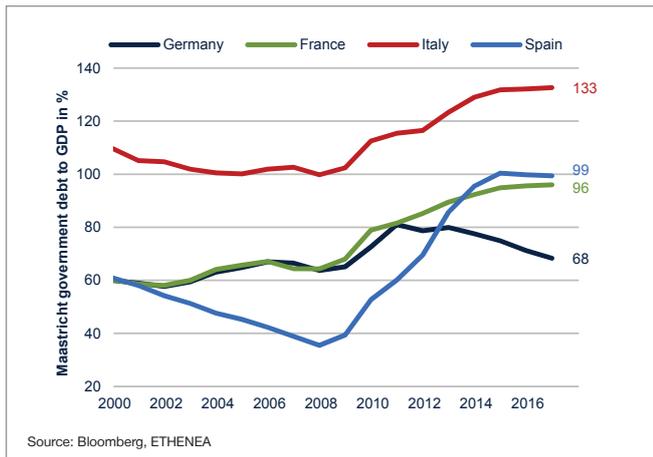
Graphique 4 : Le chômage est en recul, mais les pays n’en sont pas tous au même stade.*

matière. Après avoir dépassé les 26 % à son point culminant, le taux de chômage espagnol s’établit actuellement à 18 % et devrait continuer à diminuer au cours des années à venir. La France et l’Italie ne parviennent pas à faire baisser un taux de chômage structurel élevé. Ces deux pays ont impérativement besoin de réformer leur marché du travail afin de regagner de la compétitivité, créer des emplois et résorber le chômage. Mais, tous deux se trouvent également confrontés à la difficulté de mettre en œuvre de telles réformes. Le prochain Président français et le prochain Premier ministre italien devront s’y atteler, une tâche qui ne pourra être menée à bien que s’ils obtiennent le soutien d’une majorité forte au sein de leur Parlement respectif. A cet égard, les élections législatives qui se tiendront en France au mois de juin sont tout aussi importantes que l’élection présidentielle.

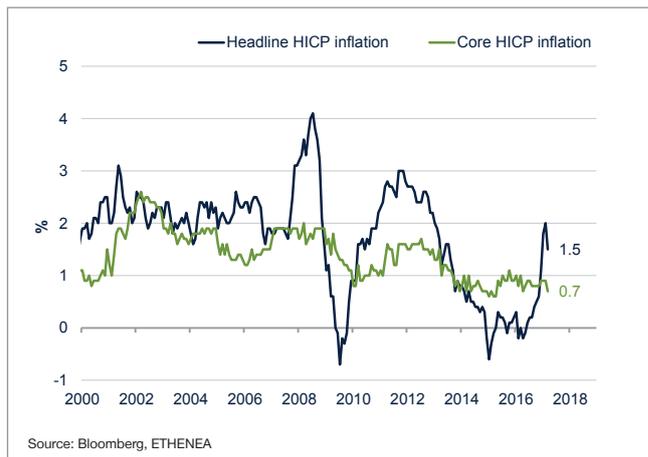
En termes de ratio dette/PIB, le club des quatre dépasse le seuil de 60 % fixé par le Traité de Maastricht (Graphique 5) : le ratio allemand baisse progressivement alors que les ratios français, espagnol et italien sont plus ou moins stables. En résumé, l’économie de la zone euro s’est remise de la crise financière mondiale comme de la crise de l’euro et est en meilleure forme aujourd’hui qu’elle ne l’était il y a dix ans. Le club des quatre est plus homogène aujourd’hui, même si les différences restent

» En résumé, l’économie de la zone euro s’est remise de la crise financière mondiale comme de la crise de l’euro et est en meilleure forme aujourd’hui qu’elle ne l’était il y a dix ans. «

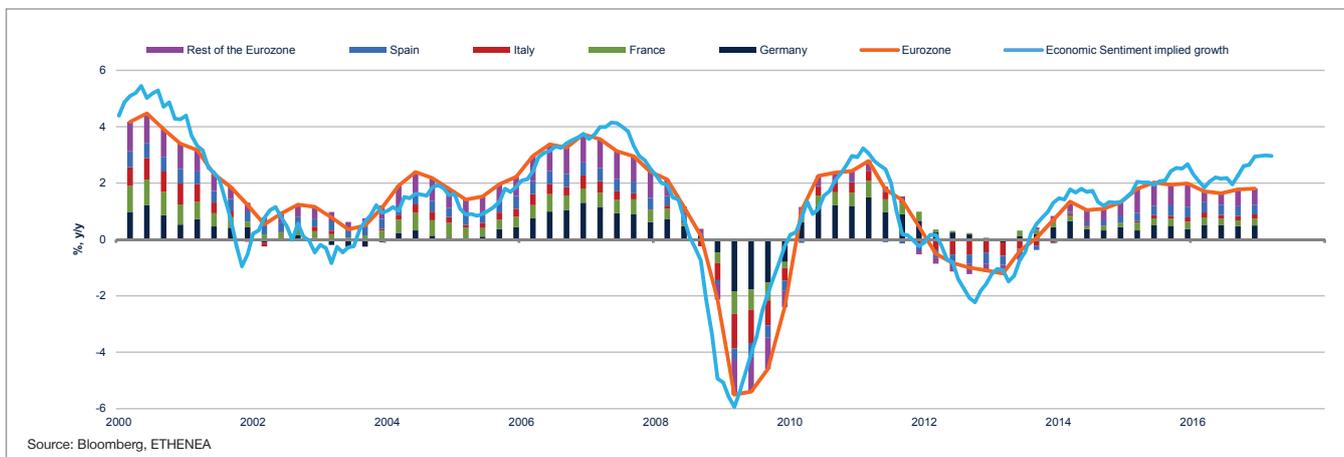
visibles à l’œil nu. La reprise de l’activité des entreprises est manifeste partout, la compétitivité converge, les salaires réels ont cessé de baisser et la situation sur le marché de l’emploi s’améliore. Néanmoins, la fragilité intrinsèque de la zone euro demeure bien réelle, notamment en ce qui concerne l’Italie.



Graphique 5 : L'endettement des pays au regard du Traité de Maastricht est trop élevé, mais se stabilise voire recule.



Graphique 7 : L'inflation se comporte bien*



Graphique 6 : La croissance du PIB est solide

La *Botte* est le maillon faible du club des quatre. Croissance atone, dette élevée, chômage endémique et faible compétitivité forment un dangereux cocktail. Sans avoir égard à son système bancaire, la seule taille de l'économie italienne pose un risque existentiel à la zone euro.

Tant que la croissance reste solide et l'inflation bien maîtrisée, dans le sens où elle ne contraint pas la Banque centrale européenne (BCE) à relever brutalement ses taux d'intérêt, et que les investisseurs continuent de faire confiance aux institutions et aux gouvernements européens, les forces contraignantes demeureront suffisamment solides pour maintenir l'unité des 19 membres de la zone euro.

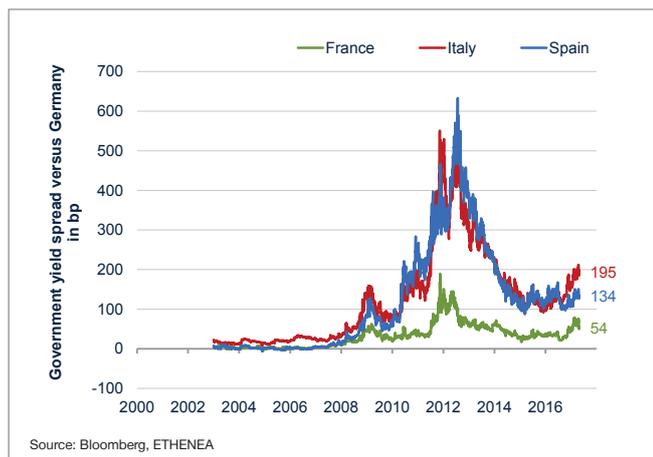
Le cycle

La croissance a été stable ces deux dernières années à 2,0 % en 2015 et 1,8 % en 2016. Il est à noter que l'an dernier, l'économie de la zone euro a connu une croissance supérieure à celle de l'économie américaine (+1,6 %). Les indicateurs avancés tels que les indices PMI ont connu une amélioration sensible ces derniers mois et l'indicateur du sentiment économique de la Commission européenne a continué d'augmenter, laissant ainsi entrevoir une accélération de la croissance (Graphique 6).

Même si la zone euro ne devrait pas connaître une progression aussi forte que ce que donnent à penser les indicateurs avancés, nous ne pouvons que nous féliciter de ce risque haussier. La consommation privée et l'investissement, deux moteurs déterminants de la croissance du PIB, ne montrent aucun signe d'accélération. Selon nous, l'activité devrait évoluer cette année au même rythme que les deux années précédentes et la croissance devrait rester solide.

» Le scénario d'une augmentation brutale des taux d'intérêt est peu vraisemblable dans les douze mois à venir. «

Stimulée par l'effet de base lié aux prix du pétrole, l'inflation a commencé à remonter pour atteindre presque 2 % en février et s'est stabilisée à un niveau étonnamment élevé en avril (1,9 %). L'inflation sous-jacente s'est également inscrite en hausse à 1,2 % (Graphique 7). Malgré cette accélération, nous ne voyons pas de risque inflationniste dans les années à venir. C'est la raison pour laquelle la BCE ne devrait pas, selon nous, relever ses taux d'intérêt de manière brutale.



Graphique 8 : Inquiétudes et nervosité, mais de pas mouvement de panique

Toutefois, cela ne signifie pas pour autant qu'elle ne mettra pas un terme à l'assouplissement quantitatif et que les taux d'intérêt n'augmenteront plus jamais. Dans la mesure où les fondamentaux économiques actuels et les perspectives cycliques se sont améliorés depuis la crise de l'euro, on peut s'attendre à une certaine normalisation de la politique monétaire. Le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE est appelé à durer au moins jusqu'à la fin de cette année et devrait être progressivement réduit l'année prochaine. Selon Mario Draghi, il n'y aura pas de relèvement des taux avant la fin du programme. Par conséquent, nous estimons que la première hausse ne devrait pas intervenir avant l'été 2018. Le scénario d'une augmentation brutale des taux d'intérêt est donc peu vraisemblable dans les douze mois à venir.

La confiance dans les institutions et les gouvernements européens est au plus haut. D'un point de vue international, la stabilité de l'euro, qui évolue dans une fourchette comprise entre 1,05 et 1,15 face au dollar depuis deux ans, est très rassurante malgré le niveau élevé de l'incertitude politique en Europe et les deux relèvements de taux aux États-Unis. Mais, sur le plan intérieur, les écarts de rendement entre les emprunts d'État se sont récemment élargis. En France, l'incertitude précédant le premier tour de l'élection présidentielle a suscité des inquiétudes, tandis qu'une certaine anxiété est également palpable en Italie, comme l'illustre le graphique 8. Mais, les investisseurs ne montrent pas de signes de panique, ce qui signifie que la confiance est globalement forte. Dans le même

temps, les membres de la zone euro ne sont pas tous égaux, comme nous le rappellent clairement les écarts de rendement. L'Italie reste un risque pour la zone euro et nous partageons le scepticisme des investisseurs.

Conclusion

L'économie de la zone euro a fait des progrès depuis la crise financière mondiale et la crise de la zone euro. Elle est en meilleur état de santé aujourd'hui qu'il y a dix ans. Néanmoins, la convalescence est lente et l'union monétaire n'est pas aussi homogène qu'elle devrait l'être. L'Italie pose un risque existentiel pour l'avenir de l'union et doit être suivie de près. Pour l'heure, la croissance solide, l'inflation bien maîtrisée, les taux d'intérêt bas et le bon niveau de confiance rendent la zone euro attractive pour les actifs risqués tels que les actions et les obligations d'entreprises à haut rendement.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG



Auteurs >>

L'équipe de gestion et le Head of Research



Assis (de gauche à droite) : Daniel Stefanetti, Guido Barthels, Luca Pesarini, Arnoldo 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 chez 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 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 30/04/2017.

* Remarque : les chiffres repris dans les graphiques sont au format anglais.