



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Mayday! Mayday! Mayday! Merci les anglais pour le cadeau.

Le Royaume-Uni entame son Brexit contre toute logique.
Il n'en sortira aucun vainqueur. Nous nous attendons plutôt à une désagréable
« guerre des Rose » aux conséquences économiques et sociales imprévisibles.



Sommaire >>

Édition du 31 mars 2017

- >> [Mayday! Mayday! Mayday!](#)
[Merci les anglais pour le cadeau.](#)
- >> [Perspectives macroéconomiques](#)





Mayday! Mayday! Mayday! Merci les anglais pour le cadeau.

Le Royaume-Uni entame son Brexit contre toute logique. Il n'en sortira aucun vainqueur. Nous nous attendons plutôt à une désagréable « guerre des Rose » aux conséquences économiques et sociales imprévisibles.

En communication radio, les personnes en détresse envoient le message « *mayday* ! » connu dans le monde entier.¹ Aujourd'hui, plus précisément en ce 29 mars 2017, « *mayday* » fait référence à la Première ministre britannique Theresa May qui, par cette belle journée de printemps, a officialisé la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE). Trois jours après le 60^{ème} anniversaire du Traité de Rome considéré comme l'acte fondateur de l'UE, un grand partenaire se détourne des rêves et idéaux d'un futur commun et surtout pacifique.

Un processus aux répercussions certainement négatives pour de nombreuses générations d'Européens des deux côtés de la Manche est lancé contre toute logique. Il n'en sortira aucun gagnant. Bien au contraire, il s'agit d'une situation *perdant-perdant*, voire d'une *victoire à la Pyrrhus*² pour les Britanniques. Après la bataille d'Ausculum, Pyrrhus aurait déclaré : « Encore une victoire sur les Romains et nous sommes perdus ». ³ L'auteur de ce commentaire de marché a espéré jusqu'à la dernière

minute que cette vaste histoire de Brexit n'était qu'un ultime coup de poker de la part des Anglais pour contraindre l'UE

» Un processus aux répercussions certainement négatives pour de nombreuses générations d'Européens des deux côtés de la Manche est lancé contre toute logique. «

à faire de nouvelles concessions. Au final, les « brexiteurs » ont manifestement menti comme des arracheurs de dents.⁴ Il faut reconnaître à Theresa May ou à la grande majorité des parlementaires, qu'ils soient travaillistes ou conservateurs, la capacité intellectuelle de voir clair dans ces tissus de mensonges.

Mais la volonté du peuple est exaucée avec le légendaire flegme britannique (*stiff upper lip*⁵), alors qu'un nouveau référendum

¹ Le signal de détresse « *mayday* » a été choisi en 1923 par Frederick Stanley Mockford (1897-1962), chef officier radio de l'aéroport de Croydon à Londres, alors en contact étroit avec l'aéroport de Paris. L'orthographe anglaise, proche de « *May day* » qui se traduit en français par « Premier mai », est interprétée comme la transcription phonétique d'un appel à l'aide en français. L'injonction [mede] est comprise comme l'infinitif jussif « *m'aider* ! » ou comme l'abréviation de « *Venez m'aider* ! », traduction française de la source : [https://de.wikipedia.org/wiki/Mayday_\(Notruf\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Mayday_(Notruf))

² Une victoire à la Pyrrhus est une victoire obtenue au prix de lourdes pertes pour le vainqueur. Au sens premier du terme, le vainqueur sort du conflit aussi affaibli que le vaincu et ne peut pas s'appuyer sur cette victoire. Traduction française de la source : <https://de.wikipedia.org/wiki/Pyrrhussieg>

³ Traduction française de la source : <https://de.wikipedia.org/wiki/Pyrrhussieg>

⁴ À titre d'exemple : http://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2016/06/24/le-chef-du-ukip-admet-que-l-un-des-arguments-phares-des-pro-brexit-etait-faux_4957662_4355770.html

⁵ *stiff upper lip* signifie conserver une parfaite maîtrise de soi en toutes circonstances et ne jamais laisser paraître ni vulnérabilité, ni triomphalisme. Traduction française de la source : https://de.wikipedia.org/wiki/Stiff_Upper_Lip

donnerait certainement un résultat tout autre. D'une part, la participation des jeunes serait considérablement plus élevée et renforcerait vraisemblablement le camp du non et d'autre part, nombre de partisans du Brexit auraient changé d'avis depuis le dernier référendum. En fin de compte, l'auteur manque d'imagination pour se glisser dans la peau des membres du gouvernement britannique qui seront certainement présentés dans les livres d'histoire des générations futures davantage comme des fossoyeurs que comme des libérateurs, contrairement à ce qu'ils espèrent certainement.

D'une manière ou d'une autre, toutes les parties prenantes seront perdantes. C'est ainsi que démarre une procédure de divorce détestable, qui va durer deux ans, avec tout ce que nous avons pu voir dans le film *La guerre des Rose* avec Michael Douglas et Kathleen Turner. Deux camps s'affrontent au sein de l'UE. D'un côté, il y a ceux qui veulent faire du Brexit un exemple pour effrayer les pays éventuellement tentés par une sortie de l'UE. Et puis d'un autre côté, il existe encore, heureusement, des personnes qui écoutent la voix de la raison et

» Les partisans du Brexit, qui avaient promis un avenir radieux aux Anglais s'ils parvenaient à se libérer du joug de l'Europe, se font déjà plus discrets. «

qui, plutôt que de punir le Royaume-Uni, souhaitent adopter une approche rationnelle afin de tirer le meilleur parti de cette affaire. Dans tous les cas, il est difficile de prévoir quels seront les effets économiques pour la *Grande-Bretagne* et l'UE, ne serait-ce que parce qu'il n'y a jamais eu de précédent. Les partisans du Brexit, qui avaient promis un avenir radieux aux Anglais s'ils parvenaient à se libérer du joug de l'Europe, se font déjà plus discrets. Bien entendu, le secteur britannique des exportations bénéficiera de la livre faible, mais les obstacles commerciaux pourraient bien surcompenser les avantages.

Mais finissons-en avec cette introduction. Les conséquences économiques et sociales ne sont pas prévisibles et il faut donc s'en satisfaire pour l'instant.

Le marché financier est entré en mode attentiste concernant le Brexit. Plus rien ne s'est passé depuis la dépréciation attendue de la livre sterling et la hausse du cours des actions des expor-

» Toutefois, ne faisons pas l'erreur d'enterrer Donald Trump trop tôt. «

tateurs britanniques. Maintenant, il s'agit d'être patient et de voir ce que l'avenir nous réserve.

Les marchés obligataires outre-Atlantique se sont inscrits en nette hausse après l'incapacité de l'administration Trump d'adopter une nouvelle réforme de la santé susceptible de remplacer l'Obamacare. Comme nous l'avions écrit dans le *Commentaire de Marché* du mois dernier, hormis quelques déclarations fracassantes, le 45^e président des États-Unis n'a jusqu'à présent guère fait plus que poster quelques tweets. Les marchés commencent donc à se demander dans quelle mesure la *Trumpflation*, autrement dit la dynamique économique attendue, se vérifiera dans les faits. Et l'on peut déceler un certain scepticisme dans les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans qui ont chuté de leur plus haut à 2,63 % pour s'établir à moins de 2,40 %. Les anticipations d'inflation du marché (*forward 5 ans dans 5 ans*) ont perdu 20 points de base, de 2,6 à 2,4 % dans la zone dollar. Toutefois, ne faisons pas l'erreur d'enterrer Donald Trump trop tôt. Peut-être que la réforme fiscale annoncée, si tant est qu'elle se fasse, ne sera pas « la plus grande réforme fiscale de tous les temps », mais elle pourrait donner des impulsions essentielles aux entreprises et repousser le spectre d'une récession aux États-Unis. La Réserve fédérale américaine semble assez confiante dans l'avenir et laisse entrevoir une nouvelle série de relèvement des taux. Notre Head of Research Yves Longchamp y reviendra plus en

détail. Mais en attendant, le rendement des bons du Trésor américain ne s'écartera pas significativement d'une fourchette de fluctuation comprise entre 2,30 et 2,60 %, ce que nous avions anticipé il y a déjà plusieurs mois.

En Europe, l'issue favorable des élections aux Pays-Bas permet d'espérer avec une certaine confiance que les scrutins français et allemand ne déboucheront pas sur de mauvaises surprises. Nous avons noté une réduction des spreads par rapport aux Bunds jusqu'à la fin mars. Depuis le *Mayday !* du 29 mars, les spreads des emprunts italiens (+202 pb) et espagnols (+135 pb) à 10 ans, mais aussi des OAT françaises (+65 pb), se sont élargies par rapport aux Bunds. Les achats de valeurs refuges semblent revenir à la mode. Merci au Royaume-Uni.

Toutefois, nous estimons que l'évolution actuelle des rendements ne durera pas dans la mesure où les résultats des

élections en France et en Allemagne devraient se traduire par un retour à la trajectoire d'avant et que les rendements des Bunds devraient à nouveau augmenter par rapport aux autres marchés.

En attendant, les mois à venir promettent d'être passionnants.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

Perspectives macroéconomiques >>

Fin de cycle conjoncturel – les 36 derniers mois

Les lecteurs réguliers de notre Commentaire de marché connaissent bien notre scénario de fin de cycle conjoncturel. Nous soutenons depuis des mois que l'économie américaine est entrée dans la dernière phase de son cycle conjoncturel, ce qui est cohérent avec la stabilisation du taux de chômage à un niveau bas et le ralentissement de la croissance. Ce ne sont là que deux conséquences de ce scénario parmi d'autres. Nous examinons à présent plus en détail ce sujet en nous intéressant aux données historiques des cycles conjoncturels passés et en analysant de façon systématique les principales variables macroéconomiques et financières. Cette étude a pour but de livrer un éclairage sur l'état actuel du cycle conjoncturel et ses implications en matière d'allocation d'actifs.

Données

Le National Bureau of Economic Research (NBER) est un organisme privé réputé pour déterminer les dates du cycle conjoncturel aux États-Unis. Cet organisme définit les dates qui, de l'avis général, marquent le début et la fin des récessions.⁶ Cette procédure de datation remonte à 1854. Si aujourd'hui la côte est et la côte ouest des États-Unis sont interconnectées en permanence (Wall Street et la Silicon Valley peuvent en témoigner), en 1854, la première ligne ferroviaire transcontinentale n'était pas encore en service.

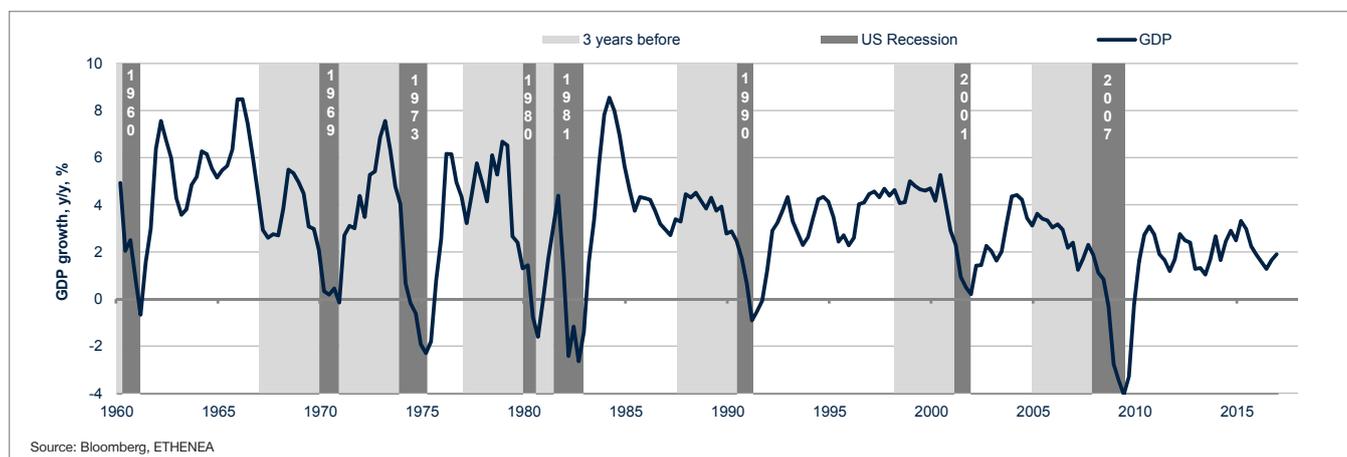
Les statistiques du NBER relatives aux récessions livrent des éclairages sur le fonctionnement d'une économie. Par exemple, les récessions sont des phénomènes fréquents qui surviennent en moyenne tous les cinq ans (33 épisodes depuis

1854). Elles font donc partie d'un schéma normal. Quel que soit le régime de taux de change, le gouvernement en place où les institutions – ou leur absence – un constat historique s'impose : les récessions sont des choses qui arrivent. Selon les données historiques, aucune décennie depuis 1854 n'a échappé à une récession. En outre, depuis 1900, tous les présidents issus du parti républicain ont été confrontés à au moins une récession. Par conséquent, si Donald Trump parvient à éviter une récession au cours de son mandat, il sera un président vraiment extraordinaire.

Bien qu'il existe des données disponibles concernant les phénomènes de récession depuis 1854, nous avons dû pour notre analyse restreindre la période étudiée afin d'obtenir des informations concluantes concernant les taux, rendements et bénéfices. Donc nous avons utilisé les dates du NBER à partir de 1960 pour étudier ce qu'une fin de cycle conjoncturel signifie pour un large éventail de variables économiques et financières telles que la croissance, l'inflation, l'emploi et le chômage, les taux d'intérêt à court et à long termes, ainsi que les bénéfices, les cours des actions et les ratios cours/bénéfices. Notre définition de la fin de cycle conjoncturel correspond aux 36 mois qui précèdent le début d'une récession.

Variables économiques

Le graphique 1 présente les données relatives à la croissance du PIB depuis 1960 ; les récessions sont représentées en gris foncé avec leur année de survenance en blanc et la période de fin de cycle conjoncturel (en d'autres termes, les 36 mois qui précèdent la récession) en gris clair. À noter que les récessions de 1969 et 1973 sont séparées très précisément de 36 mois et

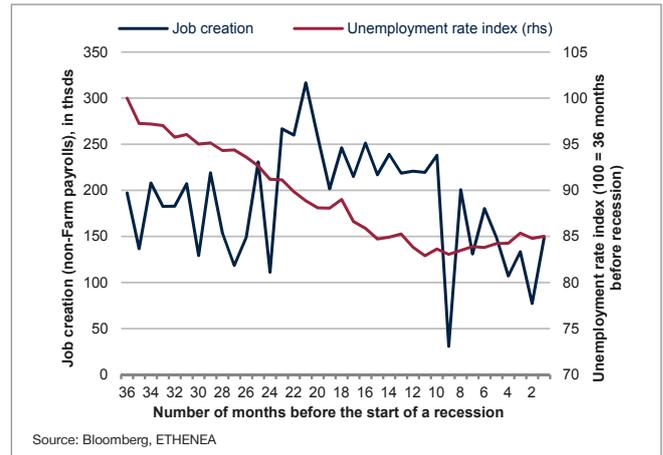


Graphique 1: Croissance, phase avancée du cycle économique et récessions aux États-Unis

⁶ Source: <http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>



Graphique 2: Ralentissement de la croissance*



Graphique 3: Ralentissement de l'emploi

que seulement 11 mois se sont écoulés entre la récession de 1980 et celle de 1981. Dans les deux cas, notre définition de la fin de cycle conjoncturel n'est pas adaptée car elle englobe également la première phase de ces cycles conjoncturels. Nous nous sommes permis d'exclure la récession de 1981 de notre

» Ce n'est que dans les douze derniers mois précédant une récession que la croissance ralentit. «

analyse car les données diffèrent considérablement de celles relatives aux autres périodes.

La croissance est la première variable économique présentant un intérêt car elle est très étroitement associée au concept de récession. Si le NBER ne s'appuie pas uniquement sur les chiffres de la croissance pour définir les dates des récessions, il existe une définition simple et largement acceptée de la récession : deux trimestres consécutifs de contraction du PIB. Outre le PIB, nous mesurons la croissance de la production industrielle et manufacturière, qui donne une estimation précise et rapide de l'état du cycle conjoncturel.⁷ En faisant la moyenne des fins de cycle conjoncturel depuis 1960, on obtient un aperçu de ce à quoi les 36 derniers mois avant une récession pourraient ressembler.⁸ Le graphique 2 résume le comportement moyen de la croissance économique depuis 1960 lors des 36 mois qui précèdent une récession. Comme nous pouvons le constater, ce n'est que dans les douze derniers mois que la croissance ralentit.

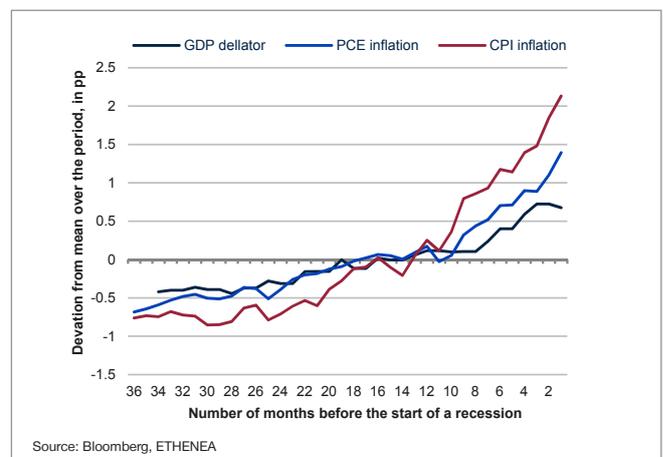
Les données relatives au marché de l'emploi brossent un tableau similaire à celui dépeint par les chiffres de la croissance. Le taux de chômage se stabilise environ 12 mois avant le début d'une récession. Dans l'intervalle, les créations d'emplois ralentissent brusquement, passant de plus de 200.000 postes par mois à environ 150.000, comme le montre le graphique 3.

Les chiffres de l'inflation mettent également en évidence un schéma très spécifique : l'inflation a tendance à s'accélérer en fin de cycle conjoncturel. Dans le graphique 4, la dynamique de l'inflation telle que mesurée par trois indicateurs (déflateur du PIB, dépenses personnelles de consommation et indice des prix à la consommation) met en évidence une nette accélération dans la dernière ligne droite d'un cycle conjoncturel, environ 12 mois avant le début de la prochaine récession.

Les chiffres actuels de l'emploi et de l'inflation sont globalement conformes aux données historiques mettant en évidence une fin de cycle conjoncturel. En revanche, la croissance est plus difficile à évaluer car elle a été faible jusqu'ici et n'a pas ralenti significativement ces derniers temps. Quoi qu'il en soit, cette approche suggère qu'une accélération de la croissance semble improbable.

Variables financières

Le taux d'intérêt à court terme, c'est-à-dire celui fixé par la Fed (taux des fonds fédéraux), augmente progressivement en



Graphique 4: L'inflation en hausse*

⁷ Pour en savoir plus, consultez notre APROPOS ... intitulé [Le secteur manufacturier joue-t-il toujours un rôle ?](#)

⁸ Dans la mesure où seulement onze mois se sont écoulés entre la récession de 1980 et celle de 1981, nous excluons cette période de notre échantillon.

fin de cycle conjoncturel, ce qui est cohérent avec le mandat de maîtrise de l'inflation assigné à la banque centrale. Les taux d'intérêt à long terme, tels que mesurés par le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, ne révèlent quant à eux aucune tendance particulière. Ils restent globalement inchangés lors des 36 derniers mois. La pente de la courbe des rendements, qui correspond ici au différentiel entre le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans et le taux des fonds fédéraux, est riche en enseignements. Un peu plus de 12 mois avant le début de la récession suivante, ce différentiel devient négatif (Graphique 5).

Il convient de noter que la pente de la courbe des rendements est un indicateur que les investisseurs et les banques centrales suivent de très près. La Réserve fédérale de New York a mis au point un modèle inspiré de cette idée pour estimer la probabilité de récession dans les 12 prochains mois (Graphique 6). À l'heure actuelle, la probabilité d'une récession débutant en février 2018 est très faible (4,2 %).

Enfin, le marché actions américain, tel que mesuré par l'indice S&P 500, atteint son apogée environ 12 mois avant le début de la prochaine récession (Graphique 7). En revanche, les bénéfices continuent à augmenter tout au long de la période,

avec à la clé une compression des ratios cours/bénéfices.

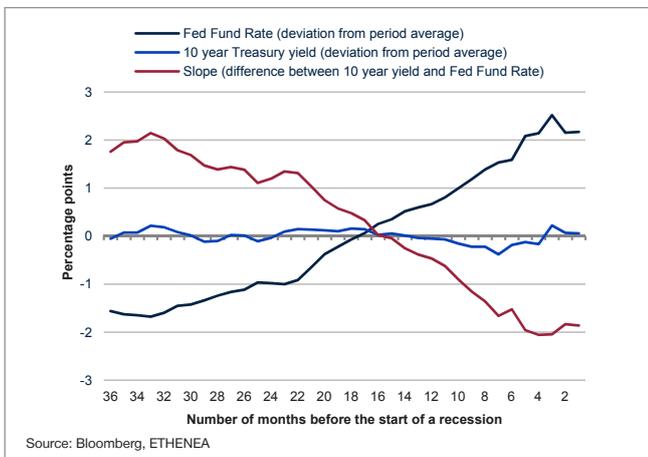
Le comportement actuel des variables financières ne conforte guère le scénario de l'entrée dans une fin de cycle conjoncturel car la pente de la courbe des rendements est nettement positive, même si cette pentification s'atténue, et les ratios cours/

» Le comportement actuel des variables financières ne conforte guère le scénario de l'entrée dans une fin de cycle conjoncturel. «

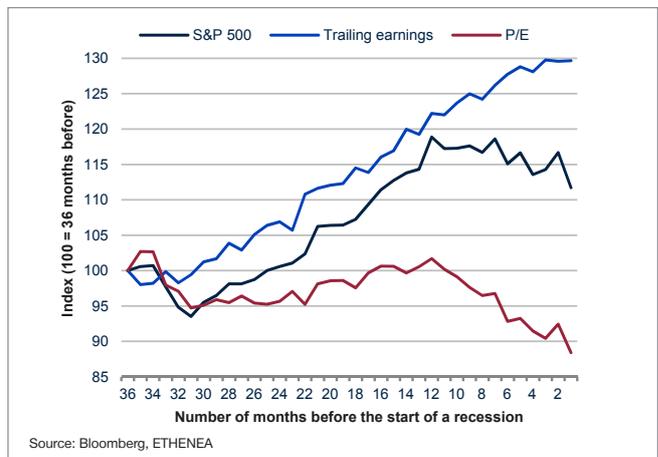
bénéfices continuent à augmenter du fait de la progression des prix tandis que la croissance des bénéfices est poussive.

Conclusion

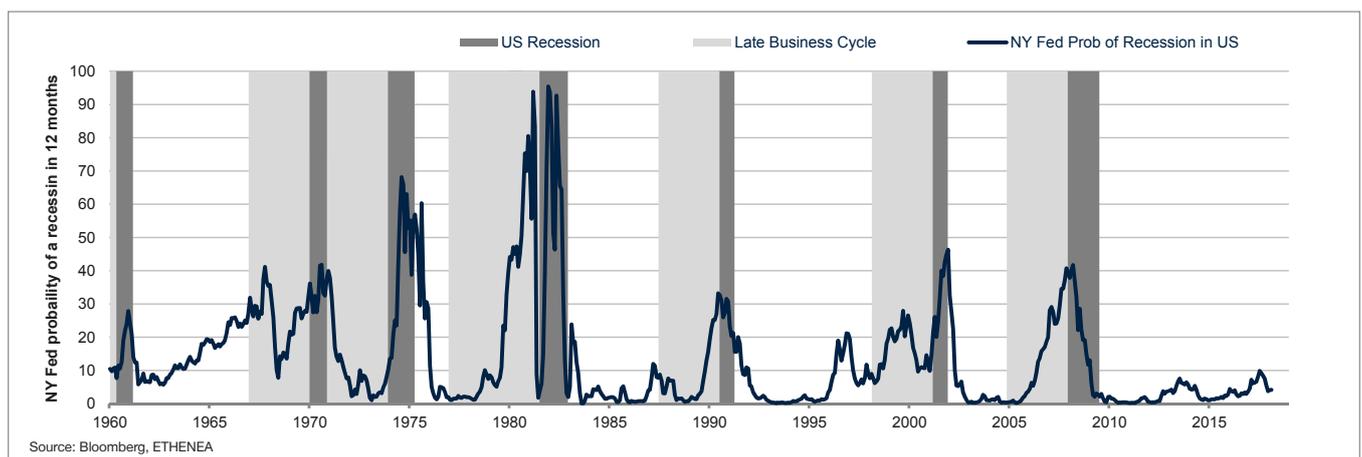
Il n'existe pas de cycle conjoncturel standard. Chaque cycle est différent et il serait hasardeux de définir une allocation d'actifs en se fiant aveuglément à l'analyse d'un cycle conjoncturel moyen virtuel. Toutefois, il est vrai que certaines tendances régulières peuvent être observées au fil du temps et il convient de les prendre au sérieux.



Graphique 5: Des taux à court terme plus élevés et une courbe des taux négative



Graphique 7: Des rendements plus élevés, tandis que les actions et les ratios cours/bénéfices ont connu leur plus haut niveau



Graphique 6: Les données ne montrent pas encore de récession

Les statistiques économiques livrent de nombreux indices tangibles d'une fin de cycle conjoncturel. Les chiffres du chômage et de l'inflation plaident en faveur d'un tel scénario. D'un autre côté, les chiffres de l'emploi et de la croissance suggèrent que, si nous sommes dans la phase descendante du cycle conjoncturel, nous ne sommes pas encore dans la dernière ligne droite (12 derniers mois). Ils laissent également entrevoir un ralentissement de la croissance.

De ce point de vue, les données financières suggèrent globalement que l'économie américaine vient à peine d'entrer dans la phase finale du cycle conjoncturel. Il s'agit d'une période au cours de laquelle les taux courts augmentent, la courbe des rendements s'aplatit mais demeure ascendante et les ratios cours/bénéfices augmentent.

À en juger par ces résultats, la prochaine récession ne devrait pas intervenir avant 2019, ce qui laisse entrevoir une poursuite de la hausse des taux courts et des cours des actions.



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, 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 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 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 31/03/2017.