



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



To be or not to be ?¹

Jun est un mois à forts enjeux pour l'Europe et pas seulement au niveau du championnat de football. Les investisseurs sur les marchés financiers prêteront une grande attention à la Grande-Bretagne lorsque sa population disputera la prochaine manche qui doit déterminer l'avenir de l'Europe.

Sommaire >>

>> [To be or not to be ?¹](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





To be or not to be ?¹

Juin est un mois à forts enjeux pour l'Europe et pas seulement au niveau du championnat de football. Les investisseurs sur les marchés financiers prêteront une grande attention à la Grande-Bretagne lorsque sa population disputera la prochaine manche qui doit déterminer l'avenir de l'Europe.

William Shakespeare, avec son penchant pour le tragique, se réjouirait sans nul doute de la situation actuelle en Europe. Le referendum sur le Brexit, qui se tiendra le 23 juin 2016, si l'on en croit les sondages actuels, a peu de chance d'aboutir au but controversé² qui verrait l'Angleterre porter son statut d'île tant sur le plan géographique qu'au niveau politique. Jacques Delors et Helmut Kohl, pères fondateurs de l'Union européenne, doivent certainement ravalier leurs larmes. Où sont donc passées les valeurs européennes de solidarité et de subsidiarité ?

Et désormais au sein de la zone euro elle-même, encore plus de difficultés sont à venir. Presque 70 ans après la fin de la Deuxième Guerre mondiale, les partis d'extrême droite connaissent un second souffle. Les partis populistes (encore) au pouvoir ne sont plus aujourd'hui que l'ombre d'eux-mêmes et ne font que battre en retraite. Les soi-disant plans de sauvetage apportés à la Grèce, qui ont atteint la somme aberrante de presque 250 milliards d'euros, font tout sauf aider le pays. Les estimations optimistes indiquent que seuls un peu moins de 10 milliards d'euros sont réellement restés en Grèce, soit 4 % du montant total. Le reste plutôt conséquent de ce supposé

plan de sauvetage a été porté au bilan de la BCE et d'autres créanciers étrangers, à la minute où l'argent a été débloqué, afin de retarder le plus possible l'inéluctable faillite de l'État. Dans les affaires, nous appelons ça du détournement de fonds. Selon moi, c'est un délit. Mais *sans plaignant, pas de procès*. Et en Allemagne, pays le plus influant de la zone euro, les élections au Bundestag ne doivent avoir lieu que dans 17 mois. Dans le cas contraire, les partis au pouvoir perdraient sans doute encore un nombre beaucoup plus important de leurs sympathisants au profit du parti populiste AfD (Alternative für Deutschland) si les responsables devaient reconnaître l'insolvabilité réelle de la Grèce et l'échec de la politique de sauvetage. La possibilité d'une réduction de la dette attiserait également les éventuelles convoitises d'autres pays européens plus importants.³ Imaginez ce qui arriverait si des pays de la taille de l'Italie commencent à exiger le même traitement.

Un tel contexte politique défavorable n'est pas de nature à attirer les investisseurs internationaux. Au contraire, ils semblent éviter autant que faire se peut les obligations et actions européennes. En effet, ce sont la plupart du temps des mouvements spéculatifs qui sont à l'origine de rallye temporaire sur les mar-

¹ En français : « Être, ou ne pas être, telle est la question », extrait de la tragédie *Hamlet* de William Shakespeare. Au début de la pièce, Hamlet, le protagoniste, entame un monologue avec cette phrase. Il explique ainsi qu'il est empli d'effroi à l'idée de tout acte définitif car, en dépit de son désir de mourir et de son mal-être, il a peur de la mort. Source : <http://www.fichesdelecture.com/analyses-litteraires/william-shakespeare/hamlet/le-monologue-d-hamlet>

² Il nous faut ici noter que, exceptionnellement, nous espérons que l'Angleterre ne sera pas éliminée au premier tour des championnats d'Europe de football (le dernier match de l'Angleterre dans les phases de groupes est programmé trois jours avant le referendum) – il ne faudrait pas que cela provoque un sursaut anti-européen à court terme.

³ Il est intéressant de noter que, lors du dernier sommet sur la Grèce, la date qui a été choisie pour négocier une réduction de la dette du pays se situe en l'an 2018. Après les élections au Bundestag en Allemagne donc. Mais honte à celui qui y décèlerait une mauvaise intention.

chés actions non (encore) manipulés. En raison des différents programmes de rachat de la BCE, les marchés obligataires européens sont tombés à des niveaux de rendements qui ne reflètent plus les risques encourus. C'est pourquoi nous évitons le plus possible d'investir dans des obligations européennes. Les valeurs européennes de la poche actions de nos fonds jouent également un rôle secondaire.

Avoir recours à la zone américaine en tant qu'alternative à nos investissements s'avère également de plus en plus difficile. Les annonces des membres du comité de la Fed, qui veulent (bientôt) relever les taux, donnent mal à la tête au marché et aux investisseurs. Les relèvements des taux visent-ils à compenser les mesures introduites tardivement par la Réserve fédérale dans son combat contre l'inflation ? Si oui, cela veut dire que la Fed est à la traîne et que l'inflation pourrait donc grimper davantage que prévu, avec les conséquences négatives que cela implique pour les investissements sur la partie longue de la courbe des taux américains. Au contraire, si les relèvements de taux ne représentent qu'un pas vers la normalisation de la politique monétaire, la partie longue de la courbe des taux réagirait positivement, signifiant que la Fed contrôle la situation et que les investissements en produits de taux US conserveraient leur attractivité par rapport à leurs homologues internationaux.

La réflexion est la même pour les devises et les marchés actions, réflexion avec laquelle l'auteur ne souhaite pas ennuyer ses lecteurs. Le lecteur qui le souhaite pourra passer une nouvelle

fois en revue notre premier Commentaire de Marché de cette année, *La Tempête*⁴, dans lequel nous exposons les risques considérables qui se présentent pour cet exercice.

Dans ce contexte, les investissements stratégiques devraient être surveillés de près et le budget risque ne devrait pas être dépassé. Toutes nouvelles données conduisent à réviser la situation et se traduisent souvent par un ajustement des prix synonyme de volatilité qui, selon la Loi de Murphy⁵, ont au final un effet négatif.

Au regard de l'Euro 2016, il ne reste plus qu'une chose à faire : temporiser le jeu.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ [Cliquez ici pour consulter une nouvelle fois le Commentaire de Marché de janvier 2016 intitulé *La Tempête*.](#)

⁵ « Tout ce qui est susceptible de mal tourner, tournera nécessairement mal », Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Loi_de_Murphy

Perspectives macroéconomiques >>

Dans notre précédent Commentaire de Marché, nous nous sommes longuement penchés sur la bipolarité des marchés et l'état des économies qui nous intéressent tout particulièrement, à savoir les États-Unis, la zone euro et la Chine, pour arriver à la conclusion que « dans un monde au ralenti, caractérisé par une faible croissance, une faible inflation, des taux d'intérêt bas, des rendements bas et, globalement, des performances au plus bas, la frontière entre croissance et récession, inflation et déflation, marchés haussiers et baissiers, est extrêmement ténue ».

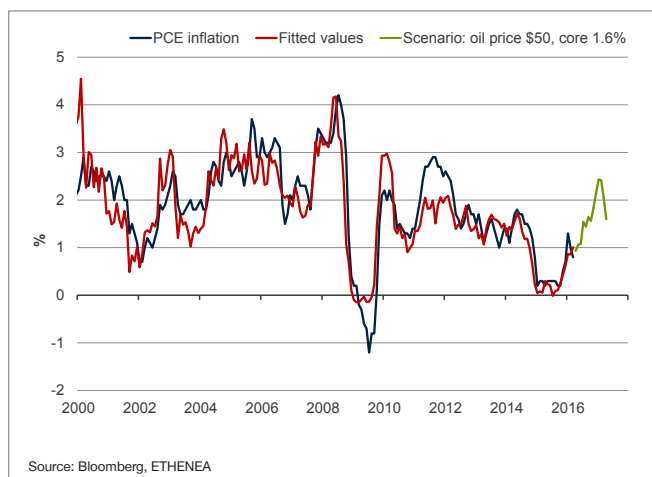
Depuis, notre vision de l'économie mondiale n'a pas fondamentalement changé. L'économie américaine se trouve en fin de cycle, ce qui implique un essoufflement progressif de la croissance. La consommation privée, unique moteur de croissance de l'économie américaine, est menacée par un ralentissement du marché du travail. En Europe, où le cycle économique est moins avancé, la croissance devrait rester soutenue grâce à une politique monétaire extrêmement accommodante et, pour ne pas changer, les risques proviennent essentiellement de la sphère politique. La Chine constitue quant à elle le principal risque inhérent à notre scénario. Les mesures extraordinaires déployées par le gouvernement chinois plus tôt dans l'année (injection massive de crédit dans l'économie, importante relance budgétaire et durcissement des contrôles sur les capitaux) ont permis de remettre l'économie sur pied, mais aucun des défis auxquels celle-ci est confrontée (ralentissement de la croissance, surcapacité, endettement élevé et transition d'une croissance tirée par les investissements

à un modèle axé sur la consommation, entre autres) n'ont été abordés. Par conséquent, le pays demeure un risque majeur susceptible de resurgir à tout moment.

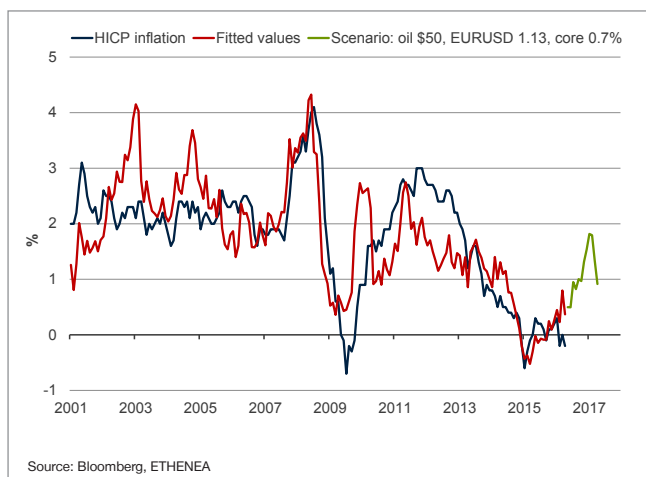
Dans la mesure où notre scénario n'a guère évolué, nous allons nous concentrer sur quatre événements qui ont retenu notre attention en mai, avant de nous pencher sur les grandes inconnues qui marqueront le reste de l'année.

Voici donc les quatre moments forts du mois de mai. Premièrement, le prix du pétrole a atteint la barre des 50 USD le baril, un niveau symbolique représentant pour beaucoup le prix d'équilibre dans le secteur du pétrole de schiste américain considéré comme marginal. Si tel est bien le cas, le cours de l'or noir pourrait évoluer autour de ce niveau dans un avenir proche. Un scénario intégrant un prix de 50 USD le baril suggère que l'inflation aux États-Unis devrait progressivement augmenter tout au long de l'année pour dépasser 2 % en décembre (graphique 1). En Europe également, la hausse du pétrole devrait se traduire par une accélération de l'inflation globale (graphique 2). Il convient toutefois de noter que le lien entre le cours de l'or noir et l'inflation n'est pas aussi fort sur le Vieux Continent qu'outre-Atlantique. Cela s'explique notamment par le fait que le taux de change amplifie ou compense les fluctuations des prix en dollar US.

Deuxièmement, la publication du compte rendu de la réunion d'avril des membres du comité de la Fed le 18 mai a ravivé l'hypothèse d'une hausse des taux en juin, ce qui rejoint notre



Graphique 1 : À 50 USD le baril, l'inflation américaine devrait dépasser 2 % d'ici la fin de l'année



Graphique 2 : En Europe, l'inflation devrait augmenter suite à la hausse des prix du pétrole, mais d'autres forces sont en jeu et pourraient peser sur cette prévision

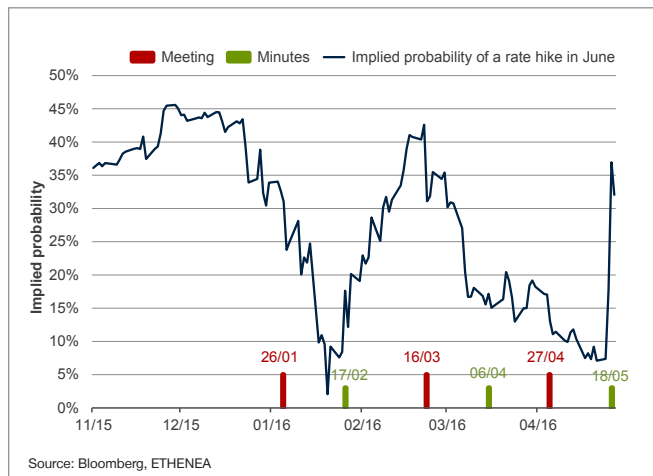
scénario tablant sur deux relèvements cette année. Pour les investisseurs, la probabilité d'une hausse des taux en juin a grimpé de 7 à 33%⁶ environ. Il ne faut pas remonter loin dans le passé pour constater que ce n'est pas la première fois que l'éventualité d'un relèvement en juin passe d'un niveau faible à presque 30% (graphique 3). Cela reflète, d'une part, la bipolarité des investisseurs et, d'autre part, l'incapacité des plus grandes banques centrales à leur présenter un scénario convaincant.

Troisièmement, la Grèce est parvenue à un accord avec ses créanciers. Ce n'est un secret pour personne, le dossier grec n'a guère évolué et le gouvernement du pays est insolvable, mais il n'est plus illiquide dans la mesure où il vient de recevoir un nouveau chèque de plus de 10 milliards d'euros pour rembourser la BCE et le FMI et pour couvrir ses besoins de liquidités jusqu'à la fin de l'année. Des négociations portant sur un allègement de la dette ont été ouvertes, mais les créanciers européens restent sur la défensive. En d'autres termes, la dette grecque est toujours aussi intenable. Cet accord a toutefois le

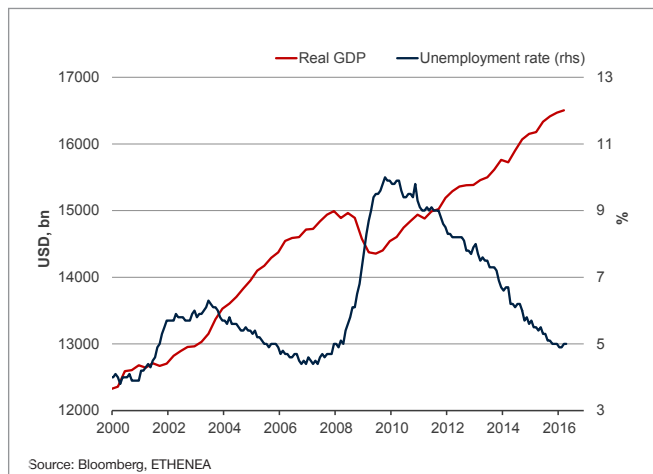
mérite d'apaiser les tensions politiques sur le Vieux Continent à la veille d'une année qui sera électoralement chargée, de nouveaux chefs de l'État devant être désignés en Allemagne et en France en 2017.

Quatrièmement, Donald Trump a convaincu suffisamment de délégués pour remporter l'investiture républicaine. Rares sont ceux qui auraient parié sur un tel succès il y a peu encore. L'économie américaine est ressortie de la Grande récession avec un PIB aujourd'hui supérieur de 10% à son pic d'avant la Crise financière mondiale et un taux de chômage de 5% seulement (graphique 4). Avec de tels chiffres, qui oserait prétendre que les Démocrates ont mal fait leur travail ces huit dernières années ? Comment se fait-il dès lors que le populisme ait autant la cote outre-Atlantique ? Le mouvement populiste séduit également de plus en plus au Royaume-Uni et en Europe, ce qui trahit l'accroissement des inégalités sociales et un manque de vision dans le monde occidental. La mondialisation et les inégalités en termes de richesses sont généralement citées comme des motifs de mécontentement. Si les mesures politiques s'orientaient davantage vers l'économie domestique et une redistribution plus équitable des revenus, la capacité des entreprises à générer des bénéfices serait potentiellement compromise. D'un autre côté, une distribution plus équitable des revenus pourrait doper la consommation et, partant, la croissance dans les années à venir. Nous suivrons de près les élections aux États-Unis et en Europe, car le nouveau paysage politique nous donnera de précieuses informations sur les évolutions qui pourraient façonner les dix prochaines années.

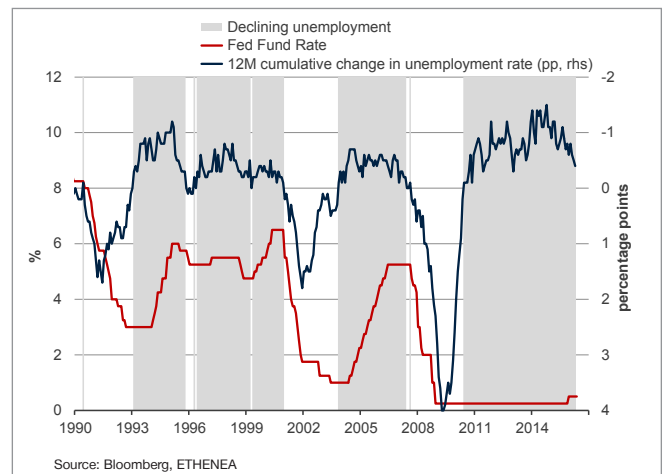
Si les surprises que nous réserve le reste de l'année sont par définition impossibles à prévoir, il existe plusieurs grandes inconnues qui tiendront les investisseurs en haleine. Cela commencera dès le 15 juin, date à laquelle la Fed décidera ou non de relever ses taux pour la deuxième fois au cours du cycle actuel. Les conditions sont selon nous réunies pour un relèvement, le taux de chômage étant compatible avec une situation de plein emploi et l'inflation sous-jacente, en hausse, se rap-



Graphique 3 : Quid du relèvement des taux en juin ?



Graphique 4 : Forte activité économique et faible taux de chômage aux États-Unis



Graphique 5 : Il n'est pas trop tard pour relever les taux

⁶ Le présent Commentaire de Marché a été rédigé le 31.5.2016.

prochant suffisamment de sa cible. Le graphique 5 montre que la Fed accuse un certain retard dans le cadre du cycle actuel de hausse des taux. Ces 25 dernières années, elle avait toujours commencé à relever ses taux dans les douze mois suivant le début d'un repli du chômage (périodes représentées en gris dans le graphique 5). En suivant cette logique, la Fed aurait dû procéder à son premier relèvement avant le mois de juin 2011, il y a cinq ans déjà. Ne vous méprenez pas, nous n'accusons nullement la Fed de s'y prendre trop tard, du fait notamment que ces statistiques ne tiennent pas compte de l'ampleur de la dernière récession. La dynamique du chômage (ligne bleue dans le graphique 5) nous amène plutôt à dire que le marché de l'emploi américain est en perte de vitesse, ce qui nous conforte dans l'idée que l'économie du pays se trouve en fin de cycle, et que la conjoncture est actuellement propice – mais peut-être pas pour longtemps – à un relèvement des taux par la Fed.

Quelques jours plus tard, le 23 juin, les résultats du référendum sur le Brexit seront annoncés. Ceux-ci suscitent un grand flou, même auprès des experts en décryptage de sondages. La seule chose sur laquelle tout le monde s'accorde, c'est qu'ils sont incertains. Ne nous attardons toutefois pas sur ce sujet, que notre gérant Guido Barthels a couvert en long et en large dans les pages précédentes. Selon notre scénario, le Brexit n'aura pas lieu. Toujours en Europe, un autre événement suivra rapidement, à savoir les élections générales espagnoles du 26 juin.

Si l'économie européenne poursuit sur sa voie actuelle sans que les évolutions politiques ne la fassent dérailler de sa trajectoire de croissance, les décisions de la BCE pourraient prendre une toute nouvelle saveur au second semestre. Imaginons en effet que les craintes de déflation se dissipent en raison, par exemple, de la stabilisation des cours pétroliers et que l'expansion économique de la zone euro se poursuive à un rythme supérieur à sa croissance potentielle, entraînant une nouvelle baisse du chômage. La BCE pourrait alors être amenée à réévaluer son programme d'assouplissement quantitatif : conviendrait-il de le renforcer, de le maintenir en l'état, voire de le réduire après mars 2017 ? Si une réduction pourrait s'avérer prématurée

(mais reste du domaine du possible), une extension ne nous paraîtrait pas très judicieuse dans le cadre de ce scénario, contrairement à ce que pensent la plupart des économistes.

S'agissant du reste de l'année, le grand duel qui opposera Donald Trump à Hillary Clinton (dont l'investiture n'est pas encore officielle) aura lieu le 8 novembre. Nous avons hâte de savoir qui l'emportera. Le concept fourre-tout de *nouvelle donne*, qui regroupe peu ou prou tout ce qui ne peut être expliqué de manière rationnelle, étant très à la mode, il n'est plus inconcevable de parler de nouvelle donne politique. Un mois environ après les élections, la Fed se réunira pour la dernière fois de l'année le 14 décembre, avec pourquoi pas à la clé un nouveau relèvement des taux dans la mesure où l'inflation aux États-Unis devrait avoir dépassé 2 % d'ici là.

Nous arrivons à peine à la mi-2016, mais nous savons déjà que le deuxième semestre sera riche en décisions politiques et monétaires déterminantes pour le reste de l'année. L'incessante valse-hésitation des marchés entre euphorie et dépression, dans un monde au ralenti où la frontière entre ces deux états est mince, ne laisse planer aucun doute quant à leur versatilité.

Dans ce contexte, nous restons prudents et gardons un œil attentif sur l'évolution de la situation en Chine, alors que les investisseurs semblent eux fermer les yeux depuis les mesures extraordinaires déployées par le gouvernement en début d'année.



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): 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 10 · Fax +352 276 921 99
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 31/05/2016.