



# COMMENTAIRE DE MARCHÉ



## Accalmie estivale et rhinocéros

Il n'est pas encore bien entamé, mais il semblerait que le mois d'août constitue finalement cette année encore une période d'accalmie estivale. Tout le monde est en vacances et nous pouvons à nouveau nous délecter en lisant la rubrique des faits divers dans les journaux. Ce sera certainement toujours mieux que les nouvelles que nous sommes obligés d'écouter ces derniers jours.

### Sommaire >>

Édition du lundi 31 juillet 2017

>> [Accalmie estivale et rhinocéros](#)

>> [Perspectives macroéconomiques](#)





## Accalmie estivale et rhinocéros

**Il n'est pas encore bien entamé, mais il semblerait que le mois d'août constitue finalement cette année encore une période d'accalmie estivale. Tout le monde est en vacances et nous pouvons à nouveau nous délecter en lisant la rubrique des faits divers. Ce sera certainement toujours mieux que les nouvelles que nous sommes obligés d'écouter ces derniers jours.**

Le président américain Donald Trump a de nouveau fait les gros titres. Non seulement ses opinions politiques choquent les gens, mais en plus contrairement à ses revendications, elles n'apportent rien d'autre qu'incompréhension et scandale. L'échec probablement définitif de sa réforme de santé au Sénat (majoritairement républicain) ainsi que l'échec du financement de sa réforme fiscale prévue ont fait du 45<sup>e</sup> président des États-Unis un canard boiteux (*lame duck* en anglais). Même sa courte victoire, rendue possible grâce à l'aide apportée par le Sénateur McCain, gravement malade, et qui avait au moins permis d'ouvrir les débats à propos de la réforme de santé, n'en changera probablement pas l'issue.

L'euphorie générale des marchés financiers à la suite de l'élection de Donald Trump semble s'être complètement évanouie. L'intérêt que Trump porte à la grâce présidentielle, notamment pour son propre bénéfice personnel, finit par soulever des interrogations. Même Nixon<sup>3</sup> *Tricky Dick* ne s'était pas mis autant dans l'embarras. Trump, au contraire, semble vouloir se surpasser lui-même à bien des égards. Après tout, c'est bien son administration qui est à l'origine du concept des

« faits alternatifs » (d'ailleurs Trump lui-même semble plutôt désinvolte vis-à-vis de la vérité). Le journal New York Times prend la peine de recueillir<sup>4</sup> minutieusement ses mensonges et ses contrevérités. Une lecture très intéressante pour les journées d'été pluvieuses. Dans tous les cas, le billet vert se trouve depuis sous une pression considérable et est en passe de quitter sa fourchette de fluctuation face à l'euro - malgré les politiques monétaires divergentes des banques centrales compétentes.

En Europe, des nouvelles très différentes nous parviennent sur le succès - ou plutôt sur l'échec - des négociations relatives au Brexit entre l'UE et le Royaume-Uni. Les médias ne sont pas unanimes quant à savoir si le torpillage des négociations est du fait de l'arrogance ou de l'ignorance de la part des Britanniques, mais les images de la délégation européenne de Michel Barnier et de la britannique de David Davis en disent long<sup>5</sup>. On y voit les Européens assis avec leurs dossiers devant eux, tandis que les Britanniques ont tout juste un stylo - et cela moins de vingt-quatre mois avant l'éventuel et laborieux Brexit du 29/03/2019. On est en droit de se demander: pourquoi les Britanniques sont-ils si détendus ?

<sup>1</sup> <http://www.tagesspiegel.de/weltspiegel/20-jahre-sammy-die-mutter-aller-krokodilmeldungen-im-sommerloch/10182952.html>

<sup>2</sup> <http://www.foxnews.com/politics/2017/07/24/can-trump-self-pardon-legal-experts-weigh-in.html>

<sup>3</sup> <http://www.urbandictionary.com/define.php?term=Tricky%20Dick>

<sup>4</sup> [https://www.nytimes.com/interactive/2017/06/23/opinion/trumps-lies.html?\\_r=0&emc=edit\\_ty\\_20170721&nl=opinion-today&nid=79629818&te=1](https://www.nytimes.com/interactive/2017/06/23/opinion/trumps-lies.html?_r=0&emc=edit_ty_20170721&nl=opinion-today&nid=79629818&te=1)

<sup>5</sup> <http://www.bild.de/politik/ausland/brexit/brexit-brite-verbluefft-in-bruessel-52574990.bild.html>

On ne peut s'empêcher de penser qu'il s'agit d'un cas flagrant d'ignorance. Il est pourtant avéré que l'économie britannique va plus mal que la zone euro. Les initiatives des adversaires du Brexit pour en reprendre les discussions semblent (pour le moment) inefficaces bien qu'il soit devenu clair entre-temps pour beaucoup de partisans qu'ils ont été au moins en partie induits en erreur<sup>6,7</sup>.

Prenons l'exemple d'Euratom. Theresa May ne s'est apparemment chargée du dossier Euratom que de manière très superficielle avant de valider l'article 50 le 29/03/2017. Il devient peu à peu évident que le maintien du fonctionnement des quinze centrales nucléaires actives en Grande-Bretagne risque d'être remis en cause puisqu'entre autres, Euratom est compétente pour la surveillance des normes de sécurité des centrales nucléaires dans l'UE. Un retrait obligerait les Britanniques à créer de toute pièce leur propre autorité, avec ses normes propres et son personnel, dans un délai de vingt mois ou voire même de fermer les centrales nucléaires, avec les conséquences que cela aurait sur l'approvisionnement en énergie. Après la sortie d'Euratom, les patients atteints de cancer suivant une radiothérapie seraient également dans l'obligation de se tourner vers d'autres prestataires pour avoir accès aux isotopes radioactifs dont ils ont besoin pour leur traitement, puisque cette autorité est aussi compétente dans ce domaine. Deux exemples qui, à mes yeux, prouvent l'ignorance des Britanniques envers les implications beaucoup plus profondes qu'il n'y paraît du partenariat établi depuis 1973 avec l'UE (ou plus précisément avec la CEE). Si la Grande-Bretagne décidait tout simplement de sortir de la table des négociations, les conséquences négatives en seraient difficile à prévoir. Contrairement à ce que la photo suggère, nous pouvons seulement espérer que la délégation britannique examine de près la question.

Pour nous, cela signifie qu'il est à peine concevable d'investir en Grande-Bretagne en ce moment, car les risques sont, à tout point de vue, difficiles à estimer. Si la livre continue à perdre de la valeur, cela pourrait avoir un impact positif sur les exportations

britanniques à court terme. À long terme, les raisons pour lesquelles la devise a chuté reviendraient au premier plan. Nous cherchons à bénéficier d'une dépréciation supplémentaire des cours de la livre à l'aide des options sur devise.

En Allemagne, les accords collusoires entre les anciens grands constructeurs automobiles nous ont encore surpris peu avant les vacances d'été avec des décotes significatives des actions Daimler, BMW et Volkswagen. À l'heure où ces lignes ont été écrites, il n'était toutefois pas possible de prévoir l'étendue des conséquences. Il est cependant probable que les conséquences soient mauvaises voire très mauvaises et très mauvaises : on sait que les autorités américaines mènent également leurs enquêtes et qu'elles ne sont pas connues pour donner de petites amendes. La situation reste par conséquent sous (haute) tension.

Les marchés financiers, malgré les nouvelles actuelles, sont toujours assez peu volatils. À l'exception du dollar américain mentionné précédemment, on pouvait à peine percevoir des tendances claires.

Dans tous les cas, nous nous réjouissons de cette période d'accalmie saisonnière, période pendant laquelle la presse s'en donne à cœur-joie pour alimenter la rubrique des faits divers. Nous ouvrons la présente édition du commentaire de marché avec un récit sur le rhinocéros gris. Une histoire que va vous raconter notre économiste en chef Yves Longchamp dans les pages suivantes.



## Auteurs >>

**Guido Barthels**  
Portfolio Manager  
ETHENEA Independent  
Investors S.A.

**Yves Longchamp, CFA**  
Head of Research  
ETHENEA Independent  
Investors (Schweiz) AG

<sup>6</sup> <http://www.independent.co.uk/voices/brexit-eu-negotiator-europe-euratom-airline-safety-negotiations-theresa-may-worse-anyone-guessed-a7858586.html>

<sup>7</sup> <http://www.dailyrecord.co.uk/news/politics/former-celtic-director-warns-british-10824361>

<sup>8</sup> <http://thebulletin.org/what-euratom-and-why-has-it-emerged-brexit-battleground10969>

# Perspectives macroéconomiques >>

## Le rhinocéros gris

À l'occasion de la traditionnelle parade militaire de la fête nationale française, Emmanuel Macron et Donald Trump ont fêté l'amitié franco-américaine le 14 juillet sur les Champs-Élysées. La parade, organisée dans la Ville lumière, a relégué au second plan un événement bien plus important qui s'est déroulé au même moment à l'autre bout du monde. Dans la ville de Pékin, assombrie par la pollution, le président chinois Xi Jinping a participé à la National Financial Work Conference, une conférence à huis-clos qui a lieu tous les cinq ans et donne l'orientation des réformes financières de la Chine.

Dans la capitale chinoise, ni le coq gaulois aux couleurs éclatantes, ni le fier pygargue à tête blanche américain ne sont au centre des préoccupations, c'est la menace d'une autre créature qui est dans tous les esprits : le rhinocéros gris.

On ne compte qu'une poignée d'animaux dans la mythologie financière. Les plus connus sont le taureau et l'ours qui symbolisent les tendances de marché à la hausse et à la baisse. Grâce à l'essor mondial des startups, la licorne est également récemment devenue assez populaire. Il y a quelques années, le cygne noir avait aussi fait son entrée au bestiaire mythologique. Cette créature mythique a été popularisée par Nicholas Taleb dans son bestseller « Le cygne noir : La puissance de l'imprévisible »<sup>9</sup>, publié quelques jours avant le début de la crise financière en 2007. D'après la définition de Taleb, un cygne noir est un événement rare et imprévisible qui prend tous les observateurs par surprise lorsqu'il se produit.

Contrairement aux événements du type « cygne noir », qui se produisent de manière inattendue, un rhinocéros gris est un événement très probable avec une incidence considérable, mais dont le danger potentiel avait été sous-estimé. Il s'agit d'un mélange entre la métaphore anglaise de l'« éléphant dans la pièce » (en anglais : elephant in the room, un problème évident que personne ne veut aborder) et le cygne noir, improbable et imprévisible. « Les rhinocéros gris ne constituent pas une surprise ; ils surviennent après une série d'avertissements et de signes visibles »<sup>10</sup> écrit Michele Wucker, auteure du livre « The Gray Rhino : How to Recognize and Act on the Obvious Dangers we Ignore »<sup>11</sup>.

Les rhinocéros se sont éteints en Chine il y a longtemps déjà.<sup>12</sup> Pourquoi le président chinois les ramène-t-il à la vie ?

La crise financière mondiale et la Grande Récession qui a suivi ont complètement redessiné l'économie mondiale. En Chine, ces événements ont conduit à d'importants changements au niveau de ses indicateurs économiques. Entre 2007 et 2016, la croissance du PIB a été réduite de moitié (de 14,2 % à 6,7 %). L'endettement<sup>13</sup> est monté en flèche et est passé d'environ 150 % du PIB à un niveau record de 257 %, principalement à cause du ratio d'endettement croissant des entreprises non-financières, qui ont dû gérer des problèmes de surcapacité depuis la crise. En outre, le nombre de créances douteuses a augmenté, même si les données officielles ne reflètent pas cette tendance. Le ratio du service de la dette (coût du paiement des intérêts et du refinancement de la dette en proportion du revenu) est monté de 13,4 % à plus de 20 % à la même période. Les réserves de devises de la People's Bank of China (PBoC) - qui augmentaient de manière progressive avant la crise, et conjointement avec l'afflux massif de capitaux vers la Chine - ont en revanche considérablement chuté. L'année dernière, la fuite de capitaux a été réduite uniquement parce qu'elle a été limitée par le gouvernement chinois. Le renminbi, qui avait peu à peu pris de la valeur avant la crise, se trouve désormais sous une pression baissière. Les prix de l'immobilier explosent et le logement est de plus en plus financé par l'endettement. Le système bancaire parallèle chinois (« shadow banking ») et la prolifération des produits de gestion d'actifs - qui permettent le financement de différents investissements hors bilan - rendent le suivi des risques financiers difficile, voire impossible.

En raison des déséquilibres croissants, les fondamentaux chinois se sont rapidement détériorés ces dix dernières années. Cette détérioration se reflète sur l'économie intérieure (endettement important, prix de l'immobilier élevés), mais également sur la scène internationale (chute des réserves de devises, pression baissière sur le renminbi et fuites des capitaux). Les changements spectaculaires dans les résultats économiques chinois, changements mentionnés ci-dessus, constituent d'après la terminologie de Michele Wucker une « suite de signes visibles ». Le premier « signal d'avertissement » fut une chute de 15 % du S&P 500 causée par la dépréciation du yuan et la chute des cours boursiers de Chine en

janvier 2016 qui en a résulté - ce qui représente les premiers signes avant-coureurs. La reconnaissance officielle par le président Xi Jinping de l'exposition du secteur financier à des risques systémiques et de la nécessité de mieux le surveiller et le réglementer s'inscrit exactement dans la définition du rhinocéros gris au sens de Michele Wucker.

Si un tel mastodonte se rapproche, les responsables politiques devraient se préparer au pire et tenter parallèlement d'atténuer le phénomène. Par exemple, la PBoC a relevé les taux d'intérêts à court terme à cette fin. Jusqu'à un certain point, cette mesure semble productive puisque le ratio endettement / PIB des entreprises non-financières est resté stable ces quatre derniers trimestres, après avoir progressé de manière spectaculaire au cours des années précédentes.

La National Financial Work Conference s'est achevée avec la création d'un organe décisionnel habilité à réagir rapidement et vigoureusement en cas de danger imminent. Il a aussi pour mission d'harmoniser la législation existante. La PBoC, la China Securities Regulatory Commission (CSRC), la China Bank Regulatory Commission (CBRC) et la China Insurance Regulatory Commission (CIRC) devraient être fusionnées en une seule autorité. Avec ce nouvel organe, qui dépend directement du State Council Financial Stability Development Committee et est surveillé par le Conseil d'État, le pays souhaite créer un instrument simplifié destiné à surveiller les risques systémiques. Dans ce contexte,

la banque centrale obtient des compétences supplémentaires. Nous ne savons pas encore quelles sont les méthodes de travail auxquelles la nouvelle autorité aspire ni qui va la diriger. Le gouverneur actuel de la PBoC, Zhou Xiaochuan, va probablement prendre sa retraite dans les mois à venir. Le nouveau directeur de la PBoC devrait surtout se concentrer sur la stabilité financière. Le Parti communiste chinois donnera la feuille de route stratégique que la Chine suivra pendant les cinq prochaines années à l'occasion de la 19e convention du parti cet hiver. L'une des lignes directrices sera naturellement la stabilité financière.

Il reste à espérer la menace d'un « rhinocéros gris » soit épargnée à la Chine dans un avenir proche. Dans tous les cas, le gouvernement est conscient du danger et prend en ce moment des mesures de défense concrètes. Entre-temps, nous allons attentivement continuer de surveiller les événements et nous nous appuyons aussi bien sur les signes visibles que sur les signaux d'avertissement.

## Auteurs >>

**Yves Longchamp, CFA**

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>9</sup> [https://fr.wikipedia.org/wiki/Le\\_Cygne\\_noir\\_\(livre\)](https://fr.wikipedia.org/wiki/Le_Cygne_noir_(livre))

<sup>10</sup> <http://wucker.com/writing/the-gray-rhino/>

<sup>11</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Michele\\_Wucker](https://en.wikipedia.org/wiki/Michele_Wucker)

<sup>12</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Rhinoceroses\\_in\\_ancient\\_China](https://en.wikipedia.org/wiki/Rhinoceroses_in_ancient_China)

<sup>13</sup> Endettement de ceux qui n'opèrent pas dans le secteur financier (ménages, entreprises qui n'opèrent pas dans le domaine financier et le gouvernement).



>> Souhaitez-vous consulter les vidéos de notre Head of Research ?

Elles sont disponibles dans la rubrique **Vidéo** de notre site Internet.  
[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)



## 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 – Responsable de la recherche chez ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Thomas Herbert (absent de la photo).*

## Contact >>

N'hésitez pas à nous contacter pour toute question ou suggestion éventuelle.

ETHENEA Independent Investors S.A.  
16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg  
Phone : +352 276 921 -0 · Fax : +352 276 921 -1099  
info@ethenea.com · ethenea.com

>> Souhaitez-vous consulter les vidéos de notre Head of Research ?



Elles sont disponibles dans la rubrique **Vidéo** de notre site Internet.

[ethenea.com/goto/videos](http://ethenea.com/goto/videos)

## Mentions légales >>

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. Édition du 31 juillet 2017