



COMMENTAIRE DE MARCHÉ



Dépressurisation

2017 est une année électorale en Europe et les parties populistes font parler d'eux. Aux États-Unis en revanche, une fois la rhétorique électorale passée, il s'agit de voir ce qui va suivre. Ce n'est peut-être qu'une question de temps avant qu'une baisse de pression se manifeste sur les marchés et que les investisseurs s'attachent de nouveau aux faits ...

Sommaire >>

Édition du 28 février 2017

- > [Dépressurisation](#)
- > [Perspectives macroéconomiques](#)





Dépressurisation

2017 est une année électorale en Europe et les parties populistes font parler d'eux. Aux États-Unis en revanche, une fois la rhétorique électorale passée, il s'agit de voir ce qui va suivre. Ce n'est peut-être qu'une question de temps avant qu'une baisse de pression se manifeste sur les marchés et que les investisseurs s'attachent de nouveau aux faits ...

Ce mois-ci encore, nous commençons un Commentaire de Marché en parlant de Donald Trump – et ce ne sera sûrement pas la dernière fois, car le potentiel de divertissement du nouveau président américain dépasse de loin la valeur des informations qu'il prodigue. Jusqu'à présent, nous avons uniquement entendu *beaucoup de bruit pour rien* ou, comme l'a si justement formulé mon collègue Simon Oeser à l'issue du discours de Trump devant le Congrès : « make America wait

» L'engouement autour de la *Trumpflation* semble pour l'heure n'être que ça : un engouement. «

again ». Les déclarations tonitruantes de l'administration américaine ne sont à ce jour guère suivies de mesures concrètes. Au moment où nous écrivons ces lignes, ni la réforme fiscale *historique*¹ ni la refonte de la réforme de la santé initiée par Obama n'ont fait l'objet ne serait-ce que d'ébauches. L'engouement autour de la *Trumpflation* semble pour l'heure n'être que ça : un engouement. En tant qu'Européens, tout cela ne

devrait à vrai dire pas nous concerner outre mesure. Ce sont davantage les électeurs américains, bernés par Donald Trump, qui devraient en pâtir. Il est certain en revanche que cela deviendra très important pour nous de ce côté de l'Atlantique dès lors que les marchés s'intéresseront de nouveau aux *faits*, au lieu de courir après une *chimère*.

Rappelons-nous comment, avant l'élection, les marchés réagissaient chaque fois que Donald Trump devançait Hillary Clinton dans les sondages : les marchés d'actions se repliaient et les rendements obligataires chutaient. Au matin du 9 novembre 2016, à l'annonce de l'élection de Donald Trump en tant que 45e président des États-Unis, les réactions des marchés ont été dans la même veine : les actions américaines ont atteint des points bas et les rendements des bons du Trésor US à 10 ans sont tombés de 1,85 % à 1,72 %. Mais ce mouvement n'a duré que quatre heures. Après le discours d'investiture prononcé par Donald Trump à 8h00 HEC, le marché a commencé à se concentrer sur les aspects positifs de sa présidence. Comme si, peu à peu, un nombre croissant d'investisseurs prenaient le train en marche, inversant ainsi la tendance sur les marchés

¹ Source : <http://www.cnbc.com/2017/03/01/trumps-ambitious-tax-reforms-are-unlikely-to-be-implemented-by-september-pwc-chairman.html>

d'actions et d'obligations. Soudain, les mesures d'infrastructures annoncées et la déréglementation bancaire envisagée étaient au centre de toutes les attentions. L'on parlait alors d'un *esprit animal*², qui se serait réveillé. La dépression profonde avait cédé la place à une euphorie extrême. De tels changements d'humeur s'observent généralement chez les personnes atteintes de graves troubles psychiques. S'agissant des marchés, nous avons l'habitude de comportements de ce genre.

Ce constat est édifiant dans la mesure où le marché pourrait dans un avenir proche perdre ses illusions quant à la mise en œuvre des réformes promises par Donald Trump. Nous ne prétons certes pas de mauvaises intentions au nouveau président américain, mais la *realpolitik* est de toute évidence un peu plus complexe que la rhétorique de campagne électorale. Une grande partie des récentes fluctuations des marchés, tant sur le front des actions que des obligations, peut être considérée

» La pression haussière sur les actions et les rendements pourrait à nouveau très rapidement s'essouffler. «

comme une distribution prématurée de lauriers. Et si nous assistions ici à une réévaluation du marché, les choses seraient amenées encore une fois à aller extrêmement vite. La pression haussière sur les actions et les rendements pourrait à nouveau très rapidement s'essouffler. Pour nous, cela signifie : un doigt sur le bouton de vente pour les actions américaines et un autre sur le bouton d'achat pour les obligations en USD.

En Europe, le nombre de risques politiques est également important : des élections seront organisées non seulement aux

Pays-Bas, en France et en Allemagne, mais vraisemblablement aussi en Italie. En outre, les incertitudes persistent quant à la mise en œuvre du Brexit par le gouvernement de Theresa May, la tenue possible d'un nouveau référendum sur l'indépendance de l'Écosse, etc. Yves Longchamp fera toute la lumière sur le système électoral des différents pays dans la partie macroéconomique du présent Commentaire de Marché. La conclusion qui s'impose rapidement est que l'alarmisme régnant sur les marchés concernant une éventuelle victoire de Marine Le Pen à la présidentielle est en grande partie exagéré et repose selon toute vraisemblance sur une méconnaissance du système électoral français. Nous espérons que notre article contribuera à objectiver quelque peu le débat sur les risques.

S'agissant des élections imminentes, nous n'attendons pas de surprises de taille. Ni les Pays-Bas, ni l'Italie ou encore la France ne vont quitter la zone euro et aucun gouvernement populiste ne sera à la tête de ces trois pays en fin d'année. Le

» S'agissant des élections imminentes, nous n'attendons pas de surprises de taille. «

climat d'incertitude fait toutefois en sorte que les investisseurs internationaux se tiennent à l'écart de l'Europe. Les cours actuels des actifs risqués européens, et notamment des actions, nous paraissent attrayants. C'est pourquoi nous leur avons attribué une pondération significative. Concernant les marchés obligataires, nous restons relativement prudents. En effet, malgré l'élargissement des écarts de rendement de la France et de l'Italie par rapport aux emprunts d'État allemands, qui devraient retrouver leurs anciens niveaux après les élections, nous pensons globalement que les rendements vont plutôt repartir à la hausse dans la zone euro.

Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

² *Esprit animal* fait référence aux « éléments irrationnels dans l'économie, comme des instincts irrationnels, des émotions, des comportements grégaires, ce qui peut conduire, d'après les keynésiens, à des fluctuations conjoncturelles et au chômage involontaire. Ce terme a été employé par John Maynard Keynes dans *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Source : https://de.wikipedia.org/wiki/Animal_Spirits

Perspectives macroéconomiques >>

Freins et contrepoids

Parce que « la démocratie est le pire des régimes – à l'exception de tous les autres déjà essayés dans le passé »³, un système reposant sur des freins et des contrepoids limite les pouvoirs des organes exécutif et législatif. Nous consacrons la présente

» Un système reposant sur des freins et des contrepoids limite les pouvoirs des organes exécutif et législatif. «

édition à comprendre pourquoi les élections revêtent une telle importance. Comme le *risque politique* est devenu un terme clé dans le jargon financier, nous avons jugé utile de faire la lumière sur le fonctionnement des systèmes politiques.

Il existe des similitudes entre les systèmes politiques de l'Italie, de la France et des États-Unis. Ils sont tous démocratiques et bicaméraux. Le pouvoir législatif du gouvernement est partagé entre une chambre haute (le Sénat) et une chambre basse (la Chambre des représentants aux États-Unis, l'Assemblée nationale en France et la Chambre des députés en Italie). Ensemble, les deux chambres forment le *Congrès* aux États-Unis et le *Parlement* en France et en Italie. Le pouvoir exécutif est exercé par le président en France et aux États-Unis ou par le premier ministre en Italie.

Les systèmes présentent également des différences dont découle un pouvoir exécutif plus ou moins influent : les majorités en place, le processus électoral et le pouvoir relatif des chambres. Nous nous basons sur ces trois éléments pour évaluer le niveau de risque lié à une élection politique.

États-Unis

Malgré le fait (véridique) que Donald Trump a été élu 45e président des États-Unis sans avoir obtenu la majorité des voix de la population – une indication que les démocraties bien établies ne sont pas aussi démocratiques que l'on pourrait le croire –, son pouvoir est bien ancré puisqu'il détient la majorité au sein des deux chambres. En effet, les Républicains

disposent de 52 sièges sur 100 au Sénat et de 241 sièges sur 435 à la Chambre des représentants. Bien que les Républicains ne soient pas tous des *Trumpistes*, il est juste de supposer que Donald Trump trouvera un certain soutien au sein des deux chambres pour mettre en œuvre tout ou partie de ses programmes, contrairement à son prédécesseur.

En outre, le président Trump a le pouvoir de nommer les secrétaires d'État et les juges de la Cour suprême, et même d'influencer la nomination de nouveaux membres au sein du FOMC de la Fed qui partagent ses opinions. De toute évidence, c'est un président puissant qui, tant qu'il échappe à la

» Donald Trump constitue un réel risque politique, pour le meilleur comme pour le pire. «

vindictive populaire, demeure digne d'être suivi sur Twitter – ses interventions étant à prendre avec des pincettes bien entendu. De ce point de vue, Donald Trump constitue un réel risque politique, pour le meilleur comme pour le pire.

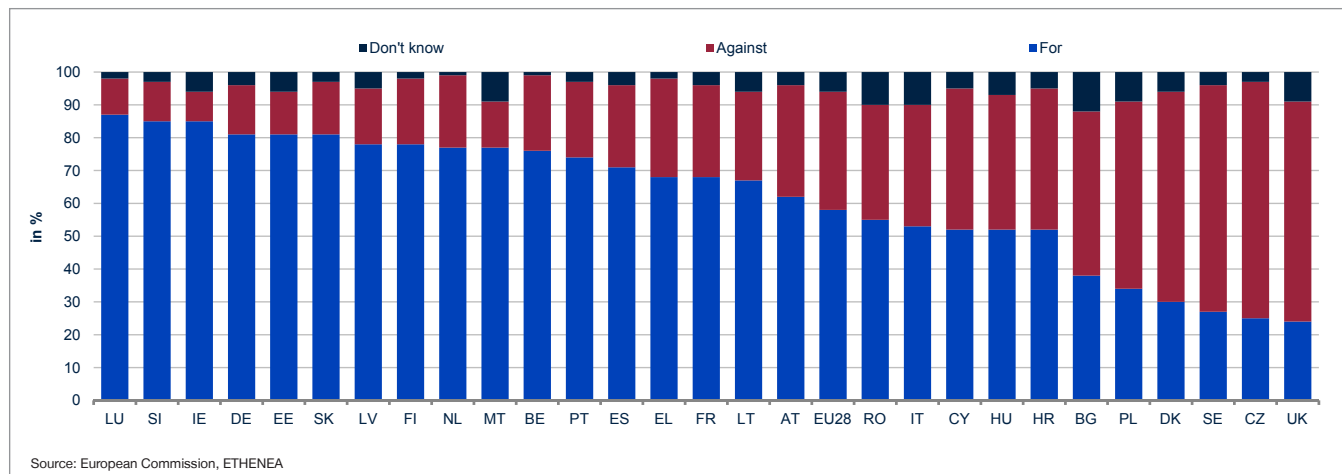
France

En France, la campagne électorale présidentielle bat son plein. Marine Le Pen, leader du parti d'extrême-droite *Front National*, est presque assurée de passer le premier tour, qui aura lieu le 23 avril. Elle bénéficie d'un électorat solide et stable, qui votera toujours pour elle. Ses adversaires sont François Fillon, désigné par le principal parti de centre-droite du pays, *Les Républicains*, et dont la popularité est en perte de vitesse ; Emmanuel Macron pour le mouvement *En marche !* ; et Benoît Hamon pour le parti socialiste. Selon les sondages, Marine Le Pen sera au second tour opposée à Emmanuel Macron qui, d'après ces mêmes sondages, deviendra le prochain président français. La défaite de Marine Le Pen est de fait fort probable puisque le choix entre les deux finalistes revient aussi à décider de quitter la zone euro ou d'y rester.

Le premier des 144 engagements⁴ que Marine Le Pen souhaite concrétiser si elle accède à la fonction suprême consiste à

³ Cette affirmation (ou une formulation du même style) est fréquemment attribuée à Winston Churchill.

⁴ Source: <https://www.marine2017.fr/wp-content/uploads/2017/02/projet-presidentiel-marine-le-pen.pdf>



Graphique 1 : Quelle est votre opinion ? Une union économique et monétaire européenne avec une monnaie unique, l'euro

organiser un référendum sur un Frexit. Selon le dernier Eurobaromètre, presque deux tiers des Français sont favorables à la zone euro (Graphique 1). Par ailleurs, les élections passées ont montré que les voix qui n'ont pas été données au Front National tendent à se reporter en masse sur l'autre candidat (*front républicain*) au second tour.

Imaginons que Marine Le Pen devienne la nouvelle présidente de la France au soir du 7 mai. Se pose alors la question de la composition de l'Assemblée nationale, chambre la plus

» Le premier des 144 engagements que Marine Le Pen souhaite concrétiser si elle accède à la fonction suprême consiste à organiser un référendum sur un Frexit. «

puissante. Les élections législatives, dont le premier tour se tiendra le 11 juin et le second tour le 18 juin, apporteront la réponse à cette question. Ce sont les mêmes électeurs qui élisent directement le président et les membres de l'Assemblée nationale. Pour que Marine Le Pen ait le pouvoir de « remettre la France en ordre »⁵, il faut qu'elle dispose de la majorité à l'Assemblée nationale.

Dans la composition actuelle, seuls deux (Marion Maréchal-Le Pen et Gilbert Collard)⁶ des 577 députés soutiennent le Front National, bien que Marine Le Pen ait remporté près de 18 % des votes au premier tour de l'élection présidentielle de 2012.

Le processus d'élection des membres de l'Assemblée nationale est très similaire à celui de la présidentielle. Il s'agit d'un système basé sur la majorité et non sur la proportionnalité. Au

premier tour, tous les candidats tentent de capter le plus de voix possible et le choix est réduit à ceux qui obtiennent une majorité au second tour. Tant qu'il y a un *front républicain* au second tour, il est peu probable que Marine Le Pen soit élue et que l'Assemblée soit à majorité pro-Front National. Cela dit, « le mot impossible n'est pas français »⁷, et si Marine Le Pen remportait la présidentielle, cela signifierait que le *front républicain* n'est plus. La conséquence logique serait alors que le Front National dispose de plus de sièges à l'Assemblée nationale. Selon certaines estimations, le parti pourrait détenir 60 sièges⁸, soit nettement plus que deux, mais toujours pas de majorité. Sur la base d'un scénario extrême dans lequel le Front National obtiendrait 100 sièges à l'Assemblée nationale, cette importante minorité pourrait être en mesure de lancer un *référendum d'initiative partagée*⁹ sur le Frexit si elle parvenait à convaincre 20 % des membres du Parlement de le soutenir. Plus loin dans le processus, l'une des chambres pourrait toujours s'opposer au référendum par majorité simple, empêchant ainsi sa tenue.

La conclusion de cette analyse politique complexe est que les élections françaises ne constituent à nos yeux pas un réel risque pour la zone euro, même si Marine Le Pen est élue présidente.

» Les élections françaises ne constituent à nos yeux pas un réel risque pour la zone euro. «

Il est peu probable que la France décide de quitter l'Europe par choix. Mais cela ne signifie pas pour autant qu'une élection de Marine Le Pen n'aura pas d'impact sur les marchés financiers, et tout particulièrement sur l'euro et sur les rendements des emprunts d'État français.

⁵ Source : <https://www.marine2017.fr/au-nom-du-peuple/>

⁶ Source : http://www.assemblee-nationale.fr/14/tribun/xml/liste_rattachement_partis_2017.asp

⁷ C'est expression est attribuée à Napoléon Bonaparte.

⁸ Source : <http://tempsreel.nouvelobs.com/politique/20160622.OBS3143/60-deputes-fn-a-l-assemblee-en-2017.html>

⁹ Le référendum d'initiative partagée est un dispositif prévu en France par la Loi constitutionnelle du 23 juillet 2008.

Italie

L'Italie présente également un système politique bicaméral, qui a pour particularité d'être égalitaire, c'est-à-dire que la chambre haute et la chambre basse pèsent de la même manière dans la balance, contrairement à la France. Par rapport aux États-Unis et à la France, le président italien (Sergio Mattarella) a

» Par rapport aux États-Unis et à la France, le président italien a une fonction représentative. «

une fonction représentative. Le premier ministre (Paolo Gentiloni) est l'homme fort du gouvernement pour ainsi dire. Pour gouverner l'Italie et adopter des lois, il est ainsi essentiel qu'il dispose de la majorité dans les deux chambres, une situation à laquelle il est difficile de parvenir dans une nation au paysage politique fragmenté. Obtenir une majorité implique de former des coalitions qui soient aussi fortes que le dénominateur commun. Depuis 1946 et la création de la République italienne, 42 premiers ministres se sont succédés durant dix-sept législatures.¹⁰

En pareil contexte, il est difficile de se réformer pour l'Italie. Le récent référendum sur la réforme constitutionnelle, proposé par Matteo Renzi en décembre 2016 et qui lui a coûté son poste de premier ministre, est le dernier exemple en date de cette saga électorale interminable.

Les Italiens ne sont pas aussi convaincus par l'euro que les Français, puisqu'ils ne sont que 53 % à y être favorables (Graphique 1). Parmi les partis politiques, seule la *Lega Nord* est à orientation autonomiste. Mais il s'agit d'un petit parti,

peu susceptible de former une coalition assez importante pour prendre le pouvoir dans les deux chambres et initier un *Itexit*.

Ici aussi, nous pensons qu'un *Itexit* à la suite d'un référendum est très improbable. Bien qu'aucune élection ne soit prévue en

» Les Italiens ne sont pas aussi convaincus par l'euro que les Français. «

Italie cette année, il est possible qu'un scrutin soit organisé à l'automne. Malgré une issue incertaine, nous estimons très peu plausible qu'un gouvernement anti-européen soit élu.

Conclusion

Donald Trump est un président puissant en mesure de réformer les États-Unis et, à ce titre, constitue un risque politique réel. En France et en Italie en revanche, les risques politiques liés aux élections sont selon nous exagérés. En Europe, le risque numéro un reste la combinaison de fragilité économique et d'hétérogénéité des États membres régis par une seule monnaie et un taux d'intérêt unique. Le processus d'ajustement qui s'est opéré avant la création de l'euro, essentiellement via les fluctuations des taux de change et le différentiel d'inflation, n'existe plus. Ce qui reste, c'est une dévaluation interne via les différences d'inflation (pour certains pays cela inclut aussi la déflation). En conséquence, nous pensons que le principal risque en Europe est davantage d'ordre économique que politique. En effet, un ralentissement ou une récession prolongé(e) ferait ressurgir les écarts de productivité et la lourde dette publique. Pour l'heure, les indicateurs économiques demeurent globalement encourageants dans la zone euro, occultant le problème existentiel de l'Union.

Auteur >>

Yves Longchamp, CFA

Head of Research

ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

¹⁰ Source: https://fr.wikipedia.org/wiki/Liste_des_pr%C3%A9sidents_du_Conseil_italien



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 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 28/02/2017.