



COMMENTAIRE DE MARCHÉ

Ne dites pas c'est fini tant que la grosse dame n'a pas chanté.¹

L'entrée en scène de la Valkyrie² Brunehilde sonne la fin du monde dans *L'Anneau du Nibelung* de Wagner. Cependant, tant que la chanteuse d'opéra, le plus souvent prise d'embonpoint, n'est pas montée sur les planches, la fin reste incertaine. À quel acte en sont les marchés de capitaux ?

Sommaire >>

Édition du 30 novembre 2016

- > [Ne dites pas c'est fini tant que la grosse dame n'a pas chanté.¹](#)
- > [Perspectives macroéconomiques](#)





Ne dites pas c'est fini tant que la grosse dame n'a pas chanté.¹

L'entrée en scène de la Valkyrie² Brunehilde sonne la fin du monde dans *L'Anneau du Nibelung* de Wagner. Cependant, tant que la chanteuse d'opéra, le plus souvent prise d'embonpoint, n'est pas montée sur les planches, la fin reste incertaine. À quel acte en sont les marchés de capitaux ?

L'expression familière *it's not over until the fat lady sings* est une expression couramment utilisée par les anglophones et fait allusion à la dernière aria d'un opéra qui est habituellement interprétée par une soprano (souvent bien enveloppée).

Quoi qu'il en soit, nous répondons avec un non catégorique à la question lancinante de savoir si la hausse des obligations, qui dure depuis plusieurs décennies, est enfin arrivée à son

» Nous répondons avec un non catégorique à la question lancinante de savoir si la hausse des obligations, qui dure depuis plusieurs décennies, est enfin arrivée à son terme. «

terme. Et ce n'est pas pour demain. Cela ne veut toutefois pas dire que les rendements des Bunds allemands à 10 ans ou ceux

des bons du Trésor américain ne pourraient pas entre-temps grimper une nouvelle fois à 1,50 % ou 3 % respectivement. De telles fluctuations resteraient dans la fourchette normale des hauts et des bas des marchés de capitaux.

Ce qui est moins normal, c'est la vitesse effrayante à laquelle ces oscillations surviennent. Le 1^{er} décembre, Bloomberg a rapporté que la valeur de l'indice Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return³ avait chuté de 1.700 milliards USD le mois précédent. Un chiffre incroyable en l'espace d'un mois seulement. La valeur de l'indice s'établit encore actuellement à 44.480 milliards USD. Il s'agirait donc d'un repli de près de 3,7 %, une ampleur que nous n'avons plus observée depuis de nombreuses années. Une telle situation explique également pourquoi nous ne voyons pas dans la plupart des mouvements de marché l'œuvre des fondamentaux, mais bien celle des facteurs techniques.

¹ L'équivalent en français de cette expression est *Ne vendez pas la peau de l'ours avant de l'avoir tué*; elle signifie que « l'issue d'un événement est difficilement prévisible tant qu'il est en train de se produire ». Source : https://en.wikipedia.org/wiki/It_ain't_over_till_the_fat_lady_sings

² Les Valkyries, dans la mythologie nordique, sont des vierges guerrières. Source: <https://fr.wikipedia.org/wiki/Valkyrie>

³ L'indice Bloomberg Barclays Global-Aggregate est une référence fondamentale pour les obligations investment grade de vingt-quatre marchés des changes locaux. Cet indice de référence, libellé en différentes devises, regroupe des emprunts d'État, des obligations d'entreprises et des obligations titrisées à taux fixe d'émetteurs provenant tant de pays industrialisés que de marchés émergents.

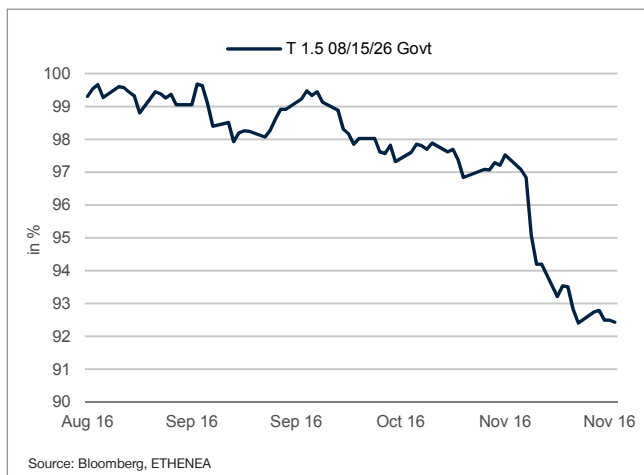
Le graphique 1 illustre ces fluctuations de cours considérables sur la base des bons du Trésor américain à 10 ans. Depuis le mois d'août, l'emprunt d'État a chuté de plus de 8 %, dont près de 6 % au cours des deux dernières semaines. Le graphique 2 met cette évolution extraordinaire en perspective : sur le long terme, elle est presque dérisoire. Cela ne veut pour autant pas dire que nous ne tenons pas compte de ces fluctuations de cours importantes, mais il faut pouvoir voir au-delà.

Si l'on exclut la perte de confiance marquée des investisseurs vis-à-vis des émetteurs, les rendements ne devraient pouvoir augmenter durablement que si l'inflation en fait autant. L'inflation globale, c.-à-d. celle généralement communiquée au grand

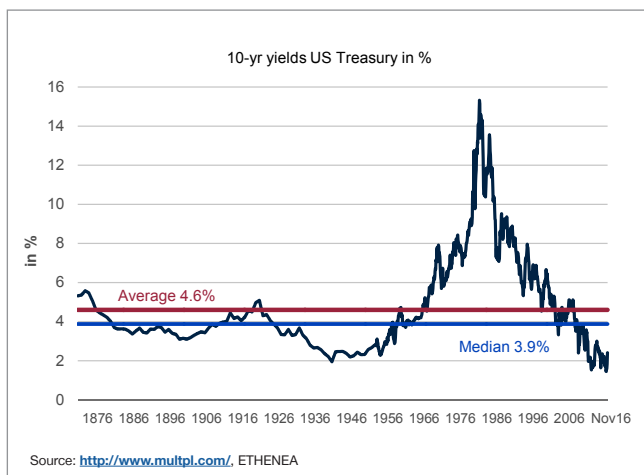
» L'inflation semble désormais être de retour. «

public, est en train de grimper et ne s'arrêtera pas là, et ce de part et d'autre de l'Atlantique. Cela s'explique en grande partie par le fait que la remontée des prix du pétrole par rapport à l'année précédente, ce qu'on appelle l'effet de base, fait de plus en plus pencher la balance. Le graphique 5 montre que le cours du brut a atteint son plus bas historique en janvier 2016. Depuis lors, le cours a grimpé en tout et pour tout d'environ 100 %. Les chiffres de l'inflation s'en ressentiront tout particulièrement au premier semestre 2017.

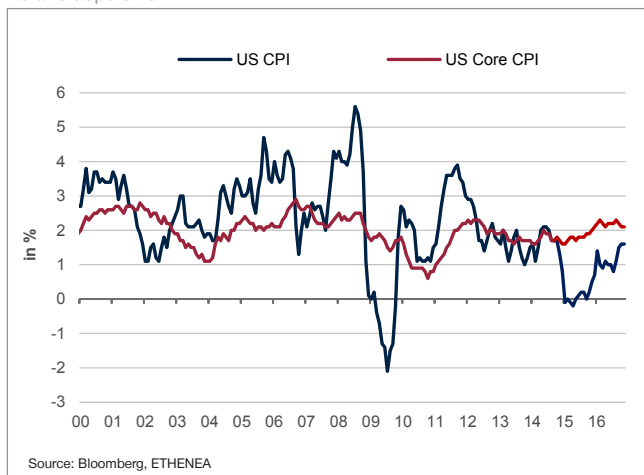
Les investisseurs n'en sortiront pas non plus indemnes. Le thème de l'inflation avait en grande partie déserté le champ de vision de nombreux investisseurs. Le spectre de la déflation était plutôt hardi ces derniers temps. L'inflation semble désormais être de retour. Nous n'anticipons toutefois pas de hausse constante des cours de l'or noir, et ce malgré la réduction de la production décidée par les membres de l'OPEP. Le sol américain regorge de réserves de pétrole brut. Le plus grand champ pétrolifère jamais découvert jusqu'à présent, qui pourrait représenter plus de 20 milliards de barils, ne l'a été qu'il y a peu sous le site de Wolfcamp au Texas. Le nouveau président Donald Trump a précisé au cours de sa campagne qu'il souhaitait relancer la production de gaz et de pétrole de schiste afin de créer de l'emploi. Ce projet devrait brider quelque peu les cours du pétrole dans le monde.



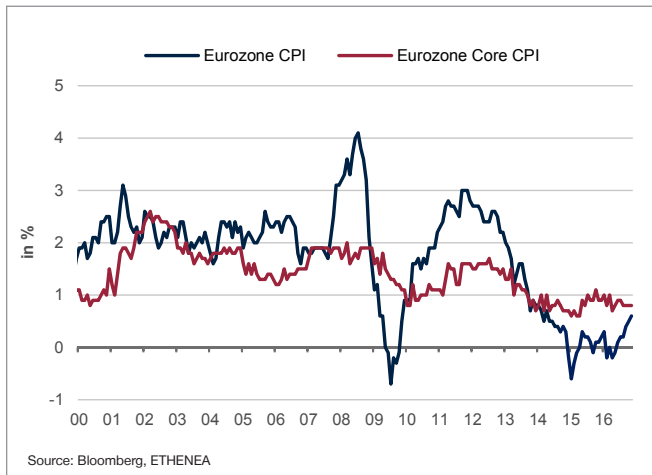
Graphique 1 : Évolution des bons du Trésor américain à 10 ans



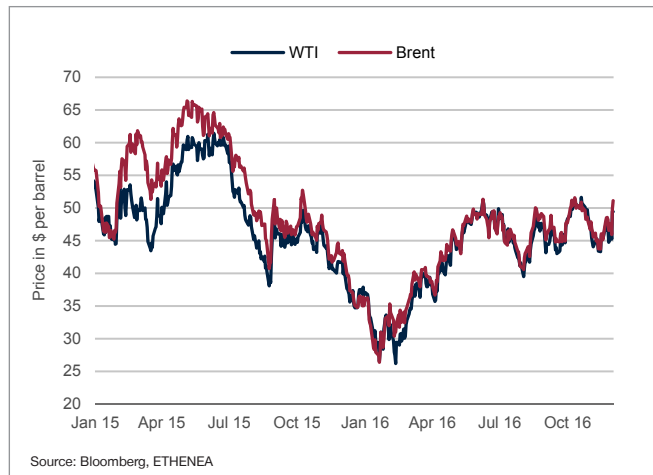
Graphique 2 : Évolution des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans depuis 1872



Graphique 3 : Taux d'inflation globale et sous-jacente aux États-Unis



Graphique 4 : Taux d'inflation globale et sous-jacente dans la zone euro



Graphique 5 : Évolution des cours du West Texas Intermediate et du Brent

Les taux d'inflation sous-jacente (qui excluent les prix volatils de l'énergie et des denrées alimentaires) sont quant à eux stables d'un côté comme de l'autre de l'Atlantique (graphiques 3 et 4). La question de savoir si la *Trumpflation* redoutée par les marchés se concrétisera est abordée dans la partie suivante par notre Head of Research, Yves Longchamp. Quoi qu'il en soit, nous pouvons d'ores et déjà affirmer ceci : la tendance à long terme dans un contexte de mondialisation à l'heure de l'automatisation rapide des processus de travail (Industrie 4.0) reste celle de la désinflation.⁴

Nous sommes curieux de savoir quand la hausse, à nos yeux largement exagérée, des rendements arrivera à sa fin. Nous avons bon espoir qu'elle survienne dans un avenir relativement proche. La grosse dame du dicton semble donc avoir d'autres obligations pour l'heure. Pour les rendements, le dernier acte n'est pas encore venu.



Auteurs >>

Guido Barthels

Portfolio Manager
ETHENEA Independent
Investors S.A.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent
Investors (Schweiz) AG

⁴ Nous recommandons vivement aux lecteurs intéressés la récente publication de Martin Ford *Rise of the Robots: technology and the threat of a jobless future*.

Perspectives macroéconomiques >>

Stagnation séculaire ou le dollar américain

Nous avons mis la thèse de la *stagnation séculaire*⁵ à l'épreuve des données et sommes parvenus à la conclusion que la faiblesse de la croissance comme de l'inflation tient en réalité davantage à la vigueur du dollar américain. Le renchérissement du billet vert depuis l'élection de Donald Trump est une source de préoccupation, car il implique une baisse des prix mondiaux et donc une inflation plus faible à l'avenir.

L'économie mondiale des années 1980 et du début des années 1990 n'est en rien comparable à celle d'aujourd'hui. Elle s'est profondément transformée au cours des 30 dernières années. Une distinction chronologique grossière nous conduirait à dire que le millénaire précédent a été dominé par les économies développées, tandis que le nouveau voit les pays en développement jouer les premiers rôles.

Dans les années 1980, les États-Unis et la région qui deviendrait plus tard la zone euro représentaient près de la moitié de la croissance du PIB mondial. Selon les projections du FMI, ces deux économies pourraient compter pour moins d'un quart de la croissance mondiale dès 2016 et devraient en représenter moins d'un cinquième après 2020. Pour les nostalgiques, les quinze dernières années ont été celles du déclin relatif des vieilles économies, mais elles ont également constitué une période d'expansion extraordinaire. Le PIB combiné des États-Unis et de la zone euro augmentait de bien moins de 1.000 milliards USD par an durant les années 1980, alors que sa hausse est aujourd'hui nettement supérieure à 1.000 milliards USD dans le soi-disant environnement de croissance atone, souvent associé au terme de stagnation séculaire (graphique 6).

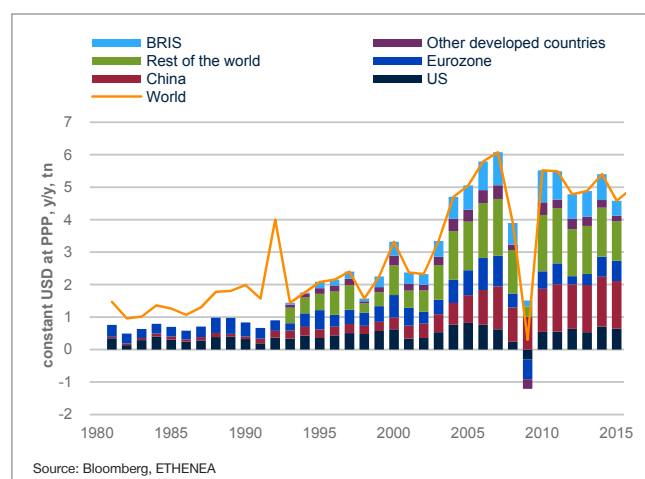
Où est la stagnation séculaire ?, telle est en effet la question que nous devons nous poser. Le graphique 6 décompose la croissance du PIB mondial, mesurée en dollar constant et à parité

de pouvoir d'achat (PPA)⁶, par régions. Selon cette mesure, la croissance récente a été vigoureuse et élevée. Fait encore plus remarquable, la crise financière mondiale et la Grande Récession qui s'est ensuivie n'ont eu aucun impact durable sur

» Où est la stagnation séculaire ? «

la croissance. D'après les dernières statistiques disponibles, le PIB a augmenté d'environ 4.500 milliards USD en 2015, un chiffre très respectable. S'il continue de croître à ce rythme jusqu'à la fin de la décennie, le PIB aura davantage progressé au cours des dix dernières années que pendant toute autre période comparable de l'histoire humaine.

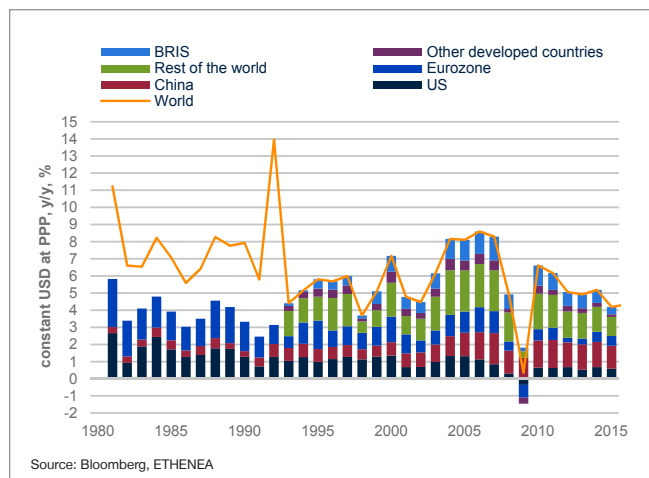
Si l'on n'observe nulle trace de stagnation séculaire dans les chiffres du PIB, elle est en revanche manifeste dans les chiffres du PIB. Au cas où la logique de ce constat ne serait pas perceptible, il convient d'observer plus attentivement les statistiques du PIB. Le graphique 7 décompose la croissance du PIB mondial, exprimée en dollar constant et à PPA, exactement comme



Graphique 6 : Absence de stagnation séculaire

⁵ La stagnation séculaire décrit un état de la macro économie caractérisé par une croissance molle – faible ou nulle, en dessous du potentiel de croissance prévisible à long terme que permettrait le plein emploi de la main d'oeuvre avec le capital disponible et l'efficacité du couple main d'oeuvre-capital. Source : <http://pratclif.com/2015/secular-stagnation.htm>

⁶ Le dollar constant à parité de pouvoir d'achat est une unité de compte abstraite utilisée par les économistes pour faciliter les comparaisons. Elle permet d'estimer la quantité produite dans une unité qui est constante au fil du temps et comparable d'une région à l'autre. Un kilogramme, un mètre ou une heure sont des unités constantes dans le temps qui permettent d'établir des comparaisons entre régions ; elles seraient idéales pour autant qu'il soit possible de convertir des services bancaires et de conseil en kilogrammes, en mètres ou en heures. Le dollar constant à PPA vise à rendre l'économie mondiale mesurable selon une seule et même unité permettant de l'appréhender comme une quantité, exempte de distorsions liées à la hausse des prix et aux fluctuations des taux de change.



Graphique 7 : Stagnation séculaire

dans le graphique 6. Il existe toutefois une petite différence dont découlent de profonds changements : la croissance est mesurée en dollar US dans le graphique 6, tandis qu'elle est exprimée en pourcentage dans le graphique 7. Selon ce système de mesure légèrement différent, qui est de loin celui le plus couramment utilisé pour estimer la croissance, l'évolution du PIB mondial montre en effet des signes de stagnation séculaire. Au cours de la période précédant la crise financière mondiale, la croissance s'est accélérée pour culminer à 8 % en 2006 puis a rapidement ralenti au lendemain de la crise, tombant à 4 % en 2015.

L'existence ou la non-existence de la stagnation séculaire étant fonction de l'unité de mesure utilisée, cette théorie ne nous paraît pas très convaincante. Si votre salaire était de 100 dix ans auparavant et que celui-ci a augmenté de 10 chaque année, vous gagneriez deux fois plus aujourd'hui qu'il y a dix ans. Cependant, les 10 supplémentaires n'augmenteraient à présent votre salaire que de 5 %, alors que la première hausse de salaire voici dix ans représentait un gain de 10 %. Supposons qu'il n'y ait pas d'inflation : de combien votre pouvoir d'achat augmentera-t-il l'an prochain ? De 10, comme chaque année, ou de seulement 5 % et non plus de 10 % comme c'était le cas dix ans plus tôt ? Vue sous cet angle, la stagnation séculaire semble relever davantage de la psychologie et de la sociologie que de l'économie.

Selon nous, le PIB a progressé à un rythme soutenu depuis la crise financière mondiale et il ne montre aucun signe évident de ralentissement. La croissance a même étonnamment bien résisté dans les trois principales régions économiques que sont les États-Unis, la zone euro et la Chine. Exception faite de la

situation de la zone euro au cours des années 2012 et 2013, au plus fort de la crise de la monnaie unique, la croissance est restée relativement stable.

Peu importe que l'on juge le verre à moitié vide ou à moitié plein, l'opinion la plus répandue est que l'économie actuelle ne se développe plus aussi rapidement qu'au cours des dernières décennies. Malgré la mise en œuvre de politiques de relance innovantes et massives par les banques centrales et

» Une forme de bon sens tenace suggère que les choses ne sont plus ce qu'elles étaient. «

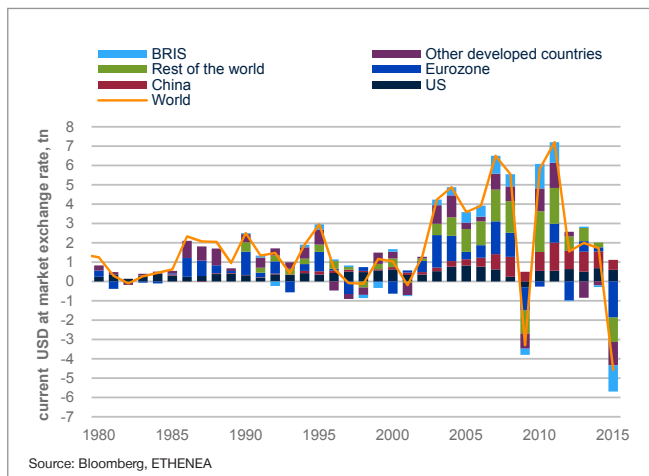
les gouvernements des grandes économies, les salaires n'ont guère augmenté et les rendements ont chuté à des niveaux historiquement bas. Une forme de bon sens tenace suggère que les choses ne sont plus ce qu'elles étaient.

Nous pensons que ce qui contribue à rendre le monde d'aujourd'hui moins séduisant qu'avant est lié à la vigueur du dollar américain. Le billet vert constitue l'unité monétaire de référence dans le monde. Il est utilisé pour rendre les valeurs économiques comparables à travers l'ensemble de la planète et sert de monnaie de facturation des échanges internationaux (produits manufacturés et matières premières) ; c'est encore la devise universellement acceptée que l'on emporte avec soi pour visiter des pays exotiques.

La croissance du PIB mesurée en dollar courant aux taux de change du marché⁷ est une statistique de l'activité mondiale plus proche de l'esprit d'une économie de marché régie par le capitalisme. Imaginez que vous êtes PDG de World Inc., société fictive produisant tout, partout, pour n'importe qui n'importe où, et que vous présentez le résultat annuel à vos actionnaires. Nul doute que vous ne mettriez pas l'accent sur les volumes de production de World Inc., mais plutôt sur sa rentabilité. La croissance du PIB en dollar constant à PPA mesure le volume produit, tandis qu'exprimée en dollar courant aux taux de change du marché, elle mesure la valeur ajoutée, la rentabilité de World Inc.

Étant donné que World Inc. a des actionnaires dans le monde entier, son compte de résultat est présenté en dollars US. Les résultats 2015 ont été alarmants, les pires dans l'histoire de l'entreprise.

⁷ Pour en savoir plus sur ce sujet, lisez notre Commentaire de Marché de [septembre 2015](#).



Graphique 8 : Baisse de la rentabilité

Les bénéfices ont reculé de plus de 4.500 milliards USD par rapport à l'année précédente, enregistrant une contraction encore plus prononcée que durant la crise financière mondiale (graphique 8). Notez que sur la période 2012-2014, la rentabilité a progressé de 2.000 milliards USD par an seulement alors que la production a augmenté de façon constante (graphique 9).

Les pressions sur les marges sont considérables. Le coût du capital est déjà faible, les salaires n'ont pas augmenté de façon

» Le résultat des élections récentes aux États-Unis a montré que les hommes blancs peu instruits avaient massivement voté en faveur de Donald Trump, manifestant ainsi leur mécontentement. «

significative au cours des dernières années et les employés sont de plus en plus irrités de constater que leur niveau de vie ne s'améliore pas. Le résultat des élections récentes aux États-Unis a montré que les hommes blancs peu instruits avaient massivement voté en faveur de Donald Trump, manifestant ainsi leur mécontentement.

Le faible niveau d'inflation implique qu'une compression supplémentaire des coûts ou une révision des prix à la hausse est hors de portée. En d'autres termes, les marges demeurent sous



Graphique 9 : Un dollar US fort a un effet déflationniste

pression. De plus, la vigueur du dollar affaiblit la rentabilité des usines et des magasins de World Inc. en dehors des États-Unis lors de la consolidation du compte de résultat annuel en dollars.

Pourquoi l'inflation ne revient-elle pas ? C'est une question difficile à laquelle toutes les banques centrales s'efforcent de répondre. Nous n'avons pas la réponse, mais nous observons cependant que les prix mondiaux (prix des biens manufacturés et des matières premières) répliquent le cycle du dollar (sur le graphique 9, l'indice en dollar est illustré sur une échelle inversée : la ligne descendante en rouge signale un renchérissement du billet vert).

Selon nous, cela signifie que tant que le dollar restera fort ou continuera de s'apprécier, l'inflation ne réapparaîtra pas. Un dollar fort est un obstacle à la relance mondiale et va à l'encontre du but recherché. Le *Trumpisme*, que nous définissons comme la manifestation d'une parfaite schizophrénie des opérateurs de marché qui, du jour au lendemain et sur la base d'inflexions mineures de son discours, ont abandonné leur pessimisme envers le candidat à l'élection présidentielle en faveur de l'optimisme à l'égard du président élu, est une attitude dangereuse à bien des égards. Mais, s'agissant de ce qui nous occupe ici, ce revirement conduit à un renchérissement du dollar, c'est-à-dire exactement le contraire de ce qui est nécessaire pour relancer l'économie mondiale. Aussi ne partageons-nous pas cet optimisme retrouvé des acteurs du marché.

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 bei ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG & Marco Ricciardulli (*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 >>

Les véhicules de placement décrit dans le présent Commentaire de Marché est un fonds commun de placement de droit luxembourgeois constitué pour une durée illimitée sous la forme d'un fonds sans compartiment conformément à la Partie I de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010 sur les organismes de placement collectif (la « Loi du 17 décembre 2010 »). 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 et sont disponibles gratuitement en langue française auprès de la société de gestion ETHENEA Independent Investors S.A., 16 rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach ou la représentante en Suisse : IPConcept (Schweiz) AG, In Gassen 6, Postfach, CH-8022 Zürich. L'agent payeur en Suisse est : DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG, Münsterhof 12, Postfach, CH-8022 Zürich. 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 30/11/2016.