

Avril 2017

## Editorial

Ce premier trimestre 2017 aura été un grand cru pour les bourses mondiales, toutes zones confondues. A l'opposé du premier trimestre 2016, où les opérateurs avaient temporairement perdu de vue les fondamentaux pour se concentrer sur de l'irrationnel, sur des peurs multiples (Chine, pétrole, hypothétique ralentissement US, déflation...), ce qui avait engendré un trou d'air de 18% sur les 6 premières semaines de l'année, totalement en décalage avec la réalité des entreprises. Cette année, les opérateurs se sont recentrés sur la macro-économie et la santé des sociétés cotées et c'est tant mieux car la reprise économique mondiale se confirme bel et bien selon les dernières statistiques publiées.

Aux US, le PIB a progressé de 1.9% en rythme annuel sur Q4 2016, avec une belle dynamique de la demande intérieure, tant au niveau de la consommation des ménages que de l'investissement des entreprises. La croissance semble même accélérer, avant même la mise en place du programme de relance de Donald Trump, lequel a confirmé de grosses baisses d'impôts à venir pour les sociétés et un allègement massif de la fiscalité sur les classes moyennes. Sans surprise, la FED a dès lors relevé ses taux directeurs de 25 points de base mi-mars (troisième hausse de taux après décembre 2015 et décembre 2016), avec une inflation désormais proche de l'objectif des 2%. Les derniers chiffres de créations d'emploi (235 000 en février) et le taux de chômage à 4.7% traduisent une situation de plein emploi. La FED s'engage aujourd'hui clairement dans un processus de normalisation monétaire, comme nous le développerons dans notre special topic, et deux hausses supplémentaires sont envisagées cette année en ce qui concerne les taux courts. Quant au rendement de la dette US à 10 ans, il s'établit depuis 4 mois dans un étroit corridor [2.3-2.6%].

En Europe, la croissance s'accélère aussi dans les 4 principaux pays de la zone euro et devrait s'étalonner entre 0.6% pour l'Allemagne, la France et l'Espagne et 0.4% pour l'Italie pour Q1 2017. L'amélioration générale de la conjoncture se traduit par un raffermissement de l'indice PMI. La BCE se montre un peu plus optimiste sur la reprise mais maintient pour l'heure les soutiens à l'économie. Elle a laissé début

mars ses taux inchangés et a confirmé la prolongation du programme de rachat d'actifs jusqu'en décembre, nécessaire pour soutenir l'inflation à moyen terme (le chiffre d'inflation à 2% en février est largement dû à la composante énergie alors que l'inflation sous-jacente reste modeste autour de 0.9%). Le taux de chômage dans la zone euro est au plus bas depuis 2009 (en dépit d'un niveau absolu encore élevé et de fortes disparités géographiques) et le sentiment économique au plus haut. Le marché obligataire a pour sa part intégré une prime de risque sur la dette française en raison des incertitudes croissantes entourant l'élection présidentielle. La dette allemande a servi de refuge et s'est détendue à 0.20% fin février avant d'aller re-tester les 0.5% mi-mars suite aux bons chiffres économiques et aux annonces des banquiers centraux. Un écart de rendement de +/- 0.7% s'est désormais installé entre les rendements de la dette française et allemande, écart qui devrait se maintenir au moins jusqu'à l'élection présidentielle.

Les marchés actions continuent quant à eux leur rallye entamé depuis l'été dernier.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 progresse de 5.53% sur les 3 premiers mois de l'année, les marchés ayant apprécié, outre les bonnes données macro, des publications de résultats solides et en progression. Les dirigeants des compagnies américaines sont dans l'ensemble confiants sur les perspectives de croissance et après trois années difficiles, on assiste à un redéploiement des capacités d'investissements des entreprises. Les valorisations sont cependant devenues un peu élevées à 18.2x les bénéfiques 2017 et le marché aura besoin de catalyseurs supplémentaires pour pour-



	2016	QTR%	Close 31/03/17
DOW JONES	13.42%	4.56%	20 663.22
S&P 500	9.54%	5.53%	2 362.72
FTSE 100	14.43%	2.52%	7 322.92
EUROST.50	0.70%	6.39%	3 500.93
CAC 40	4.86%	5.35%	5 122.51
FTSE MIB	-10.20%	6.54%	20 492.94
MSCI EM	8.58%	11.14%	958.37
CRUDE OIL	45.03%	-5.81%	50.60
GOLD	8.56%	8.43%	1 249.35
EUR/USD			1.0652
EUR/CHF			1.0689
EUR/GBP			0.84852
EURIBOR 1M			-0.373%

suivre cette hausse à partir de tels multiples.

En Europe, après un début d'année un peu plus laborieux, l'Eurostoxx50 affiche un gaillard +6.39% sur le premier trimestre, avec un potentiel de progression sans doute plus important que sur les US. En effet, les valorisations sont plus basses à 14.9x les bénéfiques 2017, la BCE va continuer à soutenir le marché avec une politique monétaire qui va rester accommodante cette année et les opérations de fusions acquisitions soutiennent les cours. Attention néanmoins, les prochaines échéances électorales en France, la mise en œuvre du BREXIT qui vient à peine d'être votée par le parlement britannique et les problèmes de la Grèce qui refont surface sont autant d'éléments susceptibles d'apporter de la volatilité dans le marché à court terme.

Les marchés émergents sont pour leur part les grands gagnants de ce début d'année, profitant notamment du rebond des prix des métaux de base. Le MSCI Emerging Market progresse ainsi de 11.14% à fin mars. En Chine, le ralentissement de la croissance a connu un point d'arrêt mi-2016, grâce à la politique expansionniste des autorités, censée pallier au fait que les services et la consommation privée ont du mal à prendre durablement le relais de la baisse des exportations et de l'investissement manufacturier. Ces politiques de stimulation de l'activité devraient durer au minimum jusqu'au 19ème Congrès du Parti à l'automne 2017. En Inde, les perspectives restent bien orientées malgré le choc de démonétisation de



l'an dernier où 85% des billets en circulation ont été retirés du marché. (suite p.2) La modération de l'inflation soutient le pouvoir d'achat des ménages. Le marché en tous cas apprécie avec un indice Nifty en hausse de 12.07% sur le premier trimestre. Belle hausse de près de 8% également pour les actions brésiliennes, les investisseurs étant portés par le rebond des cours des matières premières et l'espoir d'un programme de réformes du président Temer en cette année de transition avant la présidentielle de 2018. En Russie enfin, l'économie retrouve le chemin de la croissance après deux ans de récession, profitant à plein de la remontée des cours du brut depuis un an. Cependant, la bourse moscovite a affiché un repli de -3.35% YTD, après il est vrai une année 2016 absolument incroyable, où l'indice russe avait bondi de 52.22%.

Sur les marchés des changes, le dollar devrait selon nous rester relativement fort pour le moment dans un corridor [1.04-1.10]. En dépit des multiples déclarations du président Trump sur le dollar trop fort qui pénaliseraient les exportateurs américains, la perspective d'un cycle de resserrement des taux par la FED milite plutôt pour un dollar soutenu. L'accélération de la croissance US, les prémisses de tensions salariales et la mise en place du programme de relance économique accréditent en effet l'idée que la FED devrait tenir son calendrier de trois hausses de taux sur l'année 2017.

Nos portefeuilles essaient bien sûr d'intégrer cette nouvelle donne monétaire, qui ne sera pas sans conséquence sur les rendements obligataires. Nous avons décidé d'introduire récemment deux ETFs spécifiques qui devraient bien se comporter en cas de décalage à la hausse des taux longs européens (Lyxor Double Short Bund et db X Tracker Short Iboxx Sovereign Eurozone). Autre sujet de préoccupation à court terme, les élections présidentielles françaises. Jamais depuis 40 ans les résultats du scrutin hexagonal n'auront été aussi incertains, avec 4 candidats dans un mouchoir de poche pour le premier tour, dont 2 ouvertement anti-européens. Dans l'hypothèse d'un second tour Mélançon-Le Pen (encore saugrenue il y a 3 mois, aujourd'hui dans le domaine du possible), il est clair que la volatilité pourrait refaire son apparition, tant sur les taux que sur le niveau de l'EUR. Nous avons intégré il y a quelques semaines une petite position de GBP aux côtés de notre position de US Treasury Inflation Linked, afin d'avoir, un peu plus que de coutume, davantage d'exposition à des devises hors euro. Nous avons sur l'ensemble de nos portefeuilles un ETF Physical Gold, ainsi qu'un certain nombre de fonds d'allocation d'actifs au positionnement très défensif comme le BNY Mellon Real Return, le Nordea Stable Return ou encore le Ruffer Total Return, qui pourraient bien se comporter en cas de problème sur la zone euro. Voilà pour les protections à court terme. Nous considérons en revanche qu'une victoire d'un candidat pro européen (Macron ou Fillon) soulagerait les opérateurs et serait le point de départ d'un joli rallye boursier sur les marchés européens. Nous nous tenons donc prêts à intervenir, a fortiori si l'on assiste à un petit repli des indices au voisinage du scrutin.

## Grand Angle

### Le retour en grâce de l'Espagne

C'est passé inaperçu mais l'Espagne a retrouvé son rang de numéro 1. Non, il ne s'agit pas de football, mais d'indice boursier. Au cours de ce premier trimestre, l'indice IBEX 35 a progressé de près de 12% soit le double de l'Eurostoxx 50 qui n'a pas été en reste, poursuivant sur sa lancée du trimestre précédent.

Certes, l'Espagne a comme toutes les places financières bénéficié de l'effet Trump. Mais en profondeur, certains facteurs singuliers expliquent ce renouveau. Après trois années de forte croissance, le PIB espagnol a retrouvé son niveau d'activité d'avant la crise de 2008. Le temps de la construction à outrance et des projets pharaoniques est révolu à l'image du circuit de Formule 1 construit à Valence dans la période du boom des infrastructures abandonné après cinq courses.

Les efforts entrepris depuis l'éclatement de la bulle en 2008 ont porté leurs fruits même si le chômage demeure à un niveau élevé (18.6%) de même que la dette à 100% du PIB. La balance de paiements est excédentaire depuis 2012. Les coûts de production ont baissé sensiblement à la différence des autres pays européens et cette croissance de 3% par an paraît beaucoup plus pérenne car moins dépendante du seul secteur de la construction. Le système bancaire qui était en grande difficulté au lendemain de la crise a été restructuré avec succès. Les banques grevées de créances douteuses ont fermé. Les autres ont été recapitalisées. Elles ont donc été en mesure de retrouver leur rôle de pourvoyeur de fonds à l'économie.

Ce redressement a été particulièrement apprécié des investisseurs. Les valeurs bancaires ont en effet tiré la cote à la hausse avec souvent des performances spectaculaires depuis le début de l'année: Banco de Sabadell (+30%), Caixabank (+28%), Banco Santander (+16%) ou BBVA (+13.5%). Mais si l'appréciation des actions espagnoles a été nourrie par l'amélioration de la situation domestique, elle a aussi bénéficié de la reprise des marchés émergents et en particulier de l'Amérique Latine. Ainsi, au palmarès des plus fortes hausses figurent le distributeur Dia (+21%) et le grand opérateur téléphonique Telefonica (+19%), qui y fait près de 50% de son chiffre d'affaires.

Malgré ces performances, les actions espagnoles ne sont pas si chères et pourraient continuer leur marche en avant pour peu que les risques politiques en Europe ne viennent pas perturber la donne.



## Macroéconomie

### Marchés émergents :

- L'activité industrielle est repartie en Chine suite à la fin des déstockages massifs accumulés sur la période 2014-2016. On assiste également à une ré-accélération des octrois de crédits et des profits des entreprises.
- L'Inde quant à elle se remet rapidement de la démonétisation forcée du dernier trimestre 2016. L'activité manufacturière et des services retrouve des niveaux de croissance. Le pari de M. Modi semble fonctionner.
- L'amélioration macroéconomique se fait également sentir au Brésil, le pays est toujours en récession, mais après deux ans très difficiles, la tendance récente incite à plus d'optimisme.
- La Russie, pour sa part, bénéficie pleinement de la hausse des prix de l'énergie et affiche des indicateurs en hausse.

### Europe :

- Le premier trimestre 2017 confirme en tous points l'amélioration constatée depuis l'été 2016.
- Les niveaux d'activité manufacturière et des services battent des records, et n'ont plus rien à envier aux statistiques américaines. Cette progression rapide se diffuse uniformément sur tout le continent.
- L'inflation se rapproche des niveaux cibles de la Banque Centrale Européenne : +2%. Toutefois, en excluant les prix de l'énergie et des matières premières, elle reste contenue à +0.7%.
- Le taux de chômage de la zone euro poursuit sa décrue. Il reste élevé à 9.7% mais la tendance est favorable.

### Etats-Unis :

- Les indicateurs américains ralentissent légèrement en mars, mais restent tout à fait corrects.
- La confiance des consommateurs est élevée, son niveau est revenu, pour la première fois, aux niveaux précédant la crise de 2008 (voir graphique ci-dessous).
- L'inflation se rapproche des +3% en raison de l'évolution du prix des matières premières. Une fois corrigée des éléments cycliques, elle est stable depuis plus d'un an autour des +2.2%.
- En ce début d'année, l'économie américaine devrait pouvoir absorber les hausses de taux de la FED assez facilement.





## Special Topic

### Reserve Fédérale Américaine : Par ici la sortie ?

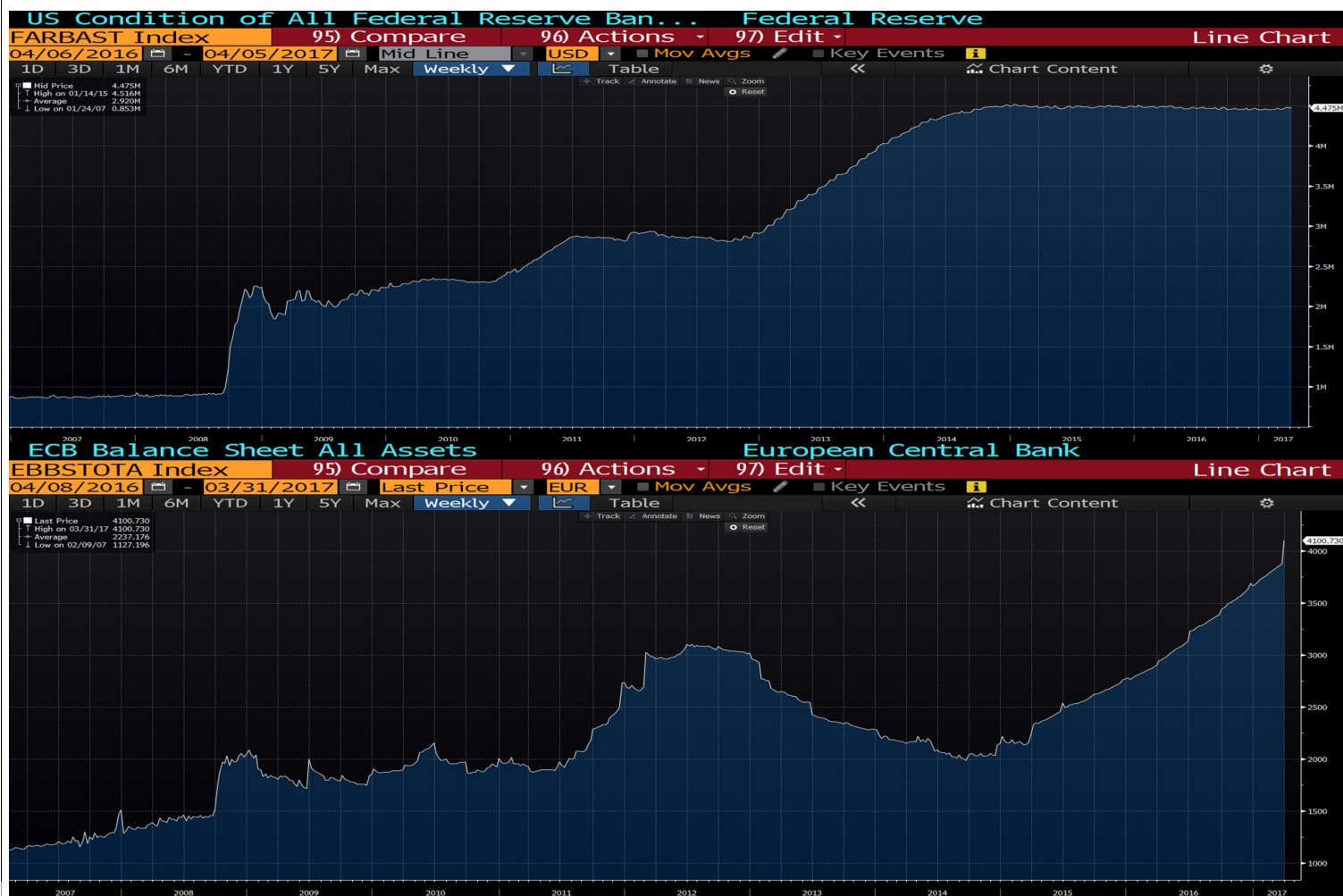
L'annonce en 2015 d'un début de resserrement de la politique monétaire ultra accommodante mise en place suite à la crise de 2008 avait fait grand bruit et provoqué des turbulences sur l'ensemble des marchés (actions, obligations, devises). Ce n'est pas tant la décision en elle-même qui avait surpris mais la communication hasardeuse de M. Bernanke à ce sujet. Dans la douleur les marchés ont ainsi intégré que les autorités monétaires allaient petit à petit retirer ce que beaucoup comparaient à une perfusion sur un grand malade. En effet, fin 2014, le bilan de la FED atteignait 4500 milliards de dollars, soit 26% du PIB américain (actuellement 24% du fait de la croissance américaine). Entre 2014 et 2015 les autorités monétaires ont ainsi réduit à zéro l'achat d'actifs, tels que les bons du trésor ou les dettes hypothécaires. Depuis lors, elles se contentent de réinvestir les titres qui arrivent à échéance. Entre temps, la situation économique aidant, la décision de relever les taux d'intérêts a été prise fin 2015, après sept ans de taux à zéro. Et malgré l'impatience ou les craintes de certains observateurs de marché, ce processus, très progressif jusqu'alors, s'accélère depuis quelques mois.

Il n'est donc pas étonnant dans ce contexte, que lors de la dernière réunion de la FED, ait été évoquée la possibilité d'envisager d'ici à la fin de l'année la dernière étape du processus, c'est-à-dire la réduction du bilan

de la Banque Centrale. Pour ce faire, deux possibilités: L'une, presque naturelle, est d'attendre l'échéance des titres détenus sans procéder à des réinvestissements. L'autre, plus volontaire, serait de vendre les titres sur le marché. Mais il y a fort à parier que Mme Yellen ne forcera pas le processus et agira progressivement. Depuis la crise de 2008, la FED a gagné en respect. Elle a non seulement réussi par ses interventions massives et novatrices à limiter l'impact de la crise, mais plus important et plus complexe, elle est en passe de réussir la sortie de cette politique, ce pour lequel le scepticisme voire le catastrophisme étaient de mise chez de nombreux analystes. Pour le moment, on assiste à un tour de force, car la FED se donne le temps d'agir à son rythme, et fait fi des pressions des politiques et des économistes. Elle est indépendante, a une vision à long terme et c'est là tout le secret de sa réussite.

Dans la zone euro, la BCE a suivi avec trois ou quatre ans de retard cette politique ultra expansionniste. La voie est tracée pour M. Draghi qui a annoncé la fin des achats d'actifs pour la fin de l'année. Mais pourquoi ce retard ? La raison en est que si la BCE est, elle aussi, indépendante, elle doit par contre composer avec 19 Etats membres (dont deux mauvais élèves, l'Italie et la France et un Etat en faillite, la Grèce), pour faire avancer les réformes structurelles et le désendettement de la zone, et non pas un seul interlocuteur comme sa consœur américaine.

Evolution de la taille des bilans des banques centrales américaine et européenne.



#### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 10 avril 2017. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.