



## *Lettre Hebdomadaire du lundi 9 janvier 2017*



**Hervé Gouletquer**  
Stratège de la Direction de la Gestion

### **Les vues de la gestion à trois mois : Questionnements et donc attentisme**

- **Nous lisons les mouvements de marché des toutes dernières semaines comme le signe d'une certaine maturité du regard jeté sur la politique de reflation « prêtée » à Trump.** Sans doute, le marché suit-il un cheminement « psychologique » classique, allant de l'émotion à la raison. L'enthousiasme manifesté dans le sillage de la perspective de la mise en place d'une politique de ce type serait en train de laisser la place à davantage de questionnements. Le temps du jugement viendra ultérieurement.
- **Quel sens donner aux bons indicateurs conjoncturels publiés récemment** aux Etats-Unis et aussi ailleurs dans le monde ? Il s'agit souvent d'enquêtes. Sans doute reflètent-elles, à côté d'un environnement macroéconomique satisfaisant, cette attente d'une initiative de soutien à l'activité. A ce titre, le message envoyé est similaire à celui qu'on peut extraire du marché. Il ne faudrait pas que la bourse et l'économie réelle s'envoient des signaux qui viennent conforter les anticipations positives des uns et des autres. Au risque de tomber dans l'excès. De plus, **cet enthousiasme, qu'on a envie de qualifier comme presque universellement « partagé », ne colle pas bien avec l'impression d'une incertitude politique positionnée à un niveau élevé.** Habituellement, confiance et incertitude politique suivent des routes opposées.
- **Discutons de la question de l'horizon de ces anticipations favorables.** Si on accepte l'hypothèse d'une proximité entre attentes des acteurs de l'économie réelle et ceux des marchés, alors le risque est bien d'observer une concordance des temps assez imparfaite entre les mondes du business et de la politique américaine. L'augmentation de la confiance des consommateurs et des entreprises est le fait d'anticipations positives. Comment ne pas relier ce mouvement aux espoirs nés de la victoire de Trump à l'élection présidentielle ? Lorsque l'horizon de ces anticipations est précisé, ce qui est le cas souvent des enquêtes auprès des

entreprises, menées par les districts de la Federal Reserve Bank, celui-ci est souvent de six mois. Mais, peut-on dire que la politique prêtée à Trump produira des effets positifs autour de la mi-année ? La réponse est négative. En fait, c'est sans doute au plus tôt en fin d'année que les mesures proposées par la nouvelle Administration américaine entreraient en vigueur. **Le risque évidemment est qu'un calendrier prévisionnel plus long enclenche une correction baissière sur les indices de confiance.** Elle pourrait n'être que momentanée ; mais qui assurerait en être certain, au moment de la déception liée à la parution d'un indicateur plus mauvais qu'attendu ?

- **Sans doute doit-on essayer aussi de prendre la mesure des décisions qui seront prise en matière de politique économique.** Que sera l'ampleur du stimulus engagé et que seront les mesures de relance et de dérégulation décidées ? Le risque serait que le marché soit déçu par un plan de soutien à la croissance moins gros que ce qui avait pu être annoncé durant la campagne. Avec des dépenses d'infrastructure largement financées par le secteur privé et des baisses de taux de prélèvement partiellement compensées par la suppression d'exonérations particulières.
- Plus généralement, la finalité des initiatives qui seront prises est double : plus de croissance, et ceci durablement, et davantage de patriotisme économique (produire américain en employant une main d'œuvre américaine). **C'est à ce stade que l'économie bascule dans le politique. Essayons d'en prendre la mesure.**
- **La question politique telle que suivie par les marchés a une dimension avant tout internationale.** Les investisseurs prennent en compte ce « patriotisme économique » sur lequel Trump insiste. La déclinaison de celui-ci, dans cette période d'entre-deux allant de l'élection à la prise de fonction, prend la forme suivante : elle va de tweets, ayant comme objectif de faire revenir certaines entreprises américaines sur leurs décisions en matière d'optimisation internationale de la localisation de leur appareil de production, au choix des ministres ou conseillers qui « incarneront » et qui mettront en place cette politique, en passant par les « ballons d'essai » en matière de taxation/subvention aux frontières du pays.
- **La Chine paraît être tout particulièrement « dans le viseur » de l'Amérique de Trump.** Cette dernière reproche à la Chine une part du marché mondial trop importante pour moult produits manufacturés et de peser sur les prix de ceux-ci. L'expression directe pour l'économie américaine est la contribution très forte de la Chine au déficit commercial : 45% du total en 2015. Washington demande à Pékin de réformer son économie et de se rapprocher des standards du G7. Les autorités américaines aimeraient sans doute « refaire le coup », toutes proportions gardées, de Reagan avec le Japon dans les années 80 : les forcer à mettre fin à une politique mercantiliste, au travers d'une réappréciation spectaculaire du JPY. Aujourd'hui, le but est le même avec la Chine ; les moyens à utiliser restent à préciser. **Et le marché de s'inquiéter des initiatives qui seront prises aux Etats-Unis, des éventuelles mesures de rétorsion que la**

**Chine (d'autres pays aussi ?) prendrait et, in fine, des impacts en termes de croissance économique, d'inflation, de perspectives de résultat des entreprises, de lisibilité de l'environnement et de confiance.** Rien que cela!

- On le voit, l'incertitude se fait grande ; ce qui incite à l'attentisme, voire pousse à la prudence. **Nous pensons que le marché souhaite disposer d'une image un tant soit peu claire et exhaustive de l'ensemble des choix de politique économique et la nouvelle Administration américaine.** C'est ainsi qu'il sera aussi possible d'affiner les anticipations en termes d'initiatives prises par la Fed. Cette image se formera sans doute dans une large mesure entre le 20 janvier (voire peut-être un peu avant, puisque Trump donnera une conférence de presse le 11 janvier), jour de son intronisation et la mi-mars, date autour de laquelle le projet de budget fédéral pour l'année fiscale 2018 serait présentée. A l'intérieur de ce « créneau », la déclaration de politique générale devant le Congrès sera un rendez-vous très regardé (vers la mi-février ?).
- Face à ces enjeux, les efforts de clarification menés ailleurs dans le monde (on pense à la BCE) et les incertitudes qui demeurent (la politique en Europe) passent au deuxième plan des préoccupations des marchés.
- **Notre conviction est que le marché va être attentiste sur l'essentiel des trois prochains mois.** Certes, l'environnement économique continue d'être satisfaisant. Mais les questionnements politiques sont importants et les réponses n'apparaîtront que progressivement au cours des trois prochains mois. Cela nous incite à réduire notre exposition au risque ; mais sans excès. Nous maintenons une légère surpondération sur les actions, sommes neutres sur le Crédit et maintenons une légère sous-pondération sur les titres d'Etat. Ce choix de la neutralité s'étend aux autres actifs (l'USD face à l'EUR et le pétrole), à l'exception de l'or qui semble attractif en tant que protection contre une dégradation inattendue de l'environnement (la géopolitique ou l'inflation).
- La meilleure tenue des marchés de titres d'Etat en décembre (stabilisation aux Etats-Unis et repli des taux longs en Zone Euro) ne nous semble pas être extrapolable. **Le comportement attentiste des investisseurs ne laisse envisager qu'une légère hausse des taux d'intérêt à long terme d'ici à trois mois avec, et c'est important, une forte volatilité et une asymétrie dans le sens d'un risque de remontée plus marquée.**
- **Pour ce qui est du Crédit européen, le redémarrage des émissions en ce début d'année devrait s'opérer avec la reconstitution d'une prime positive dans le but de retrouver un bon niveau de demande.** Les niveaux de valorisation ne sont-ils pas ex-ante élevés et les sujets de vigilance, nombreux ? Le segment High Yield paraît actuellement le plus attractif de cet univers pour des

raisons de meilleure capacité à absorber un choc de volatilité sur les taux, dans un contexte de perspectives de croissance, et donc de risque de crédit satisfaisant.

- **Du côté des actions, l'environnement que nous décrivons nous incite à conserver des vues géographiques et thématiques proches de la neutralité.** En fait, nous restons surpondérés sur la Chine en raison d'un potentiel de valorisation attractif. Mais le risque de tensions avec les Etats-Unis et la passe plus difficile traversée par le secteur de l'immobilier nous incitent à plus de prudence qu'auparavant. Ailleurs, nous sommes neutres. Remarquons toutefois qu'en Europe, nous gardons une petite préférence pour la Zone Euro.
- **Nous avons modifié les pondérations accordées à nos trois scénarios.** 70% pour le scénario central (celui de l'attentisme sur fond de questionnement par rapport à ce que sera précisément la politique de Trump), et 15% pour chacun des deux autres : le baissier (déception vis-à-vis des initiatives de Trump et montée des tensions internationales) et le haussier (reflation généralisée des Etats-Unis à d'autres zones du monde et reflux des craintes de mise en place d'entraves au commerce international). La révision haussière de la probabilité accordée au scénario central (+10 points sur un mois) est avant tout le reflet d'une psychologie des investisseurs, difficilement « retournable » tant que des pans entiers du programme de Trump ne sont pas connus.

## Aperçu sur les marchés

Marchés des taux	06/01/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
Eonia	-0,36	-0,03	-0,01	-0,03
Euribor 3 Mois	-0,32	-0,00	-0,01	-0,00
Libor USD 3 Mois	+1,01	+0,01	+0,06	+0,01
Schatz 2 ans (Titres d'Etat Allemagne)	-0,72	+0,04	-0,03	+0,04
Bund 10 ans (Titres d'Etat Allemagne)	+0,30	+0,09	-0,08	+0,09
Swap Inflation 5 ans dans 5 ans Zone Euro	+1,76	+0,02	+0,06	+0,02
T-Notes 2 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+1,21	+0,02	+0,10	+0,02
T-Notes 10 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+2,42	-0,03	+0,03	-0,03

Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	06/01/2017	Il y a 1 semaine	Il y a un mois	le 30/12/2016
France	+0,53	+0,48	+0,43	+0,48
Autriche	+0,25	+0,22	+0,21	+0,22
Pays-Bas	+0,17	+0,15	+0,13	+0,15
Finlande	+0,19	+0,14	+0,15	+0,14
Belgique	+0,41	+0,33	+0,32	+0,33
Irlande	+0,67	+0,54	+0,51	+0,54
Portugal	+3,75	+3,56	+3,26	+3,56
Espagne	+1,24	+1,18	+1,12	+1,18
Italie	+1,66	+1,61	+1,57	+1,61

Marché du crédit	06/01/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
Itraxx Main	68,31	-5,18%	-8,60%	-5,18%
Itraxx Crossover	286,42	-0,79%	-9,54%	-0,79%
Itraxx Financials Senior	87,05	-6,95%	-14,94%	-6,95%

Marché actions	06/01/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
S&P 500	2 276,98	1,70%	2,93%	1,70%
Eurostoxx 50	3 321,17	0,93%	7,11%	0,93%
CAC 40	4 909,84	0,98%	6,00%	0,98%
Dax 30	11 599,01	1,03%	7,64%	1,03%
Nikkei 225	19 454,33	1,78%	5,96%	1,78%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	881,11	2,18%	2,28%	2,18%

Matières premières	06/01/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
Pétrole (Brent, \$/baril)	57,10	0,49%	4,48%	0,49%
Or (\$/once)	1 172,63	2,19%	0,24%	2,19%

Marché des changes	06/01/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
EUR/USD	1,05	0,14%	-1,74%	0,14%
USD/JPY	117,02	0,05%	2,63%	0,05%
EUR/GBP	0,86	0,45%	1,41%	0,45%
EUR/CHF	1,07	-0,05%	-1,04%	-0,05%

Volatilité	06/01/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
VIX (S&P 500)	11,32	-19,37%	-3,99%	-19,37%
V2X (Euro Stoxx50)	15,34	-15,34%	-13,00%	-15,34%
MOVE (US Treasury)	75,24	5,04%	-1,73%	5,04%

## Synthèse des vues à trois mois de la Gestion par classe d'actifs

Classe d'actifs	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Positive	=
Souverains	Négative	=
Crédit	Neutre	-

Certes les risques à venir sont potentiellement importants : déception sur le programme de relance de Trump, activisme protectionniste, élections européennes... Pour autant, les économies continuent à bien se comporter (à mieux se comporter ?). Aussi, malgré des performances récentes importantes, nous restons modérément positifs sur les marchés actions vs les autres classes d'actifs avec un biais en faveur de la Zone Euro et des pays émergents.

Les risques politiques nous poussent à conserver une vue actions et des choix géographiques ou thématiques proches de la neutralité. Nous maintenons notre vue neutre sur l'Europe avec une légèrement préférence pour la zone Euro. Malgré des résultats satisfaisants pour le 3<sup>ème</sup> trimestre, le potentiel de valorisation reste limité, notamment dans un contexte de remontée des taux longs. Le manque de visibilité au Japon milite pour une position Neutre, le potentiel de baisse supplémentaire du Yen étant maintenant assez faible. Sur les marchés émergents, nous conservons une vue positive sur l'Asie et l'Europe de L'Est. Nous restons surpondérés sur la Chine en raison du potentiel de valorisation attractif mais le risque de tensions avec les USA et la baisse de l'activité dans le domaine immobilier nous incitent à plus de prudence. Les actions américaines sont toujours pénalisées par une valorisation plus tendue et des EPS en risque avec la hausse du Dollar (position Neutre).

Actions (Zone géographique)	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone Euro	Positive	+
Reste Europe	Négative	-
Etats-Unis	Neutre	=
Japon	Neutre	=
Chine	Positive	=
Marchés émergents	Positive	+

Actions (Secteurs)	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Défensives	Négative	=
Finance	Positive	=
Cycliques	Positive	=

En Europe, nous sommes surpondérés sur les financières qui bénéficient de la remontée des taux longs et de la pentification de la courbe, avec toujours une préférence pour l'Assurance sur la Banque en raison du risque persistant sur l'Italie. Les thèmes d'investissement cycliques ou liés au Dollar sont légèrement surpondérés en privilégiant la consommation (distribution, transport & loisirs, médias, santé). En contrepartie, nous sommes sous-pondérés sur les défensives avec des momentum négatifs (services aux collectivités, télécommunications) ou des valorisations tendues (consommation non cyclique).

Nous entamons 2017 en sous-pondérant l'Allemagne en raison de sa forte appréciation récente liée à la demande de collatéral de très bonne qualité dans le cadre du passage de fin d'année. Par ailleurs, nous recommandons d'être prudent sur la France compte tenu des probables pressions de marché à l'approche des élections présidentielles. Par ailleurs, nous adoptons une vue plus neutre sur les périphériques mais avec une préférence pour l'Espagne étant donné que les contextes politique et bancaire italiens restent incertains. Bien que le marché se soit réapprécié fortement, notre vue longue de l'inflation reste d'actualité, mais à un degré moindre. Enfin, la position défensive sur les taux américains est moins prononcée compte tenu de la prise en compte par le marché d'une augmentation des dépenses budgétaires sous la présidence de M. Trump.

Souverains	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Périphérique Euro	Neutre	+
Core Euro	Négative	=
Emergents USD	Négative	=
Emergents Devise Locale	Négative	=
Etats-Unis	Négative	=
Indexé Inflation	Positive	+

Convertibles	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Positive	=

Les perspectives de hausse sur les marchés actions européens sont positives et les niveaux de valorisation des obligations convertibles sont raisonnables sur une base historique. Avec un environnement politique un peu plus visible, nous adoptons une exposition actions un peu plus accentuée avec néanmoins une marge de manœuvre assez large afin de bénéficier au maximum de la convexité du produit.

L'ensemble des spreads se sont resserrés au cours du mois de décembre, avec une forte surperformance des « haut-beta » et donc du High Yield en particulier. Les sujets d'inquiétudes concernant les financières ont un peu diminué même si la « résolution » du cas italien laisse quelque peu perplexe à plus long terme. Les émissions primaires devraient reprendre, certainement avec une prime positive afin de retrouver une bonne demande dans un contexte de valorisation globale élevée. Les investisseurs restent globalement nerveux : implémentation de la politique « Trumpienne », calendrier politique européen très chargé, volatilité des taux : autant de sujets, entre autres, qui nécessiteraient la reconstitution d'une prime de risque plus forte, en particulier sur la partie IG aux rendements les plus faibles. La BCE a cependant confirmé sa présence pour l'ensemble de l'année 2017 et évitera donc tout écartement trop violent des spreads. In fine, le segment « haut rendement » semble un peu plus attractif pour ce début d'année car offrant a priori plus « d'élasticité », notamment à la volatilité des taux, les perspectives de croissance étant pour le moment stabilisées.

Crédit	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Investment Grade	Neutre	=
Crossover	Neutre	=
High Yield	Neutre	=

Change et Matières premières	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR-USD	Neutre	+
Pétrole	Neutre	=
Or	Positive	=

- Le dollar sera soutenu par la différence des taux d'intérêt et la politique monétaire. Le marché a une position modérément long sur l'USD. Le renforcement du dollar devrait se limiter à 1,025 à horizon 3 mois.
- L'accord OPEP de réduction de production de pétrole a permis un fort rebond du prix du baril ce qui pourrait permettre à la production US de redémarrer à moyen terme. Le niveau de production OPEP reste très élevé. La réalisation de l'accord doit être constaté pour permettre une poursuite du mouvement.
- Les cours de l'Or ont surréagi au mouvement de hausse des taux. La Saisonnalité est favorable. L'Or constitue un hedge contre l'inflation.

## Anticipations à 3 mois des niveaux de marché au 4 janvier 2017

Produit de Taux – Crédit	Niveau actuel	Niveau anticipé
Titre d'Etat 10 ans Etats-Unis	2,47	2,60
Titre d'Etat 10 ans Royaume-Uni	1,32	1,45
Titre d'Etat 10 ans Allemagne	0,26	0,35
Titre d'Etat 10 ans France	0,77	0,90
Titre d'Etat 10 ans Italie	1,86	2,10
Taux 10 ans Inflation Zone Euro	1,51	1,55
Crédit Zone Euro Investment Grade	1,22	1,25
Crédit Zone Euro High Yield	3,58	3,50
Crédit Zone Euro Cross Over	1,75	1,70

Matière Première	Niveau actuel	Niveau anticipé
Or (USD par once)	1155	1200
Pétrole brut (Brent, USD par baril)	56,5	55,0

Actions	Niveau actuel	Niveau anticipé
S&P 500 - Etats-Unis	2248	2200
MSCI - Royaume-Uni	2077,45	2130
Euro Stoxx - Zone Euro	354	364
Nikkei - Japon	19594	19986
MSCI Chine - Grande Chine	57,97	60
MSCI Emergent - EM	868	903

Taux de Change	Niveau actuel	Niveau anticipé
EUR-USD	1,04	1,03

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. LBPAM ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de LBPAM.