



Lettre Hebdomadaire du 6 février 2017



Hervé Gouletquer
Stratège de la Direction de la Gestion

Les vues de la gestion à trois mois : quand pourra-t-on faire la synthèse de la politique économique de Trump ?

- Le mois de janvier a été caractérisé par trois choses: l'arrivée à la Maison Blanche d'un Donald Trump très combatif, surtout sur le front des relations internationales (réfugiés/immigrants, accords commerciaux et taux de change vis-à-vis du dollar), une situation politique en Europe peut-être plus compliquée qu'attendu (du Brexit « clair et net » de Theresa May à Marine Le Pen qui repasse en tête des intentions de vote pour le premier tour de l'élection présidentielle française sur fond de graves difficultés rencontrées par François Fillon – Le Pen est toujours donnée perdante au deuxième tour) **et des indices de surprise économique qui, tout en restant à un niveau élevé, paraissent se retourner.** Dans cet environnement, ce sont les marchés européens qui ont été les moins porteurs: hausse des anticipations inflationnistes et des taux longs, baisse du marché des actions et, sans doute du fait de cet effet-taux, hausse de l'EUR-USD.

	Shanghai Composite	S&P 500	EuroStoxx	Taux 10 ans US	Taux 10 ans All	Change EUR-USD	Pétrole (Brent)	Anticipations d'inflation à 2 ans en zone Euro	EuroStoxx Banques
Du 30 décembre 2016 au 31 janvier 2017	+2,35%*	+1,79%	-1,82%	1 pdb	+23 pdb	+2,67%	-1,32%	+12 pdb	+0,17%
du 30 novembre 2016 au 30 décembre 2016	-6,44%	+1,82%	+7,83%	6 pdb	-7 pdb	-0,68%	11,13%	+25 pdb	+12,14%

* Marché fermé à compter du 27 janvier (Nouvel An chinois)
Source : Bloomberg

- Qu'attendre à l'horizon des trois prochains mois ? **Premièrement le marché n'est pas capable à ce jour de faire une synthèse de ce que sera la politique de Trump.** Pour le moment, à côté d'un Congrès au moins en apparence laissé un peu derrière, on note une volonté de modifier la fiscalité (taxer plus les importations et réduire l'imposition sur la richesse créée dans le pays) et mettre la pression de façon bilatérale sur les partenaires commerciaux, mais en évitant, au moins pour le moment, le contact frontal avec les plus « gros » (Chine et possiblement l'UE).

Comment alors ne pas noter que peu d'informations circulent sur le plan de relance que les marchés ont pourtant très vite joué après l'élection du 8 novembre dernier ? Qu'est donc devenu le fameux « reflation call » ? Cette « absence » et aussi le fait qu'objectivement l'économie américaine a moins besoin d'être stimulée que réformée, pour assurer les conditions de davantage de croissance potentielle sur moyen terme, incitent à se poser une autre question ? Et si la taille du plan de relance qui sera in fine mis en place était plus faible qu'espéré un temps par le marché ? Cela ne serait pas forcément une mauvaise nouvelle !

- **Quand sera-t-on à même d'en connaître davantage ?** En fait, il semble qu'arrêter les programmes demande un peu plus de temps que prévu initialement (doit-on relier cela à une difficulté à forger des consensus entre la Maison Blanche et la majorité républicaine du Congrès ?). La « déclaration de politique générale » du Président Trump devant le Congrès n'interviendrait que le 28 février et il se dit que la présentation du budget fédéral 2018 n'aurait pas lieu avant la première moitié d'avril. Ce calendrier plutôt tardif envoie aussi un message sur le moment à partir duquel l'activité sera réellement impactée par les politiques mises en place. Il faudra semble-t-il être un peu patient.
- **Deuxièmement, l'analyse des enchaînements économiques envoie sans doute un message de prudence, relativement à celui des enquêtes de conjoncture.** Ces dernières sont, de façon très générale, bien orientées. Cela vaut pour les Etats-Unis et aussi pour l'essentiel du reste du monde. Du côté de la première, peut-être devrait-on essayer de donner du sens à la chronique présente aux Etats-Unis mais aussi ailleurs, même si c'est de façon plus modérée et/ou tronquée : plus d'inflation, des taux d'intérêt plus élevés et un dollar plus cher. Celle-ci ne va-t-elle pas peser sur les composantes de la demande et au final sur le rythme de la croissance ?
- **Troisièmement, la politique européenne continue d'être un motif d'inquiétude pour les marchés. Il y a d'abord le dossier du Brexit.** Le gouvernement britannique le veut « clair et net ». L'économie ne sera donc pas prioritaire. Avec quelles conséquences au Royaume-Uni et sur le continent ? Le point est d'autant plus préoccupant que le Président Trump paraît vouloir faire de l'expérience britannique en cours un exemple pour les pays toujours membres de l'UE. Ensuite, **la perspective concernant la longue série d'élections générales au sein de la Zone Euro paraît être moins claire. Et c'est de la France dont il s'agit.** Dans ce pays, un double rempart contre le populisme paraissait solidement en place: le cadre institutionnel avec une élection présidentielle à deux tours et seulement deux candidats au second, et le rapport de force politique avec une majorité des électeurs en faveur des partis de gouvernement (allant du centre-gauche au centre-droit). Le premier rempart est évidemment toujours en place et c'est sur le deuxième qu'on s'interroge. Historiquement, pour le premier tour d'une élection présidentielle, les partis de gouvernement « pesaient » autour des deux tiers de suffrages exprimés. Aujourd'hui, à en croire les sondages et après le choix des électeurs socialistes de choisir un candidat antisystème, le poids se réduit à 40 ou 45% (Fillon, Macron et peut-être

Bayrou). Celui-ci peut-il encore baisser du fait du *penelopegate* ? Pour quel résultat au deuxième tour ? Les marchés vont s'inquiéter, même si nous pensons qu'in fine un représentant du *mainstream* centriste l'emportera.

- **Quatrièmement, la visibilité sur le comportement des grandes banques centrales se fait moins bonne. Aux Etats-Unis, le balisage proposé par la Fed tient, par défaut, d'une extrapolation analytique des tendances récentes. Mais comment va-t-il s'adapter à la politique économique que la nouvelle Administration mettra en place ?** Et puis, la décision de commencer à réduire la taille de son bilan va-t-elle être actée et engagée plus tard cette année ? Quelle sera alors la guidance du processus ? On répond en disant qu'il y aura deux ou trois hausses du taux directeur cette année, dont le premier en juin, et que la diminution de la taille du bilan sera gérée efficacement et ne « choquera » donc pas de trop le marché obligataire. Comment être plus précis ? **Du côté de la BCE, une accélération plus forte que prévue des prix et certaines critiques en provenance principalement d'Allemagne participent d'une remise en cause du balisage de sa politique que la BCE avait proposé en fin d'année dernière.** Nous ne pensons pas qu'elle reviendra au cours de la première partie de l'année sur le schéma proposé. Mais le marché s'est, pour sûr, emparé du thème. Et puis, des hésitations existent aussi dans la façon dont il faut lire les politiques monétaires en Chine et au Royaume-Uni, voire même au Japon.
- **Notre confirmons, en l'accentuant même un peu, la vue selon laquelle le marché va être attentiste sur l'essentiel des trois prochains mois.** Et ceci même si notre appréciation sur l'environnement économique reste constructive: la croissance et l'inflation sont davantage sujettes à des phénomènes de volatilité que confrontées à des inflexions préoccupantes. Les questionnements politiques et de politique monétaire sont importants et les réponses n'apparaîtront que progressivement au cours des mois ou trimestres à venir. **Notre exposition au risque reste plutôt limitée, avec une surpondération légère sur les actions, versus une position neutre sur le Crédit et une sous-pondération sur les titres d'Etat.** Ce choix de la neutralité s'étend aux autres actifs (l'USD face à l'EUR, le pétrole et l'or).
- **La tendance sur le rendement des titres d'Etat reste haussière.** Croissance, inflation, attentes sur la politique budgétaire américaine et débats de politique monétaire vont dans cette direction. **Nous positionnons la sensibilité des portefeuilles légèrement sous celle des indices de référence.** En outre, nous continuons d'anticiper une pression sur la dette française jusqu'aux élections et conservons une relative neutralité sur les emprunts périphériques. Les stratégies de hausse des anticipations d'inflation restent d'actualité, mais uniquement sur les maturités courtes.
- **Le Crédit européen reste sous l'influence des mouvements de courbe des taux.** La BCE, toujours présente, continue d'avoir un effet positif sur ce marché. Elle amortit une partie de l'impact des taux longs (sachant que ceux-ci sont eux-aussi « sous contrôle ») sur les spreads de Crédit. Notre neutralité se décline de façon différenciée selon les compartiments du marché du

Crédit : avec un biais négatif sur l'*Investment Grade* et plutôt positif sur le Cross-Over et le *High Yield*.

- **Du côté des actions, le choix d'une légère surpondération se décline géographiquement de la façon suivante** : notre préférence va à la Chine, avant tout pour des raisons de valorisation, et à la Zone Euro, du fait d'un bon début de saison des résultats 2016 et malgré un potentiel de valorisation limité et un contexte de remontée des taux longs. Le choix de la neutralité concernant les actions américaines s'explique par une valorisation tendue des EPS, et ceci malgré l'attente d'une baisse de la fiscalité sur les entreprises.
- **Nous avons modifié l'équilibre entre nos trois scénarios**: 65% pour le scénario central (celui d'un choix d'allocation marquée par une neutralité un peu biaisée dans le sens de la prise de risque, sur fond de questionnements avant tout politiques), 20% pour le scénario baissier (forte déception vis-à-vis des initiatives de Trump et inquiétudes sur l'Europe et plus généralement sur la situation internationale) et 15% pour le scénario 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 réallocation des probabilités se fait en déplaçant 5% au scénario central vers le baissier**. Cette modification reflète notre vue d'un environnement un peu plus préoccupant, même si la sortie devrait se faire « par le haut ».

Aperçu sur les marchés

Marchés des taux	03/02/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
Eonia	-0,35	+0,00	0,00	-0,02
Euribor 3 Mois	-0,33	0,00	-0,01	-0,01
Libor USD 3 Mois	+1,03	-0,00	+0,04	+0,04
Schatz 2 ans (Titres d'Etat Allemagne)	-0,74	-0,08	+0,04	+0,02
Bund 10 ans (Titres d'Etat Allemagne)	+0,41	-0,05	+0,15	+0,20
Swap Inflation 5 ans dans 5 ans Zone Euro	+1,77	-0,02	+0,01	+0,03
T-Notes 2 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+1,20	-0,02	-0,02	+0,01
T-Notes 10 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+2,46	-0,02	+0,02	+0,02

Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	03/02/2017	Il y a 1 semaine	Il y a un mois	le 30/12/2016
France	+0,67	+0,57	+0,51	+0,48
Autriche	+0,24	+0,23	+0,24	+0,22
Pays-Bas	+0,16	+0,14	+0,16	+0,15
Finlande	+0,19	+0,18	+0,16	+0,14
Belgique	+0,58	+0,55	+0,38	+0,33
Irlande	+0,76	+0,70	+0,62	+0,54
Portugal	+3,76	+3,68	+3,64	+3,56
Espagne	+1,27	+1,13	+1,16	+1,18
Italie	+1,85	+1,77	+1,60	+1,61

Marché du crédit	03/02/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
Itraxx Main	71,51	1,87%	2,70%	-0,73%
Itraxx Crossover	291,95	0,06%	3,63%	1,13%
Itraxx Financials Senior	87,23	0,50%	-3,60%	-6,77%

Marché actions	03/02/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
S&P 500	2 297,42	0,12%	1,75%	2,62%
Eurostoxx 50	3 273,11	-0,91%	-1,26%	-0,53%
CAC 40	4 825,42	-0,30%	-1,51%	-0,76%
Dax 30	11 651,49	-1,38%	0,58%	1,48%
Nikkei 225	18 918,20	-2,82%	-1,03%	-1,03%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	918,87	0,32%	5,81%	6,56%

Matières premières	03/02/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
Pétrole (Brent, \$/baril)	56,81	1,99%	1,19%	-1,18%
Or (\$/once)	1 220,30	2,44%	5,30%	6,34%

Marché des changes	03/02/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
EUR/USD	1,08	0,79%	3,63%	2,53%
USD/JPY	112,61	-2,16%	-4,37%	-3,72%
EUR/GBP	0,86	1,34%	1,61%	1,23%
EUR/CHF	1,07	0,12%	0,11%	-0,17%

Volatilité	03/02/2017	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 30/12/2016
VIX (S&P 500)	10,97	3,69%	-14,63%	-21,87%
V2X (Euro Stoxx50)	15,13	-4,50%	-12,79%	-16,50%
MOVE (US Treasury)	67,39	-6,65%	-12,17%	-5,92%

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, nous restons positifs sur les marchés actions versus 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 proches de la neutralité. Nous maintenons notre vue neutre sur l'Europe avec une préférence pour la zone Euro. Malgré un potentiel de valorisation limité et le contexte de remontée des taux longs, un bon début de publication pour les résultats 2016 est encourageant. Le manque de visibilité au Japon milite pour une position neutre, le potentiel de baisse supplémentaire du yen étant 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 malgré des EPS qui pourraient profiter du projet de baisse du taux d'IS (position neutre).

Actions (Zone géographique)	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone Euro	Positive	=
Reste Europe	Neutre	=
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, médias, santé). En contrepartie, nous sommes sous-pondérés sur les défensives à durées longues (services aux collectivités, télécoms) ou à valorisations tendues (consommation non cyclique).

Nous positionnons la sensibilité des portefeuilles légèrement sous celle des indices de référence. Du côté de la zone euro, les niveaux d'inflation courante pourraient favoriser un « tapering » plus tôt. Aux Etats-Unis, on ne peut pas exclure un rythme plus rapide de hausse des *fed funds*. Par ailleurs, les stratégies de hausse des anticipations d'inflation restent d'actualité mais uniquement sur les maturités courtes (inférieure à 5 ans). En outre, nous continuons d'anticiper une pression sur la dette française jusqu'aux élections et conservons une relative neutralité sur les emprunts périphériques, avec une préférence pour l'Espagne compte tenu des incertitudes politiques en Italie. Enfin, nous maintenons une vue défensive sur les taux américains.

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

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.

Les spreads de crédit sont très largement corrélés à l'évolution de la courbe des taux européenne, qui est elle-même très influencée par les taux américains. Des taux plus élevés impliquent la nécessité de spreads plus élevés pour que le crédit garde une attractivité relative, d'où le léger écartement constaté ce mois-ci. Le manque de visibilité quant aux mesures réelles que va prendre l'administration Trump et leurs conséquences sur l'économie mondiale nous pousse à la prudence. La BCE continue d'avoir un effet positif sur le crédit grâce au CSPP (Corporate Sector Purchase Program), mais son influence semble s'amenuiser. Pour des raisons d'attractivité, nous restons neutre avec un biais négatif sur l'Investment Grade, et plutôt positif sur le Crossover et le High Yield.

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	Neutre	-

- 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. Cependant l'USD est cher en valorisation et Trump est contre la hausse de l'USD.
- Baisse de la production de la part de l'OPEP et de la Russie conformément à l'accord d'Alger. Néanmoins la production US redémarre.
- Hausse des taux réels et anticipation d'une appréciation du dollar sont des facteurs négatifs. Néanmoins, les incertitudes politiques devraient constituer un soutien.

Anticipations à 3 mois des niveaux de marché au 2 février 2017

Produit de Taux – Crédit	Niveau actuel	Niveau anticipé	Actions	Niveau actuel	Niveau anticipé
Titre d'Etat 10 ans Etats-Unis	2,47	2,65	S&P 500 - Etats-Unis	2278,87	2233
Titre d'Etat 10 ans Royaume-Uni	1,47	1,70	MSCI - Royaume-Uni	2065,89	2097
Titre d'Etat 10 ans Allemagne	0,46	0,60	Euro Stoxx - Zone Euro	346,53	357
Titre d'Etat 10 ans France	1,09	1,30	Nikkei - Japon	19041	19613
Titre d'Etat 10 ans Italie	2,31	2,40	MSCI Chine - Grande Chine	62,63	65
Taux 10 ans Inflation Zone Euro	1,55	1,60	MSCI Emergent - EM	868	890
Crédit Zone Euro Investment Grade	1,20	1,25			
Crédit Zone Euro High Yield	3,43	3,40			
Crédit Zone Euro Cross Over	1,69	1,70			
Matière Première	Niveau actuel	Niveau anticipé	Taux de Change	Niveau actuel	Niveau anticipé
Or (USD par once)	1210	1210	EUR-USD	1,08	1,05
Pétrole brut (Brent, USD par baril)	55,0	55,0			

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.