



JANVIER 2017

Le Comité stratégique repose sur une analyse économique et financière menée suivant trois approches complémentaires :

- ~ La dimension contextuelle *intègre l'ensemble des facteurs et des événements pouvant conditionner la psychologie et le comportement des opérateurs au point d'impacter de façon prédominante l'évolution des marchés ;*
- ~ La dimension « E.C.O. » (Economie. Corrélations. Opérationnel.) *propose une étude des principales grandes corrélations macro et microéconomiques devant permettre d'identifier le contexte conjoncturel et l'évolution du cycle économique;*
- ~ La dimension « Relative Market » *propose une étude des niveaux de marché relatifs aux médians des différents cycles boursiers identifiés historiquement et comparés entre eux.*

Achévé de rédiger le 11 janvier 2017

Ce Comité de début d'exercice intervient après une très forte progression des indices boursiers européens sur le dernier mois de 2016. Les marchés vont-ils éprouver le besoin de souffler ou sont-ils en mesure de poursuivre sur leur lancée ? Au-delà, 2017 sera-t-elle enfin l'année du vrai « décollage » des places européennes ? Eléments de réflexion.

La dimension contextuelle

« Les marchés vont-ils souffler ou poursuivre sur leur lancée ? »



Décembre 2016 aura été un mois surprenant. Compte tenu des échéances qui attendaient les investisseurs, on aurait pu redouter que ces derniers se mettent en retrait et que les marchés boursiers en pâtissent. Il n'en a rien été. La progression des indices aura même été particulièrement spectaculaire. A croire que c'étaient davantage l'existence d'échéances inscrites de longue date au calendrier qui paralysait les opérateurs, plus que les résultats ou les conséquences de celles-ci.

De fait, depuis le mois de novembre, le comportement de ces marchés revêt une dimension inattendue. L'élection surprise de Donald Trump, au départ candidat trublion et outrancier, auquel le monde financier préférerait, et de loin, son adversaire Hillary Clinton, n'aura finalement pas déclenché les remous auxquels on aurait légitimement pu s'attendre. Mieux : contre toute attente, ces marchés ont même résolument salué les résultats de cette élection, faisant fi des accents isolationnistes et protectionnistes du candidat élu, jusque-là supposés menacer la stabilité économique mondiale. Son programme de relance (gros investissements publics dans les infrastructures et la défense, baisse du taux marginal de l'impôt sur le revenu, division par deux de l'impôt sur les sociétés...), objectivement pro-business et pro-entreprises, suscite au final plus de promesses que de réserves. Les marchés se sont donc décidés à jouer le jeu « Trump ». Jusqu'à quand ? Premiers éléments de réponse en ce début d'année 2017. Comment les marchés vont-ils réellement accueillir les premières mesures effectives de l'administration « Trump » ? Ne risque-t-on pas d'avoir, à retardement, les premières réactions défavorables au moment de la mise en œuvre des réformes si des difficultés surviennent ou des résistances s'opèrent ? C'est une des interrogations de cette année 2017. A suivre.

L'autre élément politique de nature à « secouer » les marchés était le référendum italien, début décembre, sur la réforme constitutionnelle proposée par Mattéo Renzi. Ce dernier ayant mis son poste dans la balance, en cas de réponse négative, son départ promettait une nouvelle instabilité politique au sein de la Zone Euro. Une démission de M. Renzi signifiait, soit la constitution d'une nouvelle majorité forcément fragile, soit la convocation à venir de nouvelles élections dont il n'était pas certain qu'elles n'ouvrent pas la voie au Mouvement 5 étoiles de Beppe Grillo, structure politique la mieux placée dans les sondages. Or, ce dernier n'avait-il pas souhaité soumettre à consultation référendaire le maintien même de l'Italie dans la Zone Euro ? En d'autres temps, la victoire du « Non » aurait provoqué une véritable secousse boursière. Là encore, de manière étonnante, il n'en a rien été. Les marchés se sont montrés complètement indifférents à ce risque politique jugé pour l'heure hypothétique.

On reviendra également sur l'accord de baisse de la production pétrolière obtenu à Vienne à la fin novembre entre les différents pays producteurs. Cet accord a permis aux cours du brut de rebondir de 44 \$ le baril de Brent, en novembre, à plus de 56 \$ la semaine dernière. De quoi alléger la pression sur certains pays émergents et sur leurs devises mais, surtout, de quoi constituer une excellente nouvelle pour les banques centrales qui reçoivent ainsi un soutien de poids dans la lutte qu'elles mènent contre les pressions déflationnistes. De fait, les indices de hausse des prix recommencent à s'apprécier en décembre, avec une progression de 1.1% sur un an en Zone Euro, un niveau plus atteint depuis 2013. En Allemagne, la hausse s'élève même à 1.7%, un chiffre guère plus vraiment éloigné de l'objectif de 2% assigné par la BCE pour l'ensemble de la Zone Euro. Il est évident que le rebond des cours pétroliers participe au mouvement reflationniste général. Les prévisions d'inflation pour 2017 ont donc été relevées, à 1.7% pour la Zone Euro et à 2% pour les Etats-Unis. En Europe, le repli de l'euro contribue également au mouvement de reflation. Aux Etats-Unis, la hausse tardive des salaires (+2.4% l'an) ainsi que les risques de dérive protectionniste engendrés par l'élection de Trump favorisent également une appréciation des anticipations d'inflation.

Dans ce contexte, la Fed a sans surprise relevé l'objectif des fonds fédéraux de 0.25% lors du FOMC de décembre. Janet Yellen ne peut désormais plus invoquer des indices d'inflation atones et une modération salariale persistante. A contrario, la BCE a fait ce que les marchés attendaient d'elle, à savoir un report sur la fin de l'année 2017 du Quantitative Easing. Ce prolongement d'une politique monétaire accommodante en Europe n'est évidemment pas pour rien dans la formidable poussée des indices actions européens en décembre.

La normalisation monétaire américaine qui, toute chose égale par ailleurs, devrait s'accomplir de manière progressive, pousse néanmoins les taux d'intérêt à la hausse. Le 10 ans américain a atteint les 2.60% de rendement en décembre avant de refluer depuis autour de 2.37%. Son homologue allemand a suivi l'itinéraire inverse en se situant aujourd'hui à 0.28% après avoir touché un point bas à -0.15% à la fin du troisième trimestre 2016.

Ce choc sur les taux d'intérêt (même si, pour le moment, le niveau général de ceux-ci reste bas à l'échelle de l'histoire) peut-il se poursuivre et les marchés d'actions vont-ils continuer à l'encaisser aussi bien ? Quid du comportement des marchés si, parallèlement, l'on n'assiste pas à l'accélération attendue et espérée de la croissance économique ?

Après les incertitudes d'ordre politique en 2016, dont on a vu que, si elles ont inhibé les investisseurs, elles n'ont pas entraîné les marchés à la baisse, quelles conséquences pour les marchés peuvent avoir les échéances de 2017 ? On suivra bien sûr avec attention la mise en œuvre de la politique de Donald Trump, les suites du Brexit qui pourrait, à un moment ou à un autre, se rappeler au bon souvenir des investisseurs et, surtout, le rythme et les conséquences de la remontée des taux d'intérêt. Enfin, les diverses échéances électorales en Europe sont évidemment toujours susceptibles d'engendrer une incertitude peu prisée des marchés même si, à moins de scénarios catastrophes, ces derniers ont montré finalement une très faible porosité à la chose politique.

D'un point de vue microéconomique, les prévisions de résultats 2017 sont favorables, avec une progression des profits des sociétés américaines et européennes estimée à environ 10% dans les deux cas.

Par-delà les problématiques politiques (à suivre) et monétaires (les politiques des banques centrales sont désormais assez lisibles), l'évolution tendancielle des places boursières nous semble une fois de plus dépendante, in fine, des fondamentaux économiques, dont on peut dire qu'ils s'affichent en amélioration progressive.

La dimension économique (E.C.O.)

« Les fondamentaux en soutien des marchés »

Du point de vue de l'activité économique, l'évolution récente d'un certain nombre d'indicateurs est très prometteuse et constitue, à elle seule, un soutien potentiel pour les marchés d'actions.

Aux Etats-Unis, le PIB a progressé de 3.5% en rythme annualisé au troisième trimestre en dernière estimation, atteignant ainsi son meilleur niveau depuis deux ans, grâce notamment à la consommation des ménages mais également à la vigueur des exportations. Des ménages dont les dépenses et les revenus s'appuient toujours sur des créations d'emplois massives même si le dernier chiffre de décembre publié vendredi dernier se situe en retrait par rapport au mois précédent (+156 000 contre un consensus de 175 000). Pour autant, sachons que cette « déception » est en partie compensée par la révision à la hausse des chiffres des deux mois précédents (+204 000 contre +178 000 en novembre, par exemple). Ces fortes créations de postes, associées aux progressions salariales, soutiennent le pouvoir d'achat général et, partant, la confiance des ménages, laquelle, mesurée par l'indice du Conference Board, s'inscrit au plus haut depuis 2001 (à 113.7 contre 109.4 en novembre). Aussi la croissance américaine devrait-elle demeurer sur un rythme satisfaisant au dernier trimestre, selon la Fed d'Atlanta qui ne la voit pas passer sous le seuil des 2.5%.

Depuis, les indicateurs économiques avancés se sont même redressés encore davantage. Ainsi, dans le secteur manufacturier en décembre, l'indice ISM des directeurs d'achats a enregistré une progression sensible, à 54.7 contre 53.2 en novembre, grâce notamment à une forte accélération du poste « Nouvelles commandes », lesquelles préfigurent le niveau de production de demain. Ce chiffre corrobore le sentiment d'une nette amélioration des perspectives de croissance. En outre, la remontée des cours pétroliers pourrait également ranimer l'activité dans ce secteur, celle-ci étant de nature à soutenir de manière directe et indirecte l'ensemble de l'économie américaine.

D'autant que, dans le secteur des services, l'activité reste très robuste à la fin 2016, selon l'indice ISM non manufacturier qui est resté inchangé sur les mêmes niveaux élevés que ceux de novembre (à 57.2). A noter que cet indice s'inscrit en expansion (au-dessus de la barre des 50) pour le 83 ième mois consécutif.

Enfin, mentionnons également un indicateur très intéressant : l'indice de confiance NFIB, qui mesure l'optimisme des dirigeants de petites et moyennes entreprises, s'est élevé à 105.8 en décembre contre 98.4 le mois précédent. L'optimisme des « petits patrons » atteint ainsi un pic depuis 2004.

En Europe, certes de manière toujours moins spectaculaire, la conjoncture n'en poursuit pas moins son amélioration. Le secteur manufacturier a connu sa plus forte progression depuis avril 2011, l'indice PMI bondissant à 54.9 en décembre contre 53.7 en novembre. Cette évolution se retrouve d'ailleurs aussi bien en France (53.5 contre 51.7) qu'en Allemagne (55.6 contre 54.3). La forte croissance de la production enregistrée en décembre permet au secteur manufacturier d'aborder 2017 sur des bases solides. Ceci est d'ailleurs corroboré par l'indice IFO du climat des affaires en Allemagne qui, à 111 contre 110.4 en novembre, atteint un pic depuis février 2014, mais également en France, par l'indice du climat des affaires calculé par l'INSEE, lequel a fortement accéléré en décembre pour atteindre un plus haut de 2011. Nul doute que la baisse récente de l'euro (qui est passé sous le seuil des 1.05 contre dollar et dont on attend un atterrissage vers la parité contre billet vert) contribue à favoriser la tâche des entreprises eurolandaises.

Il n'en reste pas moins qu'en dépit d'une relance monétaire sans précédent (la France s'est quasiment financée à 0% sur les marchés en 2016 et les crédits aux entreprises ont atteint un pic de 5 ans dans l'ensemble de la zone), la croissance européenne reste « modeste », pour reprendre l'expression de la Commission Européenne. Autour de 1.5% cette année en Zone Euro, la croissance va pâtir de la hausse de cours pétroliers (proches de 60\$ le baril après un point bas à 28\$ en janvier) et de celle des taux d'intérêt (qui ne fait que commencer), dans un environnement caractérisé par une baisse du commerce mondial et sans doute une montée à prévoir de la tentation protectionniste. Le fameux alignement des planètes est sans doute derrière nous. Même si les velléités de relâchement budgétaire sont grandes dans une année marquée par de nombreuses échéances électorales, le maintien d'un niveau historiquement élevé de la dette publique (la Zone Euro va emprunter presque 900 milliards d'euros sur les marchés en 2017) interdit pourtant tout laxisme et toute dérive en matière de finances publiques. Le vieux débat sur le bien-fondé d'une stricte orthodoxie budgétaire n'est pas près de prendre fin.

Dans le reste du monde, le Japon peine toujours, semble-t-il, à relancer son activité, en dépit des « abenomics » (efforts de soutien conjoints du gouvernement et de la BOJ qui a laissé en décembre sa politique monétaire inchangée). Cette dernière se montre toutefois un peu plus optimiste pour l'économie japonaise, du fait de la reprise de la demande dans les pays émergents, de l'amélioration de l'activité manufacturière et de la faiblesse du yen. La croissance 2016 est estimée à 0.5% seulement. Le Japon ne saurait donc être considéré comme un moteur de l'économie mondiale.

Les marchés émergents profitent pour certains d'entre-eux du rebond des cours des matières premières, après cinq années de repli. Parviendront-ils à s'immuniser contre la hausse du dollar et des taux et contre les perspectives de dérive protectionniste de la politique américaine ? Assurément un autre enjeu pour 2017.

Enfin, la légère décélération de l'économie chinoise, pointée par le recul des indices PMI manufacturiers (51.4 en décembre après 51.7 en novembre) et des services (54.5 après 54.7) en décembre, ne semble pas remettre en cause les prévisions de croissance établies. En tout cas, les marchés ne semblent guère s'en émouvoir outre mesure.

Conclusion

Chine, Brexit, pétrole, référendum italien, normalisation monétaire US... Les marchés financiers ont réussi en 2016 à résister à toutes ces épreuves. Celles-ci étant passées, et alors que les indices américains caracolent, peut-on légitimement espérer une accélération haussière des places financières européennes ?

En toute logique, toute chose égale par ailleurs, on peut l'envisager, au moment où l'activité semble vouloir se renforcer et que les estimations de résultats 2016 s'élèvent à deux chiffres. Les dividendes records (46.2 Milliards) versés l'an passé par les sociétés du CAC 40, par exemple, constituent évidemment une formidable incitation, dans un univers de taux d'intérêt aussi bas.

Restent les interrogations qui concernent le rythme de relèvement des taux d'intérêt américains et la manière dont les marchés financiers parviendront à le digérer ; reste également la mise en œuvre de la politique de rupture de Donald Trump et ses répercussions inconnues ; reste enfin un calendrier électoral chargé en Europe qui, dans un contexte de montée généralisée des « populismes », pourrait apporter son lot de surprises, évidemment enclines à provoquer des remous boursiers.

Pour autant, s'il faut évidemment faire preuve d'une certaine prudence s'agissant des marchés d'actions américains, en raison de la forte progression de l'an passé et des sommets atteints, alors que la politique attendue de Donald Trump constitue toute de même une inconnue à bien des égards, les marchés d'actions européens, malgré les déceptions des années précédentes, nous semblent enfin en mesure de concrétiser le potentiel qu'on leur prête depuis plusieurs années.

