



DÉCEMBRE 2017

Achévé de rédiger le 30 novembre 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.*

Un mois de novembre bien curieux, démarré par une correction sensible des indices actions, suivie d'un rétablissement poussif. Besoin de souffler pour mieux repartir ou signes avant-coureurs d'un plafonnement ?

La dimension contextuelle

« Une pause en novembre »



C'est en effet sous cet angle que nous appréhendons la correction de marché intervenue début novembre sur les places financières. Le marché a reculé d'environ 4% en l'espace de deux semaines, sans que nous décelions de raison fondamentale à cela. A l'évidence, suite au rebond initié fin août, les marchés éprouaient le besoin de souffler quelque peu et de digérer le mouvement de hausse. Certes, des facteurs de préoccupation sont venus contrarier la tendance établie et ont sans doute servi de prétexte à des prises de bénéfices. Mais rien qui nous semble durable ou de nature à inverser la tendance de fonds qui reste favorable.

Parmi ces facteurs, certains sont désormais récurrents (suites du Brexit) ; d'autres sont de nature exogène ou politique (Espagne, Allemagne, réforme fiscale US, Yellen...) tandis que quelques préoccupations récentes (High Yield, pétrole et changes) sont d'ordre plus technique ou paradoxalement liées à la bonne santé de l'économie mondiale. Ce qui nous fait dire que les marchés devraient in fine privilégier ce dernier constat.

S'agissant des Etats-Unis, la réforme fiscale, sur laquelle misent les marchés depuis de longs mois, pourrait aboutir avant la fin de l'année. Mais la partie n'est pas aisée pour Trump, dont la majorité au Congrès est trop juste sur cette question pour être assuré de l'emporter.

Depuis quelques jours, la réforme fiscale est entrée en phase critique. Après son passage réussi (de justesse) à la Chambre des représentants, le projet va passer en examen au Sénat où la majorité est ténue (52 sénateurs contre 48) et pourrait l'être davantage encore d'ici-janvier. Entre-temps, un accord devra être trouvé avant le 8 décembre pour financer l'état fédéral sous peine de « shutdown ». Comme on peut le constater, une course contre la montre s'est engagée. En cas d'échec, même si nous pensons pour notre part que les Etats-Unis n'ont actuellement pas besoin de boost supplémentaire à ce stade du cycle, les marchés pourraient accuser le coup. D'où les inquiétudes qui prévalent sur la question.

En Europe, au plan politique toujours, l'épisode catalan a disparu des radars médiatiques. Au final, les marchés n'ont que très peu réagi à cette crise politique historique. Madrid a repris la main sur les affaires catalanes et de nouvelles élections interviendront prochainement. A suivre.

En Grande-Bretagne, Theresa May a le plus grand mal à mettre en œuvre le Brexit et à fédérer autour d'elle. Au-delà de sa personnalité décriée, les négociations avec l'Europe sont très compliquées. Toutefois, la Première ministre britannique serait disposée à lâcher du lest sur son chèque de départ. La perspective d'un accord entre Londres et les 27 semble désormais réaliste. Une possible voie de sortie en vue, donc, et un facteur de crispation en moins pour les marchés, le cas échéant.

En Allemagne, enfin, l'impasse politique se poursuit après les dernières élections législatives qui ont vu le parti d'Angela Merkel (CDU) arriver en tête mais sans véritable majorité. La perspective d'une large coalition « Jamaïque » a vécu. Toutefois, les derniers développements suscitent de nouveau l'espoir que les sociaux-démocrates puissent parvenir à un accord de gouvernement. Les marchés misent à l'évidence sur un tel scénario. Dans le cas contraire, de nouvelles élections interviendront, avec un risque d'instabilité forcément guère favorable à l'investissement productif. Mais nous n'en sommes pas encore là et les marchés financiers sont jusque-là parvenus soit à évacuer la question soit à jouer l'épilogue favorable.

Les banques centrales ont comme toujours été au cœur des interrogations en novembre, à la fois de manière coutumière mais également pour des raisons spécifiques. Outre-Atlantique, c'est Jerome Powell qui succèdera à Janet Yellen. Les marchés y voient un gage de continuité de la politique monétaire. Mais on apprend que cette dernière ne siègera plus au FOMC. En se retirant à la fin de son mandat, début février, l'actuelle présidente laisse un quatrième siège vacant à pourvoir par Donald Trump, en plus du système normal de rotation annuelle. C'est donc un Comité de politique monétaire presque entièrement recomposé qui décidera l'année prochaine du rythme de resserrement des taux directeurs. Pour l'heure, les marchés anticipent un relèvement en décembre suivi de trois hausses supplémentaires en 2018. Quelle sera la sensibilité sur cette question de la nouvelle équipe renouvelée ? Donald Trump souhaitera-t-il influencer celle-ci et modifier le rythme de la normalisation ? Comment les marchés accueilleront-ils ces évolutions ? Enfin, la faiblesse structurelle de l'inflation (malgré un chiffre d'inflation sous-jacente en hausse le mois dernier, à 1.8% en octobre en GA après 1.7% en septembre) peut-elle brouiller les pistes pour 2017 et introduire des incertitudes nouvelles ? Réponse l'an prochain.

En Europe, au sein de la BCE, le même type de dissensions semble apparaître quant à la marche à suivre en matière de normalisation monétaire, du fait des interrogations sur la faiblesse persistante de l'inflation. « L'inflation doit encore donner des signes plus convaincants de rebond auto-alimenté », selon Mario Draghi. L'inflation en Zone Euro s'est établie à 1.4% sur un an en octobre et pourrait même diminuer d'ici la fin de l'année en raison d'un effet de base sur les prix de l'énergie par rapport à 2016. Rappelons que la BCE a annoncé la réduction de moitié de ses achats mensuels jusqu'en septembre 2018. Lors de la dernière réunion de la BCE, certains gouverneurs ont souhaité une date précise de fin du programme d'achats d'actifs. Une forme d'avertissement contre la tentation d'un prolongement de celui-ci que la faiblesse structurelle de l'inflation pourrait nécessiter selon d'autres. Est-ce le réveil des faucons (partisans d'une politique monétaire moins accommodante), maintenant que la croissance économique est jugée plus robuste ? Comme l'a déclaré Benoit Coeuré : « Nous pouvons espérer que l'extension du QE d'octobre sera la dernière. ».

Le pétrole constitue également un facteur d'interrogation, avec notamment la prochaine réunion de l'OPEP d'ici quelques jours (30 novembre). A priori, on se dirigerait vers une extension (de 9 mois) des quotas de production. La Russie se serait ralliée à la proposition saoudienne d'une prolongation jusqu'à fin 2018. Les marchés financiers ont à l'évidence déjà intégré depuis longtemps cette décision au regard de la progression régulière des cours du brut depuis plusieurs mois. Au plus haut depuis deux ans, le Brent a dépassé les 63\$ le baril. Doit-on s'attendre à un débouclage des positions une fois la nouvelle annoncée entérinée ? A ces niveaux de cours, comment ne pas anticiper une accélération de la production de pétrole de schiste outre-Atlantique ? Bref, il semble, selon différents observateurs, que la progression des prix du pétrole puisse marquer le pas prochainement. Or, on sait que l'évolution des cours pétroliers interagit sur les indices de prix, désormais fonction de réaction première des banques centrales...

Du côté des marchés financiers, c'est sur le crédit dit High Yield que l'on a enregistré un mouvement de correction aussi soudain qu'inattendu. Sur la première partie de novembre, en quinze jours, l'indice Iboxx s'est tendu de 252 points à 296 pts. On évoque des inquiétudes croissantes suscitées par le resserrement des conditions de crédit en Chine et la faiblesse des matières premières. L'approche de la fin de l'année a également sans doute contribué à accélérer le mouvement, dans une logique de protection des gains accumulés, dans un contexte de valorisations tendues (1.80% de rendement moyen pour l'ensemble du marché). Tout ceci a conduit à l'enregistrement du troisième plus gros mouvement de sorties de capitaux de l'histoire du marché du crédit High Yield.

Sur le marché des changes, l'euro est reparti à la hausse en novembre face aux principales devises. La monnaie unique a approché les 1.20 contre dollar. La nouvelle dynamique économique européenne, conjuguée aux difficultés rencontrées par l'équipe Trump pour mener à bien les réformes promises, favorise la devise européenne, dans un contexte de normalisation des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique. Le paradoxe est que les marchés d'actions ont été affectés par cette appréciation de la devise alors même que celle-ci traduit et illustre la meilleure santé de la Zone Euro. Une Zone Euro dans laquelle les résultats d'entreprises publiés en octobre confirment la bonne rentabilité de celles-ci et conservent des perspectives de progression à deux chiffres pour l'année 2018.

La dimension économique (E.C.O.)

« La croissance mondiale est solide »

« L'économie mondiale est bien partie pour réaliser en 2017 sa meilleure année depuis 2010, la croissance en Zone Euro (2.4%) et aux Etats-Unis (2.2%) dépassant les attentes initiales », a déclaré l'Organisation de coopération et de développement économique à l'occasion de la publication de ses dernières prévisions économiques. Une nouvelle accélération de la croissance est même probable en 2018, selon l'OCDE. Les politiques monétaires accommodantes ainsi que le relâchement de la contrainte budgétaire et la mise en

œuvre de réformes de structure expliquent cette accélération. La croissance mondiale devrait s'établir à 3.6% cette année contre 3.5% lors de la précédente estimation et 3.7% l'an prochain.

Ce sentiment est corroboré par les chiffres du commerce mondial. Malgré les craintes de protectionnisme, les échanges mondiaux sont en augmentation spectaculaire cette année, selon Euler Hermes. Toutes les zones géographiques alimentent la demande mondiale de manière concomitante. Politiques monétaires accommodantes, dollar bon marché et marchés de matières premières dynamiques soutiennent ce mouvement. Les échanges rattrapent donc le terrain perdu au cours des deux dernières années. Cette année, la hausse des échanges devrait atteindre 7.5% contre -1.9% l'an passé.

Un peu plus tôt dans le mois, la Commission européenne avait confirmé elle aussi l'amélioration de l'environnement économique en relevant également ses prévisions de croissance en Zone Euro pour l'année en cours (de 1.7% à 2.2%), celles-ci constituant le rythme de croissance le plus élevé depuis 2007.

De fait, au troisième trimestre, la hausse du PIB en Zone Euro a atteint 0.6% d'un trimestre à l'autre et 2.5% sur un an, d'après les chiffres publiés par Eurostat. Une progression supérieure à celle des Etats-Unis (2.3% sur un an). La publication du PIB allemand a donné le ton avec 2.8% de hausse en variation annuelle, bien supérieure aux chiffres du consensus (+2.3%).

Et cette dynamique ne montre pas de signe d'essoufflement puisque IFO, l'indice du climat des affaires allemand a battu un nouveau record ce mois-ci, avec un indice mesurant les perspectives à 117.5, soit un point haut depuis 2011, ce qui est de bon augure pour la dynamique de l'investissement et donc pour la pérennité de la croissance au cours des prochaines semaines et sur le dernier trimestre de l'année. Tous les secteurs profitent peu ou prou de cette embellie. L'Allemagne connaît un boom économique non démenti. Un bémol, toutefois, 90% des réponses à l'enquête ont été obtenues avant l'échec dimanche dernier des négociations en vue de former une nouvelle coalition gouvernementale.

Idem, les indices PMI Markit du mois indiquent que le secteur manufacturier allemand tourne à plein régime, l'indice ayant atteint 62.5 en novembre (contre 60.6 en octobre), son plus haut depuis 2011. Les commandes à l'exportation jouent évidemment un rôle d'entraînement majeur pour l'ensemble de l'industrie allemande.

Pour l'ensemble de la Zone Euro, l'indice PMI dépasse également les prévisions. L'indice PMI Flash composite, qui progresse à 57.5 ce mois-ci, montre que l'activité du secteur privé au sein de la zone reste solide. Au plus haut depuis sept ans, le sous-indice des commandes se maintient sur des niveaux également élevés, suggérant une poursuite de la tendance favorable et une possible croissance de 0.8% au dernier trimestre.

Les bonnes dispositions se retrouvent également du côté des ménages puisque la confiance de ceux-ci continue de s'améliorer dans la Zone Euro. L'indice a atteint en novembre son niveau le plus élevé depuis 2001 (0.1 contre -1.1 en octobre). L'impasse politique allemande n'a guère pesé. Les citoyens européens réagissent surtout à la baisse du chômage et à l'installation plus visible de la croissance.

Même en France, le climat des affaires ne cesse désormais de s'améliorer et retrouve son niveau de 2008, selon les chiffres publiés par l'INSEE (l'indicateur général s'inscrit à 111, très au-dessus de sa moyenne de long terme à 100). Il est au plus haut depuis 2007 dans l'industrie, le commerce de détail et le commerce de gros. La croissance s'annonce donc forte pour la fin de l'année.

De fait, après le recul d'août, la production industrielle française s'affiche en rebond en septembre, progressant de 0.6% sur le mois, conformément aux attentes. Le secteur manufacturier avance également de 0.4%.

Aux Etats-Unis, les prévisions de croissance sont de plus en plus optimistes, selon les différentes Fed régionales qui ont relevé leurs estimations, certaines d'entre-elles faisant état d'une progression en rythme annualisé allant de 3.4% à 3.8% même pour la Fed de New York.

En deuxième estimation, la progression du PIB pour le troisième trimestre a été portée de 3% (fin octobre) à 3.3%. Il s'agit du taux de croissance le plus élevé depuis trois ans. Les investissements ont été plus marqués que ce qui avait été enregistré lors de la première diffusion.

La production industrielle a accéléré en octobre, sur le rythme le plus élevé depuis 2015 (+2.9% contre 2.1% en septembre), avec un taux d'utilisation des capacités qui repart à la hausse et qui pourrait de ce fait alimenter une hausse future des investissements.

L'indicateur avancé du Conférence Board a progressé en octobre de 1.2% à 130.4. Les conséquences des ouragans se dissipent. La robustesse des diverses composantes laisse augurer la poursuite d'une croissance soutenue d'ici la fin de l'année.

Du côté des ménages, les ventes au détail s'affichent également en hausse en octobre (+0.2% après +1.9% en septembre). Dans le secteur de l'immobilier, l'indice NAHB de la promotion pour le mois de novembre est ressorti à 70 contre 68 le mois dernier, un point haut depuis mars.

Idem, les ventes de logements anciens (90% du marché) poursuivent leur rétablissement enclenché depuis les ouragans d'août, tandis que les ventes de logements neufs en octobre progressent de 6% par rapport au mois dernier (à 685 000 unités, soit un plus haut de dix ans).

Enfin, s'agissant des divers indicateurs régionaux d'activité, les publications sont contrastées. Certains sont en repli et d'autres en progrès, mais rien de vraiment déterminant quant à l'évolution prochaine de la conjoncture économique.

Enfin, au Japon, le PIB a enregistré son septième trimestre consécutif de croissance (+1.4% en rythme annuel au dernier trimestre). L'économie tourne à plein régime, grâce notamment au commerce extérieur (+0.5% de contribution), bien sûr, mais également à l'investissement (+2.7% au cours des sept derniers trimestres). La chute récente du Yen (malgré une reprise depuis) a évidemment contribué à favoriser les exportations. Politiques monétaire (un objectif cible de 0% sur les taux à dix ans) et budgétaire (après les élections d'octobre) accommodantes finissent par porter leurs fruits.

Quant à la Chine, qui aujourd'hui focalise beaucoup moins l'attention des opérateurs de marché, les divers indicateurs économiques publiés démontrent la mise en place progressive du rééquilibrage de la croissance (au profit du moteur intérieur) souhaité par les autorités.

Conclusion

Nous réitérons l'analyse que nous avançons le mois dernier : « La conjugaison de fondamentaux économiques solides (à l'image de la résilience des économies américaine et chinoise et de la généralisation et du renforcement de la croissance européenne) et de la bienveillance réaffirmée des deux principales banques centrales (Réserve fédérale et Banque centrale européenne) constitue indiscutablement un soutien de poids pour les marchés boursiers ».

Par-delà la correction de début novembre, nous considérons la classe d'actifs actions comme étant celle à privilégier dans les allocations pour les semaines à venir. En effet, ces prises de bénéfices récentes redonnent paradoxalement davantage de force au mouvement haussier en vigueur.

Certes les valorisations ne sont plus guère bon marché et constitueront, à un moment ou un autre, une force de rappel inévitable, notamment en cas de contrariété ou de déception. Mais la cherté prétendue des actions doit s'appréhender à l'aune des autres classes d'actifs et d'un niveau général des taux toujours historiquement bas.

Pour finir, nous reprenons également in extenso la dernière remarque que nous formulions dans la conclusion du mois dernier : «Le seul bémol que nous émettons est paradoxalement d'ordre psychologique. Parce que précisément la visibilité n'a rarement été aussi bonne, les attentes sont très élevées. Dans ces conditions, le risque principal est que la moindre déception puisse entraîner les investisseurs à prendre plus rapidement leurs bénéfices et puisse ainsi provoquer un recul sensible des indices ». En attendant, nous ne voyons pas de force immédiate susceptible de remettre en cause les choix d'allocation mis en avant jusqu'à présent.

