

## Flash Stratégie

Février 2017



Trump : un programme et des méthodes lisibles pour les marchés ?

**Paris, le 24 février 2017**

Une fois élu et intronisé, D.Trump s'est démarqué des autres politiciens en appliquant effectivement son programme. Le président américain a déjà pris par ordonnances des mesures qui avaient été annoncées. Il faut donc tabler sur l'application effective des principaux points du programme.

Les points les plus « médiatisés » du programme sont la remise en cause de « l'Obama care » visant à réduire le coût de la santé ; l'instauration de barrières douanières sous forme de taxes à l'importation vis-à-vis de la Chine et du Mexique notamment ; l'arrêt, voire le reflux, de l'immigration qui cherche à profiter de la protection des citoyens américains sans apporter une contrepartie supérieure en terme de production.

Les autres points sont moins politiques et surtout moins critiqués, mais tout aussi importants. Parmi ceux-ci la baisse des impôts des entreprises et des particuliers, l'ouverture de grands travaux pour améliorer les structures du pays et la dérèglementation facilitant le fonctionnement des entreprises moyennes et du secteur bancaire.

Enfin un troisième block de mesures concerne l'environnement avec l'allègement des réglementations environnementales qui gênent, elles aussi, le développement des petites et moyennes entreprises et le développement des énergies faucilles, dont le pétrole. Le secteur de l'énergie est même invité à produire plus afin de faire baisser les prix au profit des consommateurs américains.

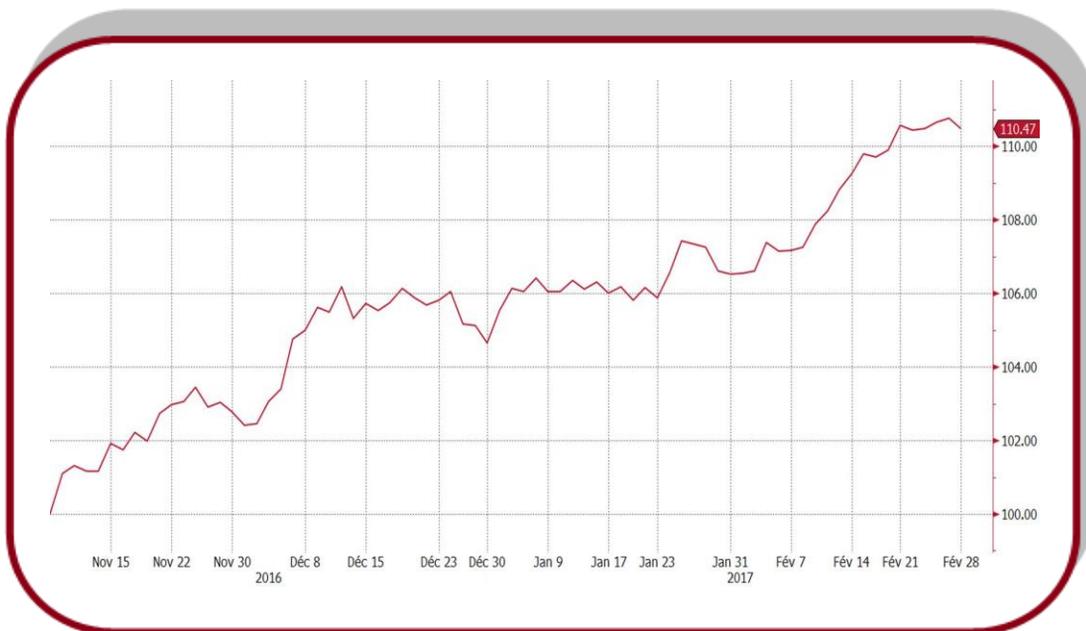
Certaines de ces mesures sont déjà mises en place. D'autres mettront plus de temps à se concrétiser en particulier celles qui doivent recevoir l'aval du Congrès comme les mesures fiscales.



**Jean Borjeix**  
Président du Comité d'investissement

Graphique n°1:

Evolution du S&P depuis l'élection de Trump



Source : Bloomberg

## Les marchés ont bien accueilli les mesures « Keynesiennes » et oublié les problèmes de financement.

Les marchés ont très bien accueilli ces mesures, car ils se sont focalisés sur l'effet Keynesien que comportent certaines d'entre elles. A l'horizon de quelques mois les effets positifs continueront de l'emporter certainement. Mais la suite est beaucoup moins claire et soulève de sérieux problèmes de financement.

De 2008 à 2015, le financement des déficits publics américains a été assuré par les achats répétés d'emprunts d'Etat, à la fois sur le marché et lors des nouvelles émissions, à travers les opérations de politique monétaire non conventionnelle (QE). Grâce à ces achats les taux des emprunts d'Etat sont restés très bas. Aujourd'hui, les « treasuries » émis par l'Etat ont encore un coût limité en partie grâce à la poursuite des achats de titres par la FED, qui remploie les remboursements par l'Etat de titres achetés dans le cadre des QE et arrivés à maturité. Mais **ce coût a tendance à s'apprécier** sous l'impulsion de la politique de la FED de J.Yellen et des marchés qui la suivent. Les nouvelles dépenses seront encore largement financées par de nouvelles émissions de «treasuries», mais à taux en moyenne plus élevés. Or le plan Trump avait été estimé autour de 3.000 milliards de dollars sur 10 ans. Ont été confirmés le

28 février, **1000 milliards de dollars pour les infra structures**, soit un peu plus de 5% du PIB annuel actuel. Les déficits budgétaires qui en découleront viendront s'ajouter au déficit en cours qui s'est lui-même élargi autour de 5 % du PIB. Ce cumul de déficits s'ajoutera aussi à la dette publique qui représente 100% environ du PIB actuel. Faute de ressources fiscales supplémentaires mises en place rapidement les déficits risquent de se creuser ce qui n'est pas dans les plans de la FED.

**Le conflit FED/ Trump s'annonce.**

**Au-delà du coût de financement des mesures, les piliers de la croissance mondiale menacés.**

On attend encore de connaître la réaction des pays visés par D.Trump, notamment le Mexique et surtout la Chine. Il est difficile d'en mesurer les effets mais une chose est sûre : le commerce mondial sera touché, alors qu'il donne déjà des signes de faiblesse avec une quasi-stagnation en volume (+1%) et une baisse en valeur mesurée en dollars (-14%).

## *Isolation des Etats-Unis, Brexit, élections incertaines en Europe: existe-t-il une période comparable dans l'histoire récente ?*

Sans revenir à la doctrine de Monroe ou au « splendide isolement » de la Grande-Bretagne au XIX<sup>ème</sup> siècle, la période actuelle a pas mal de **points communs avec les années 70** où se cumulèrent les effets de la sortie du système de Bretton Woods : risque de réduction du commerce international, forte inflation et croissance sans consistance faute d'appuis technologiques majeurs. Cette période s'est traduite par des comportements très différenciés des actifs financiers.

Faute de rentabilité réelle hors inflation, l'ensemble des actifs financiers intéressaient peu les investisseurs. Parmi les emprunts, les seuls actifs intéressants étaient ceux qui résistaient à l'inflation, comme les emprunts indexés. Parmi les actions, les seuls secteurs présentant de l'intérêt étaient ceux qui bénéficiaient de l'inflation, parmi lesquels l'immobilier ou le pétrole (chocs de prix) mais aussi les banques qui bénéficiaient des opérations de transformation (emprunts à taux bas sur le marché monétaire et prêts à des taux voisins de ceux du marché

financier).

La période actuelle présente des points d'inquiétude communs avec ceux qui ont suivi la fin du système financier de Bretton Woods, mais elle présente aussi des **différences fondamentales**, notamment le niveau de **productivité** et l'absence de dérapages inflationnistes (globalisation).

Malheureusement, dans le **système Trump, globalisation et productivité sont mises en cause** par l'installation de barrières douanières qui devraient hausser les coûts de la main d'œuvre et réduire l'activité générée par les échanges internationaux.

Dans l'immédiat ces effets n'apparaissent pas mais à terme ils pourraient remettre en cause les deux principaux piliers de la croissance des pays de l'OCDE (globalisation et productivité) et perturber le modèle économique chinois, aujourd'hui important contributeur à la croissance des pays émergents et à la croissance mondiale.

## Vers une pénurie de dollars?

Au-delà, supposons que la mécanique Trump se mette en place et réussisse à fonctionner, le problème qui se posera alors risque d'être celui de la pénurie de dollars. La mécanique Trump vise à rapatrier aux États-Unis les dollars qui se trouvent dans des comptes étrangers et notamment ceux des entreprises multinationales.

**Ce rapatriement de dollars s'oppose au rôle de fournisseur de liquidité internationale** alloué à la monnaie américaine lors des accords de la Jamaïque en 1971. La contradiction entre le **repliement de l'économie américaine sur elle-même et le rôle de monnaie de réserve du dollar**, fondement du système financier

international, risque de déboucher sur une **crise financière autour de la pénurie de dollars**.

Au cours des années soixante le thème de la pénurie de dollars était évoqué. Il avait justement débouché en 1971-72 sur la refonte du système financier international de Bretton Woods (1945). Pour autant il avait fallu plus de 10 ans pour que le système monétaire international retrouve une structure à peu près stable.

Aujourd'hui, ce sont des délais, sans doute inférieurs mais de cet ordre, auxquels il faudrait s'attendre pour rétablir un système efficace de règlements internationaux.

## A court terme quelles conséquences par classe d'actifs ?

Comme dans les années 70 les **emprunts d'Etat** offrent des taux de **rendement inférieurs à la croissance nominale** de l'économie, sorte de **taux négatifs**, sauf dans les pays en récession. Cette faible rentabilité est justifiée par la **garantie offerte par les émetteurs**, excluant la prime de risque qui est exigée sur les autres types d'emprunts notamment les emprunts de sociétés, en particulier « high yield ». Comme lors des années 70 les **emprunts indexés** sont privilégiés. Le risque principal d'être en marge de ce marché est de manquer une sorte de contre tendance séculaire, inverse de la tendance séculaire de baisse des taux des années 80/2015.

Contrairement aux années 70, les **sociétés** se situent dans un environnement très porteur dû aux **progrès de productivité**, eux-mêmes résultant des progrès technologiques importants de ces dernières décennies et de la meilleure maîtrise des coûts salariaux. Contrairement aux années 70 également les actions sont chères.

Pour autant les marchés restent sélectifs. Aujourd'hui les **secteurs avantagés** risquent d'être ceux directement favorisés par les mesures Trump :

- Les banques (dérégulation du secteur), les assurances et leur patrimoine immobilier;
- L'armement (budget militaire :+10%)

- Les mines de charbon à la suite de la dérégulation écologique ;
- Le secteur des ciments et de la construction avec les grands travaux d'intérêt public ;
- Le pétrole de schiste ;
- La pharmacie avec la fin des menaces de contrôle des prix ;
- Les médias domestiques, hors filiales de grands groupes ;

Sont **défavorisés** les secteurs qui subissent les effets de la politique de repli sur le sol américain:

- La distribution traditionnelle qui a bâti ses marges sur les très faibles coûts des produits vendus, très souvent importés;
- Les matières premières importées en grande partie des pays émergents ;
- La technologie qui peut avoir des difficultés à trouver des effectifs « formés » ;
- Les constructeurs d'éoliennes et d'autres énergies nouvelles.

Parmi les autres actifs, il semble que les **actifs refuges** ou défensifs généralement utilisés pour couvrir toutes sortes de risques font partie des actifs à privilégier notamment **l'or ou le yen** considéré par le marché comme monnaie refuge.

## Des incertitudes sur les délais et les modalités de la mise place des mesures Trump

En tout état de cause la réalisation des promesses ne sera pas un long fleuve tranquille. Les oppositions venant du Congrès, voire du système judiciaire, risquent en effet de se multiplier, soit pour freiner la mise en place de certaines propositions très discutées, soit pour des raisons budgétaires.

En bourse à l'heure actuelle les marchés sont dans l'attente de la mise en application des mesures « politiques » de Donald Trump. La **mise en place** de certaines mesures **demandera du temps**, notamment celles exigeant **l'accord du Congrès** qui subiront sans doute de **nombreux amendements** et demanderont de larges discussions.

On vient de voir avec la **dérégulation bancaire** que la **FED** pouvait aussi s'exprimer et éventuellement trouver des échos au Congrès même.

Dans le discours sur l'état de l'Union, Donald Trump n'a pas apporté toutes les précisions attendues. Il a néanmoins confirmé les principaux points de son programme dans un style enfin « présidentiel ». **La crédibilité de son discours** a visiblement impressionné les marchés qui, en contrepartie, ont fortement réévalué la **probabilité d'une hausse des taux directeurs en mars: 80% contre 50% avant le discours.**

## Conclusion : beaucoup de bonnes nouvelles déjà dans les cours alors que les difficultés ne font que commencer.

Au-delà des effets positifs déjà anticipés, la mise en place du plan Trump est clairement compliquée. Il est difficile d'imaginer ce qui en restera dans la version définitive. Quoi qu'il en soit, la mise en place demandera du temps et c'est ce temps qui risque de manquer au marché pour confirmer sa tendance haussière. C'est aussi le manque de temps qui risque d'alourdir la prime de risque au cours des mois à venir .

Pour le moment les effets d'annonce, comme la réforme « phénoménale » de la fiscalité, suffisent au marché. Toutefois, la mise en place reste en suspens alors qu'elle est décisive pour que les mesures prévues puissent s'enchaîner sans aggraver les finances publiques des Etats-Unis. A cet égard l'intervention devant le congrès du 28 février n'a pas apporté les éléments concrets de la réforme clé, la réforme fiscale.

Si la mise en place du système Trump échoue, il faut s'attendre à l'aggravation inéluctable des déficits, de la dette et peut-être au retour de nouveaux QE. Ce cas serait probablement l'un des rares cas techniquement profitable pour les emprunts. Un retour en arrière.

Troisième voie : la multiplication des amendements et des discussions conduit à un projet très édulcoré. Les marchés qui ont accordé un crédit sans garantie à la nouvelle administration subiraient un retournement spectaculaire. Toutefois si la progression des bénéfices des sociétés se confirme la chute des marchés s'arrêterait au niveau d'un P/E jugé normal (autour de 15/16).

Quelle que soit l'hypothèse retenue la prime de risque est élevée. Même si aujourd'hui les actions sont le bon choix d'actif le niveau d'entrée doit être choisi avec prudence.

## Que retenir ?

- Trois blocs de réformes dont la relance de type Keynesien, celui que le marché a retenu,
- La référence au passé : les années 70 après la sortie du système du gold exchange standard ,
- Risque d'une pénurie de dollars après la concentration des forces productives sur le sol américain,
- Des classes d'actifs inégales devant la réforme Trump.
- Le temps ennemi des marchés en raison de la lourdeur des réformes,
- Pas de réponse précise au discours de de l'état de l'Union,



**Jean Borjeix**  
Gérant  
jborjeix@platinum-  
gestion.fr

### Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement

## Platinum Gestion - Contacts



**Dominique CARRIERE**

**Directeur Général**

[dcarriere@platinum-gestion.fr](mailto:dcarriere@platinum-gestion.fr)

Tel : 01 82 83 81 47 / 06 11 48 61 61

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré  
75008 - PARIS



**Boris MICHEL**

**Responsable développement**

[bmichel@platinum-gestion.fr](mailto:bmichel@platinum-gestion.fr)

Tel : 01 82 83 81 48 / 06 71 44 03 29

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré  
75008 - PARIS

*Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005*

*Numéro ORIAS : 14001677 – [www.orias.fr](http://www.orias.fr)*

*SAS au capital de 1.828.910 Euros - 480 778 687 RCS Paris*