

Flash Stratégie

Janvier 2018



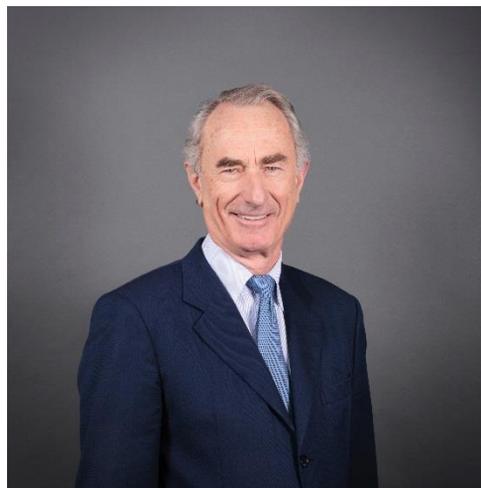
Unanimité : Danger

Paris, le 30 Janvier 2018

Petit regard en arrière sur 2017. Quelques éclairages pour 2018.

L'objet de ce présent Flash n'est pas de revenir en détail sur 2017 ou de proposer une allocation pour 2018. Beaucoup de papiers ont été écrits et tous disent à peu près la même chose : méfiance sur les obligations et oui aux actions.

Notre message n'est pas très différent mais nous allons essayer d'apporter un regard plus macro-économique et inscrit dans une perspective de plus long terme.



Jean Borjeix
Président du Comité d'investissement

L'exercice 2017 s'est inscrit dans un « bull market » avec une hausse généralisée des indices actions.

Ce « bull market » s'est appuyé sur de multiples facteurs : l'attente de la réforme fiscale de Donald Trump, une reprise généralisée des économies occidentales, le **paradigme des valeurs de technologie**, une sensible et apparemment structurelle amélioration des marges des entreprises, ... qui ont fait franchir aux indices dans leur ensemble un palier de valorisation.

Dans ce contexte, les sentiments positifs se sont accumulés à telle enseigne qu'aucune possibilité de souffler n'a été accordée aux marchés actions.

L'intérêt pour les actions s'explique aussi par le début de défiance observé envers les obligations qui souffrent d'un double handicap : les moins risquées ne rapportent plus rien (émissions gouvernementales, grandes sociétés,...) et les rendements des actifs plus risqués (high yield, marchés émergents, subordonnées financières,...) restent positifs mais ne rémunèrent plus le risque pris.

L'autre facteur qui a freiné l'appétence pour les obligations est la crainte de voir un retour à des niveaux de taux normaux, beaucoup plus élevés que les taux actuels du marché.

Cette crainte que nous exprimions ne s'est pas concrétisée avant la fin de l'année 2017.

Les évènements géopolitiques et même fondamentaux n'ont eu que peu d'influence sur le comportement des marchés. Pourtant certains méritent qu'on s'y intéresse.

Nous ne reviendrons pas sur la menace Nord-Coréenne, le risque lié à l'indépendantisme catalan, ou le risque géopolitique des élections européennes

annulé à la suite de l'élection française. Par ailleurs, si le risque grec et le risque italien peuvent revenir à tout moment, les marchés ne les intègrent pas.

En revanche nous nous interrogerons sur le Brexit, la réduction du levier chinois et l'élection de Donald Trump.

La situation du Royaume-Uni reste avec le « *deleveraging* » chinois un des plus importants facteurs pouvant peser sur la croissance mondiale. En 2017 aucun effet ne s'est fait sentir ni en provenance du Royaume-Uni, ni en provenance de Chine. Nous sommes toutefois restés en attente sur ces dossiers car les effets récessifs du Brexit et de la réduction de la croissance chinoise restent possibles mais mal mesurés à l'heure actuelle.

Le programme Trump présentait les attraits d'une relance de type keynésien.

Malheureusement la relance keynésienne impliquait que l'Etat ne soit pas endetté. Ce qui n'était pas le cas des Etats-Unis et les réformes envisagées par le programme Trump sont restées au point mort. Sauf la **réforme fiscale**, la seule qui pouvait émerger en étant très édulcorée. « *L'impeachment* » évoqué à plusieurs reprises ne s'est pas confirmé, mais il a pesé momentanément sur les indices.

En somme la visibilité du plan Trump a séduit les marchés mais elle ne s'est concrétisée, partiellement, que sur le plan fiscal.

Sans surprise, l'année 2017 aura été centrée, une fois de plus, sur le comportement et le discours des banques centrales, une situation qui ne sera pas modifiée en 2018.

2018 : dans la ligne de 2017 ?

L'inflation est en tête des préoccupations. Puis viennent la parité Euro/Dollar, la santé des entreprises et le taux d'endettement.

L'ensemble de ces facteurs est à prendre en compte pour comprendre les allocations d'actifs proposées pour 2018

L'inflation, point de préoccupation des marchés en 2017, pourrait devenir leur préoccupation prioritaire en 2018. Car le niveau d'inflation constaté ou attendue influe directement sur le niveau des taux d'intérêt. Toute reprise trop rapide du niveau de ces taux casserait la croissance.

Aujourd'hui, le taux d'inflation de 2,0% fixé par plusieurs Banques Centrales semble difficile à atteindre, lorsqu'il s'agit de l'inflation de base hors composantes exceptionnelles comme les prix de l'énergie et de l'agro-alimentaire. Le taux de 2,0% avait été fixé comme un objectif de long terme une fois les prix stabilisés à la fin de la période de maîtrise de l'inflation.

Lancé par Paul Volcker aux Etats-Unis au début des années 80 et repris par J. C. Trichet à la BCE une fois l'Euro mis en place (1999), ce taux n'a rien d'un impératif mais il se trouve correspondre à un niveau d'équilibre soutenable à long terme entre l'inflation et la déflation. Il a été utilisé par J. C. Trichet au début des années 2000 pour éloigner l'inflation de la zone euro et plus tard dans la période post récession actuelle comme objectif anti déflation.

Au cours des 8 dernières années post

récession, le PCE (Price Consumption Expenditures) a été utilisé par la FED comme le meilleur indicateur d'inflation. Il s'est situé entre 1,5 et 2,0%. Il ne s'est approché de 0 qu'en 2015, année de quasi récession.

Autrement dit, lors du ralentissement-récession de 2015 le comportement des prix s'est détaché des comportements des récessions précédentes 1991 ; 2001 ; 2008-09 où les prix montaient pour compenser la baisse des marges.

Néanmoins, l'année 2015 a été une année de quasi récession, ce que la FED a jugé comme telle en différant les premières hausses de taux directeurs qui avaient été annoncées en 2013.

L'amélioration de la conjoncture dès 2016 justifie mieux la hausse des taux aujourd'hui mais elle ne doit pas casser le mouvement de hausse des prix qui s'approche de la zone-objectif de 2,0%.

A priori, la FED devrait bénéficier d'une situation plus confortable pour poursuivre sa politique monétaire de normalisation. **Une hausse modérée des taux longs** devrait l'accompagner.

La situation vis-à-vis de l'inflation semble plus délicate en Zone Euro.

Après un rebond entre 2009 et 2012, les prix se sont vivement repliés entre 2012 et 2015, jusqu'en zone négative. Ce repli était annoncé lors de la déclaration de M. Draghi « watever it takes » dans laquelle il promettait de faire tout son possible pour sauver l'Euro, mais demandait en même temps aux économies de la zone euro de se **restructurer**. Ce qui a été fait au prix d'une **récession limitée** et négligée par les marchés actions mais pas par les marchés de taux.

Là encore les prix ne se sont redressés qu'avec l'économie de la zone européenne mais en restant en dessous de l'objectif des 2,0% (cf. graphe 2).

A priori, comme aux Etats-Unis, la hausse des prix de 2,0% devrait être atteinte dans le cycle en cours qui a débuté fin 2016 mais sans ampleur suffisante pour permettre une forte hausse des taux directeurs. En effet, toute hausse de ces taux risque de freiner la reprise économique et interrompre la tendance du retour vers 2,0%.

Comme aux Etats-Unis, les **taux longs**

en Europe devraient monter peu à peu contribuant à restaurer la pente de la courbe des taux et accompagnant le cycle économique lui-même.

Il est probable que les politiques monétaires menées à l'heure actuelle ne soient pas profondément perturbées, ni par les changements des membres du FOMC ni par les dissensions internes au sein de la BCE dès lors qu'il apparaîtra clairement que les mouvements sur les prix s'appuient sur la conjoncture et sont capables de se maintenir ensuite autour de 2,0% comme lors de la période 2000-2007. Ce schéma semble soutenable en 2018 entre le cycle long américain et le cycle court qui vient de démarrer en zone euro.

Graphique n°1 – Indice des prix à la consommation US



Source : Bloomberg

Graphique n°2 – Inflation en zone Euro.



Source : Bloomberg

La parité euro-dollar

Même le change euro-dollar devrait se stabiliser pendant la période d'évolution parallèle des deux cycles économiques.

En attendant, la faiblesse du dollar contre ses pairs n'est pas, en soi, de bon augure.

Les taux américains sont plus élevés aux Etats Unis qu'en Europe ce qui devrait se manifester par un dollar fort. Or, on observe depuis la mi 2017 une situation contraire marquée par un affaiblissement

du dollar.

Les causes en sont connues : la reprise de l'activité économique européenne et la défiance envers l'Amérique de Donald Trump.

Cette baisse tendancielle du dollar pèse sur la rentabilité des entreprises européennes dans leur activité internationale (graphe 3) ce que traduisent les hésitations de l'Eurostoxx depuis plusieurs mois.

Graphique n°3 – dollar/euros-Eurostoxx



- Prix de l'Euro Stoxx 50 en euro
- Taux de change USD/EUR

Source : Bloomberg

Une rentabilité élevée des entreprises appréciée par les marchés.

La capitalisation boursière mondiale traduit l'engouement des marchés pour le modèle économique actuel sorti de la plus grave récession de l'après-guerre. A tel point que les quelque 70.000 milliards de dollars qu'elle représente se rapprochent des quelque 79.000 milliards du PIB mondial. La dernière situation de ce type s'est rencontrée en 2007 ! Cette valorisation s'appuie sur la croissance moyenne de l'économie mondiale de l'ordre de 3,0% par an en volume et de quelque 5,0/6,0% en valeur.

Sur cette base, la gestion des entreprises a généré un gain de productivité de 1,5 à 2,0% par an et les grandes sociétés ont réduit le nombre d'actions négociables en rachetant leurs propres titres à

hauteur de 20% des achats nets de la période 2009-2017 sur les marchés.

Au total, le marché américain, à travers le S&P 500, peut sembler présenter des niveaux de ratios boursiers quelque peu surévalués par rapport aux autres marchés. Mais nous pensons que ces niveaux élevés s'expliquent par le poids des valeurs technologiques et Internet dans les indices américains car ces valeurs se traitent à des niveaux de valorisation supérieurs qui reflètent à la fois leur capacité impressionnante de croissance, leurs parts de marché et leur capacité à générer de la rentabilité. Les indices européens comptent en leur sein très peu de ce type de valeurs.

Tableau de comparaison de valorisation des principaux indices

Indices	Cours	BPA 2018	P/E	Taux de croissance	Remarques
S&P 500	2 650	147	18	9%	
Nasdaq	6 875	280	25	13%	
		327	21	10%	Résultats positifs
Euro Stoxx	3 580	252	14	10%	
CAC 40	5 390	363	15	7%	
DAX	13 125	973	14	10%	
Shanghai	3 290	256	13	13%	
Nikkei	22 694	1 327	17	12%	

Conclusion: éviter de comparer la situation actuelle à celles du passé.

Gardons-nous de trop d'optimisme en pensant que la croissance des marchés actions va se poursuivre indéfiniment. Les opérateurs de marchés ont l'habitude d'ignorer la formule « cette fois ci c'est différent ». L'expérience montre en effet que très souvent, les situations très différentes convergent tôt ou tard vers les mêmes résultats.

Selon ce principe, la situation des marchés devrait se normaliser peu à peu et une correction boursière finira par arriver.

Les marchés ont été inondés de liquidités à la suite de la crise de 2008, selon un processus non conventionnel, sans précédent. L'objectif d'éviter de nouvelles crises a été atteint. Mais l'ambition des banques centrales a été, au-delà, de relancer la croissance. Le mouvement est en cours mais le succès n'est pas celui qui était attendu. Notamment, l'inflation manque à l'appel.

Selon notre analyse l'inflation est associée au cycle. A ce titre elle ne devrait pas tarder à réapparaître. Mal maîtrisée, elle se traduirait par une reprise trop rapide des taux d'intérêt (et donc baisse des marchés obligataires) ce qui casserait la croissance (et créerait dès lors les conditions d'une baisse des marchés actions).

Que retenir ?

- Paradigme des valeurs de technologie et taux d'intérêt très bas : rush vers les actions notamment américaines.
- Les actions européennes souffrent de la hausse de l'Euro et des difficultés à atteindre les 2% d'inflation de la BCE. Mais elles bénéficient d'arbitrages dus au « rattrapage » et ultérieurement elles bénéficieront de l'avancée du cycle.
- L'équilibre actuel entre valorisation et risques est rationnel mais il sera difficile à soutenir sur la durée.



Jean BORJEIX
Responsable de l'analyse
stratégique
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 Carrière

Directeur Général

dcarriere@platinum-gestion.fr

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

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré
75008 - PARIS



Gianni d'Andréa

Responsable Distribution

gdandrea@platinum-gestion.fr

Tel : 01 82 83 81 50 / 06 72 69 62 67

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

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