

ANALYSE & STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Avril 2017

LE 04 AVRIL 2017

► TRUMP, PREMIERS PAS DIFFICILES

Les premiers pas de Donald Trump à la Maison Blanche s'avèrent plus compliqués que ce qu'il avait anticipé. C'est le début de la mise à l'épreuve pour le nouveau président américain, qui réalise sans doute que la politique n'est pas aussi "simple" que les affaires. Sa méthode "spontanée" a montré ses limites.

Après le décret migratoire bloqué par la justice, Trump a dû essayer son deuxième revers en deux mois. Faute d'accord au congrès, il a en effet été contraint de jeter l'éponge sur son projet de réforme santé censé abroger l'Obamacare, la loi sur l'assurance-maladie signée par Obama. Alors même qu'il en avait fait l'un de ses projets phares.

La symbolique était de taille pour le nouveau président américain, c'était le premier texte qu'il passait au Congrès et échouer alors même qu'il a toutes les manettes avec une majorité républicaine, a forcément joué sur sa crédibilité.

Trump a cru qu'il avait le parti républicain à sa botte, mais il n'est pas parvenu à rallier un soutien suffisant dans ses propres rangs. Le parti s'est montré beaucoup trop divisé sur son projet de santé. Un projet qui n'a réussi à satisfaire ni les durs, ni les modérés.

Pourquoi ? Tout simplement parce que les deux branches des républicains sont arrivées à la même conclusion : au fond la nouvelle réforme de santé de Trump ne différerait pas assez de l'Obamacare. Plus que cela, la supprimer pourrait avoir un effet pervers : celui d'accroître le nombre d'Américains sans couverture maladie, qui forcément auraient davantage recours à l'aide publique. In fine il n'y aurait pas vraiment d'économie de faite sur ce projet.

Le nouveau président en sort affaibli, il n'a pas réussi à convaincre sa propre famille politique. Beaucoup pensent qu'il a dévoilé au grand jour son inexpérience politique, un président des Etats-Unis ne négocie pas comme un promoteur immobilier.

Trump a, quoi qu'il en soit, certainement appris à ses dépens qu'il est plus ardu de diriger un pays qu'une entreprise, il va donc devoir apprendre à être un politicien. Le président américain a d'ailleurs concédé lui-même qu'il devrait apprendre. C'est en forgeant qu'on devient forgeron.

La leçon de l'épisode santé est qu'un président des États-Unis n'est pas seul à bord, il doit donc sans cesse trouver des compromis.

Donald Trump est certes aujourd'hui dans une dynamique négative, mais il va être intéressant de voir comment il va rebondir. En attendant, il s'est recentré sur un autre de ses grands projets : la réforme fiscale qui, selon lui, va relancer de plein fouet l'économie.

La prochaine réforme devra, cette fois, impérativement réussir. D'autant plus que le texte qu'il va présenter est en tout point le même programme que celui des Républicains depuis 20 ans : à savoir une baisse des impôts pour les entreprises et pour les ménages, ainsi qu'une baisse massive des charges pour les entreprises.

Les marchés financiers lui donnent en tout cas le bénéfice du doute et semblent pour l'instant vouloir le suivre...

▶ WALL-STREET, RÉACTION MODÉRÉE

Wall Street a enchaîné les records depuis l'élection de Donald Trump, portée par une série de bonnes statistiques économiques et par les promesses du nouveau président des Etats-Unis d'alléger la fiscalité des entreprises et de relancer la croissance par des travaux d'infrastructure.

Pour l'instant le marché n'a 'pricé' que ce qui lui plaisait dans le programme de Donald Trump. Et même s'il semble un peu plus sur la défensive, les investisseurs gardent confiance et un retournement des marchés semble peu probable.

D'autant que certains secteurs continuent à tirer leur épingle du jeu, comme l'énergie et les valeurs bancaires, deux domaines où Trump a promis un assouplissement des règles. La mise en œuvre du programme de relance fiscale et budgétaire dans les prochains mois pourrait également redonner le sourire à Wall-Street, avec un impact positif sur les bénéfices des entreprises.

Dans les prochains jours, les investisseurs espèrent donc obtenir des détails sur les baisses d'impôts, un sujet bien plus important que l'assurance-santé aux yeux des marchés financiers et de ce fait la volatilité risque d'augmenter. Mais comme on l'a évoqué un peu plus haut, il devrait être plus simple pour Donald Trump de trouver une majorité républicaine sur ce thème.

Le S&P-500 progresse de 5,5% sur le premier trimestre et le Dow de 4,5%.

▶ FED, NOUVEAU TOUR DE VIS

Comme auguré par les marchés, la Fed a une nouvelle fois augmenté ses taux en mars, trois mois après la précédente intervention. Janet Yellen a répété que la croissance américaine était satisfaisante et que l'inflation avait atteint le sacro-saint objectif des 2%. Par ailleurs les États-Unis jouissent d'un marché du travail en grande forme. L'amélioration de ces trois paramètres a suffisamment inspiré confiance à la Fed qui a augmenté ses taux directeurs d'un quart de point à 1%.

Cela n'a pas été une surprise pour les marchés qui ont plutôt bien réagi à cette décision. Janet Yellen avait bien préparé le terrain, en communiquant suffisamment comme à son accoutumée.

Les investisseurs jugeaient déjà cette décision comme acquise et se sont donc concentrés sur ce que la Fed prévoyait sur son calendrier les prochains mois. Mais le ton de Janet Yellen a été plutôt accommodant, elle n'a pas changé ses prévisions ce qui a été salué par les investisseurs certains s'attendaient à un durcissement de la politique monétaire plus rapide en 2017 avec plus de trois hausses des taux à la clé. Mais la Fed a de nouveau laissé entendre qu'elle allait remonter ses taux encore deux fois cette année, pas plus à priori.

Par ailleurs, la présidente de la Fed s'est montrée prudente quant à ses prévisions de croissance, elle est apparue nettement moins optimiste que la maison blanche. Ce qui laisse là aussi penser, pour les marchés, qu'elle ne va pas se précipiter pour resserrer sa politique.

Janet Yellen a bien compris que le pilotage de ce resserrement monétaire doit se faire de manière très affinée. La hausse des taux ne doit pas être trop agressive, au risque de porter un coup à la croissance. Toutefois cette hausse est nécessaire pour éviter la surchauffe : les Etats-Unis étant au plein emploi et l'inflation étant repassée au-dessus des 2%. En outre, cela permet à la Fed de disposer d'une marge de manœuvre plus importante en cas de risque sur l'économie américaine.

► BREXIT, C'EST PARTI !

Le mois qui vient de se clore restera marqué par le déclenchement officiel du Brexit. Neuf mois après le référendum, le Royaume-Uni est prêt à larguer les amarres.

Theresa May a donc officiellement activé la "procédure de divorce" entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, le fameux article 50 du traité de Lisbonne, qui notifie officiellement à l'Union européenne sa volonté de se retirer du club.

Depuis sa création, l'Union européenne se construit sur des élargissements progressifs, c'est la première fois qu'un État membre quitte l'Union européenne.

Deux ans de négociations sont prévus afin de trouver le meilleur accord possible. La sortie ne sera évidemment pas indolore et la tâche s'avère difficile, il faudra détricoter des liens tissés depuis 40 ans, sur des sujets aussi épineux que le commerce, la finance, la gestion des frontières etc...

À l'issue de ces deux ans de négociations, la première ministre britannique Theresa May souhaite conclure avec l'Union européenne une sorte de "partnership" économique et sécuritaire. Theresa May n'exclut pas l'éventualité qu'il n'y ait pas d'accord. Selon la première ministre « pas d'accord vaut mieux qu'un mauvais accord ».

En cas de désaccord sur les termes de sortie, le risque pour l'Union Européenne est que le Royaume-Uni n'aura plus aucun scrupule à devenir une sorte de "paradis fiscal" aux portes de l'Europe, avec une fiscalité très attractive. Ce n'est donc pas dans l'intérêt de l'Union européenne d'adopter une attitude hostile, elle a besoin du Royaume-Uni pour commercer.

Le déclenchement officiel du "Brexit" a laissé de marbre les marchés, l'événement avait largement été "priced". Néanmoins, les investisseurs devraient s'intéresser de près aux négociations.

► L'EUROPE VA MIEUX !

Économie :

L'économie européenne va mieux, c'est un fait. L'environnement économique se renforce. Tous les pays de l'Union Européenne, sans exception, ont pour la première fois depuis longtemps un taux de croissance et un taux d'inflation positifs. La reprise se diffuse même à l'économie française depuis quelques mois et à l'industrie italienne, qui étaient pourtant toutes deux à la traîne.

L'indice PMI en zone euro, considéré comme un bon baromètre de la croissance, est ressorti à 56 en février contre 54,4 en janvier. Les créations d'emploi ont elles aussi progressé, à leur rythme le plus rapide depuis près de dix ans.

Les mesures de stimulation de la Banque centrale européenne semblent avoir enfin eu des effets concrets. Le crédit aux ménages et les prêts aux entreprises sont à la hausse. Le canal du crédit semble à nouveau débloqué, ce qui a un effet positif sur l'économie réelle.

D'un point de vue macro-économique le contexte est extrêmement favorable à la zone euro, les taux sont encore très bas et les entreprises en profitent largement avec une véritable progression des bénéfices.

Marchés :

Du côté des investisseurs, on observe des récents arbitrages vers l'Europe, en écho à l'amélioration de la conjoncture économique. D'autant plus que le marché européen présente une certaine décote. Beaucoup estiment, en effet, que les actions européennes sont sous-évaluées d'environ 15% par rapport aux actions américaines.

Les bénéfices des entreprises sont, de surcroît, très encourageants. On pourrait donc assister dans les prochains mois à un rattrapage des actions européennes. Ce retour est cependant encore timide du fait du climat politique.

Après les déconvenues autour du Brexit et en Italie, l'issue des élections en France et en Allemagne suscitent encore des doutes, même si l'échec du parti populiste aux Pays-Bas a un peu soulagé les investisseurs. La victoire potentielle du parti extrême de Marine Le Pen en France semble de plus en plus improbable pour les marchés,

mais improbable ne veut pas dire impossible. Les expériences du Brexit et des élections américaines ont montré que les résultats finaux pouvaient surprendre, ce qui paralyse encore un peu les investisseurs.

Si un scénario politique acceptable se concrétise en France d'ici un mois, il devrait y avoir un retour plus flagrant vers les actions européennes.

En attendant le Cac 40 évolue sur des niveaux qu'il n'avait plus connu depuis août 2015, tandis que le Dax allemand côtoie ses records historiques. Sur le trimestre, le CAC gagne 5,35% et le Dax 7,25%.

► PÉKINWASHINGTON : FIN DU SUSPENSE ?

Pour les investisseurs, une des plus importantes sources d'incertitudes est la tournure que va prendre la relation entre les présidents américain et chinois, elle sera déterminante. Le voile devrait être levé les 6 et 7 avril prochain : le président chinois, Xi Jinping, rencontrera son homologue américain, Donald Trump.

Rappelons que tout au long de la campagne, Trump n'a eu de cesse de s'en prendre à la Chine et de multiplier les attaques verbales. Rien ne leur a été épargné : la Chine manipule sa devise pour améliorer la compétitivité de ses exportations, elle vole les emplois des Américains, s'empare d'eaux internationales, empiète sur la liberté de navigation, etc etc... Donald Trump avait d'ailleurs, au lendemain de son élection, menacé d'imposer des droits de douane punitifs aux importations chinoises.

Malgré les affronts du président américain la Chine a pris le parti de ne pas surenchérir, laissant entendre qu'elle ne voulait pas de guerre commerciale avec les États-Unis. Pour autant, Pékin pourrait perdre patience si un terrain d'entente n'était pas trouvé. D'autant que le gouvernement chinois n'a pas apprécié le choix de certaines nominations au sein de la nouvelle administration de Trump, notamment le conseiller pour le commerce extérieur, qui est également l'auteur d'un livre au vitriol sur la concurrence chinoise : « Death by China ».

Donald Trump veut faire pression sur la Chine, mais cela peut être un jeu dangereux de se fâcher avec un des premiers créanciers des Etats-Unis.

La Chine a, en effet, des arguments de taille pour contre-attaquer : elle dispose de l'arme financière. Rappelons que le pays détient environ 20 % de la dette détenue en dehors du sol américain, des milliers de milliards de dollars. Une épine sensible pour les Etats-Unis, sachant qu'une vente massive de ces titres sur le marché aurait comme conséquence de faire grimper les taux !

En outre, si les fameux droits de douane à 45% sur les produits chinois étaient imposés par Trump, les premières victimes seraient les consommateurs américains, car cela entraînerait une hausse immédiate du prix de nombreux produits aux Etats-Unis (machines à laver, appareils électroniques, etc).

Il ne faudrait donc pas que la relation s'envenime. Mais depuis l'eau a coulé sous les ponts et les présidents chinois et américain ont abouti à d'importants consensus via des conversations téléphoniques. La Chine s'est dite prête à travailler avec les Etats-Unis. Le "la" devrait être donné lors de la rencontre des deux présidents dans quelques jours.

Mais Trump est un pragmatique et une guerre commerciale n'est dans l'intérêt d'aucun des deux pays, qui ont tout intérêt à garder une coopération gagnant-gagnant dans le développement de leurs relations. Toute confrontation entre la Chine et les États-Unis serait un désastre planétaire, une coopération entre les deux puissances paraît donc évidente.

► BCE... MOINS GENEREUSE ?

Alors que les dernières réunions de la BCE étaient quasiment des "non-événements", la plus récente a quelque peu surpris les investisseurs. Certes la politique de la Banque centrale européenne est restée inchangée, mais la tonalité du discours de son président, Mario Draghi, est apparue un peu moins "dovish" qu'à l'accoutumée. Notamment parce-que la BCE a souligné sa confiance à l'égard de la reprise qui continuait à se raffermir en zone euro.

Autre source de questionnement pour le marché, la fameuse phrase qui stipulait que "la BCE utiliserait tous les moyens à sa disposition en cas de besoin pour atteindre ses objectifs" et qui figurait habituellement dans le compte-rendu de la réunion, a été supprimée. De quoi alerter les investisseurs qui l'ont traduit immédiatement comme un pas vers la fin de la politique ultra-accommodante.

Mais il semble que tout cela ait été l'objet d'un malentendu, le message de la suppression de cette phrase n'a pas été interprété comme la BCE l'aurait voulu. La Banque centrale voulait faire comprendre par ce geste que les risques extrêmes avaient diminué.

Pourtant, pour le marché, les premiers signaux témoignant de la fin du QE commencent à clignoter. Cela a démarré lorsque la BCE a diminué son programme d'achat d'actifs de 80 milliards d'euros à 60 milliards d'euros. Elle a ensuite mis fin récemment à ses fameux 'TLTRO', ces méga-prêts que la BCE octroyait aux banques de la zone euro chaque trimestre, censés dynamiser le crédit aux entreprises pour booster la croissance en zone euro.

Autant de signaux qui ont semé le doute dans la tête des investisseurs, mais la BCE a tenu à rassurer en faisant savoir qu'elle était loin d'en avoir fini avec sa politique ultra-accommodante. Mario Draghi juge qu'il est encore trop tôt pour mettre un frein aux mesures exceptionnelles de soutien à l'économie, mais il paraît désormais évident qu'avec la reprise en zone euro des mesures supplémentaires ne sont plus d'actualité.

Fondamentalement, c'est le retour de l'inflation vers sa cible qui est censé conditionner la fin du QE. Et c'est bien cela qui pose question, car justement l'inflation est de retour en zone euro et elle a atteint la barre symbolique des 2 %. Mais pour Draghi, même si les pressions déflationnistes s'estompent bel et bien, ce rebond s'explique en grande partie par la remontée des cours du pétrole.

Ce qui explique que pour l'instant la BCE se refuse à parler du moindre resserrement. Mais il n'est pas exclu qu'elle commence à l'évoquer dans quelques mois, si les perspectives d'inflation s'améliorent et si les risques économiques sont jugés plus équilibrés.

Quoi qu'il en soit la stratégie pour 2017 a déjà été en grande partie fixée et il est peu probable que la BCE s'en éloigne, au risque de déstabiliser le marché.

Mario Draghi a pleinement conscience que la zone euro conserve des points de fragilité économiques, qui plus est dans un environnement politique sensible, compte tenu des prochains rendez-vous électoraux.

▶ LE PÉTROLE SOUS PRESSION

Après sa remontée spectaculaire en fin d'année, le baril WTI a perdu environ 10% en mars, avant de revenir sur les 50 dollars. Il était descendu à 47 dollars après avoir frôlé les 55 dollars.

Pour rééquilibrer le marché, les membres de l'Opep s'étaient pourtant entendus lors d'un accord historique en novembre pour restreindre durant six mois leur production. Des pays non-membres du cartel, comme la Russie ou le Mexique, se sont à leur tour engagés dans la foulée à réduire leurs extractions. L'objectif était d'enrayer la chute vertigineuse des cours, entamée à l'été 2014. Le respect de cet accord avait permis aux cours de rebondir dans une fourchette entre 50 et 55 dollars. Mais ce niveau a été rompu ce mois-ci.

En cause, la surproduction américaine qui fait son retour. Les stocks US n'ont jamais été aussi importants en raison de l'exploitation de plus en plus massive du pétrole de schiste. Alors qu'une bonne partie des puits avaient fermé en raison de la chute des cours, au-dessus de 45 dollars le baril les puits de pétrole de schiste redeviennent rentables. Les pétroliers américains se sont donc remis à forer, encouragés par la politique 'pro-oil' du président Trump.

En conséquence, l'augmentation de la production de pétrole de schiste américain a quasiment mis à néant les efforts des autres pays producteurs, qui eux ont été contraint de réduire leur production pour équilibrer les prix.

L'Arabie Saoudite a tenté de rassurer, en déclarant que le royaume ferait tout pour stabiliser le marché en essayant de maintenir le plancher des 50 dollars, mais que chacun devait y mettre du sien. Une reconduction de l'accord de l'OPEP serait possible pour garder une certaine maîtrise du prix du baril, mais les Etats-Unis doivent promettre également de lever le pied sur leur production intensive. Pas simple avec un Donald Trump qui dérégule au maximum le secteur de l'énergie et qui encourage les pétroliers à forer à tout va.

► L'EURO, EN FORME FACE AU DOLLAR

L'euro capitalise depuis quelques semaines sur la faiblesse du dollar. Avec un euro/dollar autour de 1,07, le marché a été pris à contre-pied et on s'éloigne peu à peu de la parité qui était le scénario plébiscité il y a encore quelques mois par le consensus, sachant que la Réserve Fédérale est en plein processus de redressement de ses taux directeurs, ce qui logiquement aurait dû envoyer le dollar à la hausse.

Par ailleurs l'euro bénéficie du retour de la croissance dans la zone euro, ainsi que de l'amélioration de l'inflation et donc des perspectives de taux moins bas en Europe.

La monnaie européenne a également été boostée par les élections dans les Pays-Bas. Le résultat des élections néerlandaises a ravivé les espoirs de voir les mouvements populistes reculer en Europe.

Tout cela mit bout à bout explique que la monnaie européenne évolue à des niveaux plutôt hauts, face à un dollar qui pâtit du revers du président américain sur sa réforme de santé.

Au-delà de cette réforme, c'est surtout la capacité du président US à faire valider le reste de son programme qui est mise en doute, et notamment les baisses d'impôts, la pierre angulaire de son plan économique. Ces différentes promesses de campagne avaient contribué à faire flamber le dollar, mais les actes tardent à venir, l'enthousiasme des investisseurs flétrit et le dollar pâtit de cette impatience.

La hausse des taux par la Fed, qui théoriquement devrait profiter au dollar n'a eu que peu d'effet car cette action s'est accompagnée d'un discours prudent sur le rythme du resserrement monétaire pour le reste de l'année.

Le dollar va probablement continuer à souffrir tant qu'il n'y aura pas de signe concret sur la prochaine réforme fiscale.

► CONCLUSION

Les fondamentaux économiques plaident en faveur d'une hausse des marchés actions en 2017, avec notamment un rebond des valeurs bancaires aidé par la remontée des taux d'intérêt.

De plus, la dernière saison de résultats a montré de bonnes surprises de part et d'autre de l'Atlantique, pour de nombreuses sociétés les chiffres et les objectifs se sont avérés meilleurs qu'attendu.

Néanmoins, les marchés entament le deuxième trimestre de l'année dans un état d'esprit plus prudent. La dynamique pourrait en effet être perturbée si jamais le président Trump montrait des difficultés à faire passer la suite de son agenda auprès du Congrès. Mais son projet fiscal fait quasiment l'unanimité auprès de son camp, il ne devrait, en conséquence, pas avoir trop de difficulté, même si c'est au prix de quelques compromis, à en faire valider les grands points.

Autre point sensible pour les marchés, le protectionnisme, mais encore une fois Donald Trump est un pragmatique qui ne va pas couper les Etats-Unis du reste du monde.

Par ailleurs, on peut observer une mouvance nouvelle qui risque de changer les règles déjà établies. De nombreux pays ne croient en effet plus à un nouvel accord de libre-échange global. On observe de plus en plus une régionalisation des échanges, on le voit en Asie par exemple, en même temps qu'un développement du patriotisme économique. Donald Trump, au fond, ne fait que s'inscrire dans cette tendance.

Côté européen, les résultats des élections en France retiendront encore l'attention tant que le risque le Pen ne sera pas écarté, sachant que cette dernière prône le 'Frexit', la sortie de la France de la zone euro. Un scénario considéré comme un 'Black Swan' pour les marchés, ce qui bloque encore les vellétés des investisseurs à se positionner sur les actions européennes.

Du côté des taux, l'interrogation est de savoir si le pilotage délicat de la Fed pourra aider les entreprises à supporter les hausses des taux à venir. Pour l'instant Janet Yellen s'en sort plutôt bien, grâce à sa communication transparente elle ne laisse pas de place aux doutes, et délivre de la visibilité, ce qui est essentiel pour les entreprises.

Hervé UZAN
Hets-Capital

Ce document a été remis par Hets-Capital à son destinataire à son usage exclusif, et ne peut être utilisé, ni reproduit, à d'autres fins. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les informations, analyses et statistiques communiquées dans ce document proviennent de documents publics ou de sources qui peuvent être considérées comme fiables, mais ne sauraient engager la responsabilité de Hets-Capital, mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions émises dans ce document ne constituent pas un engagement de Hets-Capital, mais reflètent uniquement son sentiment. Tous les portefeuilles, produits et valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations des marchés et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Les performances historiques qui pourraient être indiquées dans les informations transmises par Hets-Capital ne préjugent ni supposent rien des performances futures, et ne constituent en aucun cas une garantie de performance future. Les historiques de performance contenus dans ce document sont purement statistiques. Ils peuvent concerner des investissements qui ne sont pas de nature identique et qui ne peuvent donc pas être comparés les uns aux autres. Toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise par le lecteur sur la base des informations figurant dans ce document, dans le cadre de la gestion de ses avoirs, est décidée à sa seule initiative par l'investisseur qui est familier des mécanismes régissant les marchés financiers et est conscient du fait que certains investissements notamment sur les marchés de futures, d'options et de produits à fort rendement potentiel, les pays dits émergents, les valeurs du second marché ou du hors-cote, peuvent se traduire par des pertes importantes en capital.