

2,0%

Nos prévisions de croissance annuelle
moyenne aux Etats-Unis en 2017
Page 4

6,2%

Nos prévisions de croissance du PIB
chinois en 2017
Page 5

17,0x

Ratio cours/bénéfices des entreprises
cotées du S&P500 fin novembre
Page 6

-4,0%

Rendement des bons du Trésor américain
à 10 ans en novembre (coupon inclus)
Page 7

27,1%

Taux de chômage officiel en Afrique du
Sud au troisième trimestre
Page 8

43 pb

Hausse du rendement des obligations
investment grade en dollars américains en
novembre
Page 10

-8,1%

Chute du cours de l'or en novembre
(en dollars américains)
Page 11

2 x 25 pb

Nos prévisions de hausses des taux de la
Fed en 2017 (deux hausses de 25 points de
base)
Page 13

De la déflation à la relance de l'inflation: notre scénario
central envisage un changement de régime cyclique
pour l'économie mondiale en 2017

Décembre 2016

Perspectives

Trump, nouveau facteur de l'équation de croissance



Cesar Perez Ruiz,
directeur des investissements,
Pictet Wealth Management

Près d'un mois après la victoire de Donald Trump, de nombreuses questions sur ses intentions subsistent. Les nominations oscillent entre Républicains classiques et choix moins consensuels et, à l'heure où nous écrivons ces lignes, l'orientation de l'équipe économique demeure en partie inconnue.

Le président Trump devrait se révéler différent du candidat Trump. Confronté à la réalité du pouvoir et aux subtilités de la gouvernance des États-Unis, il lui faudra adoucir ses propositions chocs, notamment les droits de douane sur les importations chinoises, la construction d'un mur à la frontière mexicaine ou encore le démantèlement de l'*Obamacare*.

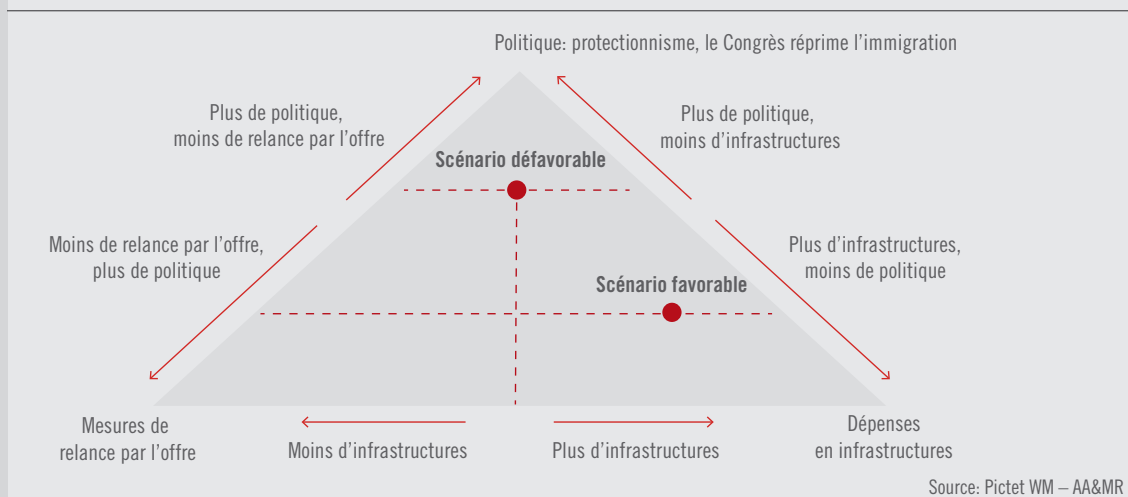
Premier élément indiquant que la rhétorique électorale risque de ne jamais devenir réalité: Trump a adopté un ton conciliant pour son discours de victoire du 9 novembre, tout en restant très vague sur ses priorités politiques. Compte tenu des positions adoptées pendant la campagne, il pourrait opter pour le protectionnisme ou la relance budgétaire, deux thèmes qui ne semblent pas (*a minima* à première vue) en contradiction avec son engagement en faveur d'«America First». Pourtant, des mesures qui penchent plus vers le protectionnisme n'auraient pas le même impact sur les marchés financiers que si la nouvelle administration Trump mettait l'accent sur une relance budgétaire.

Désireux de satisfaire toutes les nuances de son électorat, Trump pourrait choisir de ménager la chèvre et le chou. Il a d'ores et déjà rejeté l'Accord de partenariat transpacifique, accord de libre-échange avec le Japon et dix autres pays représentant 40% de l'économie mondiale défendu par Barack Obama, et le même sort attend vraisemblablement le Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (TTIP), son équivalent européen. Mais reste à savoir jusqu'où ira le *businessman* Donald Trump. En finir avec l'accord de libre-échange nord-américain (ALENA) avec le Canada et le Mexique, en vigueur depuis deux décennies, serait très destructeur et causerait plus de problèmes que cela n'en résoudrait, de même pour la mise en place de droits de douane élevés.

Les avantages d'une relance budgétaire semblent nettement plus évidents. Trump a promis un vaste plan d'investissement dans les infrastructures, de nouvelles dépenses dans la défense ainsi qu'un allègement de la fiscalité des particuliers et des entreprises. Parmi ses conseillers figurent d'ailleurs des artisans du programme de relance par l'offre initié par Ronald Reagan au début des années 1980. La présidence Trump devrait donc selon nous s'avérer favorable à la croissance (aux États-Unis du moins), les premiers effets se faisant sentir fin 2017, avec un impact plus net en 2018. Sous réserve que les gains ne soient pas effacés par des mesures commerciales obtuses, ce raffermissement de la croissance américaine devrait profiter aux pays qui exportent outre-Atlantique.

Le projet budgétaire de Trump pourrait toutefois s'avérer plus timoré que les marchés ne l'espèrent, le Congrès (même à dominante républicaine) risquant de rechigner à voter un plan trop néfaste aux comptes publics. Mais en tout état de cause, une relance budgétaire signifie plus de dépenses: bonne nouvelle pour les actions, mauvaise pour les obligations. L'envolée des taux longs depuis la victoire de Trump a dopé les banques, dont les marges devraient profiter de l'élargissement des *spreads* obligataires. Le secteur bancaire américain a également été soutenu par la promesse d'allègement de la réglementation, ce qui pourrait

LES PERMUTATIONS POSSIBLES D'UNE PRÉSIDENTE TRUMP



également aider d'autres secteurs. Mais une relance budgétaire en période de plein emploi risque d'entraîner une surchauffe et une remontée plus rapide que prévu des taux directeurs.

Avant les élections, nous avons décidé de déplacer une partie de notre allocation obligatoire des *Treasuries* aux Bunds allemands et une partie de notre exposition aux actions internationales de type défensif aux titres de type *value*. Le rendement des Bunds apparaît certes à peine positif, mais l'envolée de leurs homologues américains depuis le vote nous conforte dans notre décision de réorienter la moitié des positions en *Treasuries* à 10 ans des comptes en euros et francs suisses vers les Bunds. Ces derniers ont surperformé les *Treasuries* depuis les élections et profitent largement de l'expansion du programme d'achat d'actifs de la BCE. De même, la décision de déplacer un tiers de notre allocation en actions dans les portefeuilles tactiques vers des titres de type *value* pendant l'été s'est révélée judicieuse, la progression des marchés actions étant depuis lors portée par les secteurs cycliques tels que l'énergie et les actions *value*, alors que les actions de type défensif restaient à la traîne.

Hausse du dollar ainsi que des taux et perspective d'une économie américaine moins ouverte obligent, les devises et actifs émergents ont souffert d'un «Trump tantrum», les investisseurs étrangers retirant leurs fonds de certains de ces marchés. L'importance de la dette libellée en dollars dans certains pays émergents les rend particulièrement vulnérables à une hausse durable du billet vert.

Chez Pictet Wealth Management, notre scénario pour 2017 a été bâti autour de deux thèmes de base ayant vocation à s'affirmer avec le temps. D'une part, une montée en puissance des politiques budgétaires en lieu et place de politiques monétaires à bout de souffle, alors que la reprise reste fragile. D'autre part, une hausse de la croissance des résultats des entreprises dans les pays développés pour la première fois en deux ans. Mais la victoire de Trump ajoute une nouvelle dimension à nos scénarios: celle de l'imprévisibilité d'un populiste novice en politique dont les idées économiques doivent encore être affinées.

Les Etats-Unis insufflent une dynamique positive à l'économie mondiale

La relance budgétaire devrait stimuler l'économie américaine au second semestre 2017. Nous ne prévoyons aucun trouble majeur de la croissance ni en Europe ni en Chine, et tablons sur une hausse limitée de l'inflation.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Frederik Ducrozet, Dong Chen et Nadia Gharbi

✂ Les avis restent partagés entre ceux qui pensent que le surcroît de dépenses budgétaires et de réductions d'impôts constituera la caractéristique dominante de la présidence Trump et ceux qui estiment que les sirènes du protectionnisme et de l'antimondialisation prendront le dessus.

Comme évoqué dans cette édition, le programme du président Trump devrait stimuler la croissance américaine au second semestre 2017. La dynamique positive au sein de l'économie américaine (le taux de croissance annualisé du PIB au troisième trimestre a été révisé à la hausse, à 3,2%) pourrait se propager à l'ensemble de l'économie mondiale, à condition qu'elle ne soit pas étouffée par une ligne dure de la politique commerciale américaine.

En Chine, l'amélioration de la dynamique de croissance constatée au troisième trimestre s'est prolongée au quatrième, ce qui nous a incités à relever nos prévisions de croissance du PIB pour l'ensemble de l'année 2016, de 6,5% à 6,7%. La croissance chinoise devrait fléchir l'année prochaine, mais rester robuste (supérieure à 6%). L'économie japonaise donne également quelques signes de reprise, avec une progression du PIB supérieure aux attentes du consensus au troisième trimestre. En particulier, les exportateurs nippons bénéficient d'une nouvelle dépréciation du yen face au dollar — tendance qui devrait se poursuivre l'année prochaine.

Le tableau reste relativement contrasté en Europe. Le Royaume-Uni est confronté à un ralentissement substantiel, alors que les craintes liées au Brexit commencent (finalement) à se faire sentir. Quant à la zone euro, elle se prépare à une série de votes populaires inquiétants. Le référendum italien du 4 décembre sera suivi au premier semestre 2017 par des élections aux Pays-Bas et en France. Mais les indicateurs avancés pointent vers une reprise de l'activité dans la majeure partie de la zone euro et, malgré la faiblesse persistante de l'inflation, certains signes indiquent que l'Europe participera, elle aussi, à la tendance réflationniste mondiale.

Croissance américaine moins forte au premier semestre 2017, plus vigoureuse au second

Les données conjoncturelles récemment publiées aux Etats-Unis étaient mitigées. En raison du brusque retournement des exportations de soja, la croissance du PIB pourrait reculer, passant de 3,2% au troisième trimestre à 1,5% au quatrième. Il en résulterait néanmoins un solide taux de croissance de 2,3% en moyenne au second semestre. Pour 2017, nous nous appuyons sur deux hypothèses. Premièrement, même si le Congrès est susceptible d'édulcorer les propositions budgétaires de Trump, nous tablons sur un programme de relance budgétaire substantiel, qui pourrait faire progresser le PIB américain de 0,5 à 1,0% en 2017-2018. Toutefois, l'impact positif de ce programme ne devrait se

faire sentir que vers la fin de l'année 2017. La seconde hypothèse porte sur la possibilité d'un renforcement notable du protectionnisme. Nous partons de l'idée que d'éventuelles mesures en la matière n'auront qu'un impact très limité sur la croissance et l'inflation, au moins l'an prochain. Mais le resserrement rapide des conditions monétaires (du fait de la hausse du dollar et des taux d'intérêt à long terme depuis l'élection présidentielle) vient encore compliquer notre analyse. Correspondant à une augmentation de plus de 75 points de base des taux à court terme d'ici à la fin novembre, ce resserrement pourrait peser sur la croissance au premier semestre 2017. Ainsi, nous prévoyons que la croissance tombera à environ 1,7% en moyenne au premier semestre 2017, avant

«Les chances de victoire d'un parti nationaliste opposé à l'UE lors d'une des grandes élections de l'an prochain nous semblent très faibles.»

de rebondir à 2,4% au second, la relance budgétaire commençant à déployer ses effets. En moyenne annuelle, nous continuons de tabler sur une accélération de la croissance de 1,5% en 2016 à 2,0% en 2017.

Mesurée à l'aune du déflateur de la consommation, l'inflation sous-jacente est restée relativement stable au cours des neuf derniers mois. Bien que le marché du travail continue de se tendre et que les hausses de salaire s'accélèrent, la hausse de l'inflation sous-jacente aux Etats-Unis devrait rester modeste en 2017, du fait de l'appréciation du dollar et de la faiblesse de l'inflation mondiale. Nous tablons sur un renchérissement sous-jacent de 2,1% en glissement annuel à la fin de l'année prochaine (1,7% actuellement). La Fed relèvera très probablement ses taux de 25 points de base en décembre. Confrontée à un net resserrement des conditions monétaires et à une montée seulement modeste de l'inflation sous-jacente, la Fed fera preuve d'une grande circonspection en 2017. Elle devrait relever ses taux à deux reprises au cours de l'année prochaine.

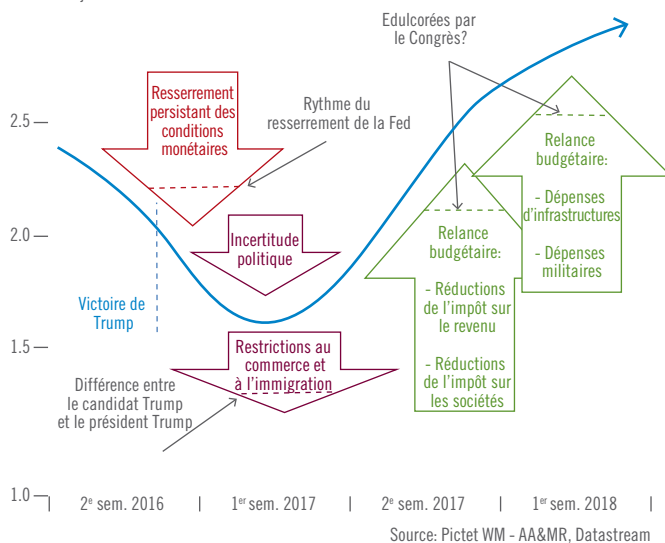
Risques bien équilibrés pour la croissance européenne

Notre scénario central ne prévoit pas d'accélération de la croissance du PIB de la zone euro en 2017, mais une expansion économique à un rythme globalement stable. En d'autres termes, le ralentissement de la croissance du PIB annuel sur lequel nous tablons, de 1,6% en 2016 à 1,3% en 2017, est simplement le résultat d'un effet statistique dit acquis pour 2017. Par ailleurs, les risques nous paraissent dans l'ensemble équilibrés.

D'un côté, la demande intérieure devrait rester le moteur principal de la croissance en zone euro, tirée par l'amélioration du marché du travail, la progression des revenus réels et des conditions monétaires accommodantes. La politique bud-

LE FACTEUR TRUMP: UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE AMÉRICAINE AU PREMIER SEMESTRE 2017, SUIVI D'UNE CROISSANCE PLUS FORTE AU SECOND

% Les enjeux de la croissance du PIB américain



gétaire devrait mieux faire sentir ses effets. L'impulsion fiscale restera toutefois insuffisante et inégalement répartie, dans la mesure où les pays excédentaires seront probablement peu enclins à faire pleinement usage de leur marge de manœuvre budgétaire, sauf en cas de ralentissement sévère. Les exportations devraient également se redresser, bien que les incertitudes planant sur l'économie mondiale soient susceptibles de peser sur la demande extérieure. D'un autre côté, 2017 sera le théâtre d'une série de tests politiques importants, avec des élections majeures aux Pays-Bas, en France et en Allemagne et, potentiellement, en Italie. En dépit de la montée du vote «populiste», les chances de victoire d'un parti nationaliste opposé à l'UE lors d'une des grandes élections de l'an prochain ou la tenue d'un référendum sur l'appartenance à l'UE/UEM nous semblent très faibles.

S'agissant de la dynamique des prix, l'inflation globale devrait culminer aux alentours de 1,5% au premier semestre 2017, en raison d'effets de base liés à l'énergie, avant de ralentir au cours de la seconde moitié de l'année. Les risques de fléchissement de l'inflation sous-jacente – laquelle devrait s'établir en moyenne à 1,1% en 2017 – expliquent dans une large mesure pourquoi la BCE maintient une approche monétaire très accommodante, tout en essayant de retrouver de la flexibilité quant aux paramètres régissant son programme d'achats d'actifs.

Chine: dynamique stable maintenue au quatrième trimestre

Les plus récentes données conjoncturelles indiquent que l'économie chinoise s'est globalement stabilisée au quatrième

trimestre. Tirée par l'immobilier, la croissance des investissements en biens d'équipement a progressé modérément, tandis que la hausse des investissements dans les infrastructures et dans le secteur manufacturier fléchissait légèrement en octobre. Les ventes de détail se sont tassées en octobre, avec une croissance de 10% en glissement annuel, contre 10,7% en septembre, en grande partie à cause du ralentissement des ventes automobiles.

En octobre, l'indice des prix chinois à la production (IPP) a encore progressé de 1,2% en glissement annuel, après avoir quitté le territoire négatif en septembre. Le rebond des prix mondiaux des matières premières et la dépréciation du renminbi devraient continuer de tirer l'IPP à la hausse au cours des prochains trimestres. Par ailleurs, la hausse des prix de l'immobilier chinois cette année pourrait bien entraîner celle des biens non marchands comme les services, ce qui devrait également se répercuter sur l'indice des prix à la consommation. Globalement, la relance des prix est à l'œuvre en Chine.

La poussée inflationniste a contribué à stimuler la croissance du PIB nominal chinois. Au troisième trimestre, ce dernier a progressé de 7,8% par rapport à la même période de l'an passé, soit le chiffre le plus élevé depuis le troisième trimestre 2014. Parallèlement à l'amélioration du PIB nominal, la rentabilité des entreprises chinoises a rebondi, notamment dans le secteur industriel.

L'économie apparaissant en bonne voie d'atteindre l'objectif de croissance de 6,5 à 7% fixé par le gouvernement pour cette année, les politiques ont évolué en conséquence: plus qu'à stimuler la croissance, elles visent désormais à contrôler les risques. De nombreux gouvernements locaux ont entrepris d'endiguer l'envolée des prix du logement. La croissance du crédit, y compris celle des prêts hypothécaires, a commencé à fléchir ces derniers mois. La Banque populaire de Chine devrait maintenir une approche neutre pour le reste de l'année. Tout en conservant des conditions de liquidités accommodantes, elle insistera davantage sur l'endiguement du risque de bulles spéculatives, notamment dans le secteur du logement.

Pour résumer, l'économie chinoise continue de donner des signes de stabilisation. Les chiffres disponibles à ce jour sont en cohérence avec nos provisions de croissance de 6,7% du PIB réel de la Chine pour 2016. S'agissant de l'avenir, l'actuelle dynamique de croissance ne nous paraît pas soutenable à moyen terme, en particulier dans le domaine des investissements immobiliers et des industries lourdes qui y sont liées. De ce fait, le taux de la croissance chinoise devrait fléchir modérément en 2017, à 6,2%. L'inflation pourrait toutefois continuer de progresser au cours des prochains trimestres, tout en restant inférieure à l'objectif gouvernemental d'environ 3%. La hausse des prix devrait apporter un soutien durable aux entreprises au cours de la période à venir.

Le «Trump trade» s'installe sur les marchés

L'un de nos thèmes d'investissement clés pour 2017 concerne le dessus pris par la politique budgétaire sur la politique monétaire pour alimenter la croissance, l'élection de Donald Trump promettant d'accélérer cette tendance. Mais nous sommes également conscients de l'engouement excessif des investisseurs dans certains cas.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi


MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 30.11.2016

| | | Indice | Depuis le 31.12.2015 | Mois précédent |
|---|-----|--------------------------------------|----------------------|----------------|
| Actions USA* | USD | S&P 500 | 9.8% | 3.7% |
| Actions Europe* | EUR | Stoxx Europe 600 | -3.2% | 1.1% |
| Actions marchés émergents* | USD | MSCI Emerging Markets | 11.3% | -4.6% |
| Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US* | USD | ML Treasury Master | 1.3% | -2.7% |
| Oblig. d'entreprise à haut rendement US* | USD | ML Corp Master | 5.3% | -2.7% |
| US high yield* | USD | ML US High Yield Master II | 15.2% | -0.4% |
| Hedge funds | USD | Credit Suisse Tremont Index Global** | -0.1% | -0.2% |
| Matières premières | USD | Reuters Commodities Index | 7.5% | 1.6% |
| Or | USD | Gold Troy Ounce | 10.5% | -7.9% |

Sources: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

* dividendes/coupons réinvestis ** fin octobre 2016

 *L'engagement du président Donald Trump à faire adopter des baisses d'impôts, à doper les dépenses d'infrastructures et à réduire la réglementation a alimenté de part et d'autre de l'Atlantique un rebond des actions cycliques, déjà en cours avant ces élections.*

Les actions des secteurs de l'énergie et des ressources de base se sont bien comportées ces derniers temps, tout comme les banques, dopées par le creusement des écarts de rendement. Les performances des valeurs défensives, notamment celles au comportement similaire aux obligations en versant un dividende régulier, sont moins séduisantes. Ces actions sont souvent issues de secteurs tels que les services aux collectivités, la pharmacie et les biens de consommation de base. Cependant, sachant que le Dow Jones Industrial Average a enfoncé le seuil des 19 000 points fin novembre, il semble légitime de se demander jusqu'où ces tendances récentes peuvent aller, à court terme tout du moins. Nous avons tiré parti de la réorientation de nos portefeuilles hors des valeurs défensives en faveur des valeurs cycliques. Toutefois, bien qu'un

nouveau rééquilibrage puisse se justifier, la surperformance de ces dernières pourrait nécessiter une certaine prudence.

On pourrait aussi se demander jusqu'où la baisse des bons du Trésor peut aller à court terme, sachant que nous tablons sur un tassement de la croissance américaine au premier semestre 2017 (sous l'effet d'un dollar fort et de la hausse des taux longs), que les pressions inflationnistes restent modérées et que le relèvement des taux de la Fed (nous tablons sur deux hausses de 25 pb en 2017) est déjà intégré aux cours.

Alors que la volatilité des actions reste faible, celle des obligations s'est accrue depuis l'élection de Donald Trump. Mais ces deux classes d'actifs obéissent à des motivations différentes. Alors que les actions restent concentrées sur la perspective d'une accélération de la croissance américaine, les obligations se focalisent sur la remontée de l'inflation. Les paris sur l'inflation ont encore de la marge pour se concrétiser: soit la volatilité des obligations diminuera en cas d'apaisement des craintes inflationnistes, soit elle finira par se

propager aux actions. Si les pressions sur les prix devaient rester modérées à court terme, à supposer que les projets du président Trump en matière de dépenses et de fiscalité soient mis en œuvre alors même que l'économie américaine tourne à plein régime, nous pourrions assister à une hausse de l'inflation aux Etats-Unis. Dans ce cas, le rebond des *Treasuries*, qui dure depuis 35 ans, prendrait fin pour de bon, soulevant des interrogations quant à leur statut d'instruments de protection des portefeuilles.

La surperformance des actions s'accélère

Nous évoquions le mois dernier la manière dont l'environnement en matière d'investissement avait évolué depuis cet été, les secteurs cycliques prenant l'avantage, aux côtés des valeurs financières. Le moins que l'on puisse dire est que le résultat des élections américaines a accéléré cette tendance. Anticipant les mesures de relance volontaristes de l'administration Trump, les indices boursiers des pays développés, tirés par les petites capitalisations américaines (+12%) et le Japon (+5,5%), ont rebondi en novembre. Au plan sectoriel, le rééquilibrage des valeurs défensives vers les valeurs cycliques s'est poursuivi.

De plus, la hausse des prix des matières premières se traduit par la remontée des anticipations d'inflation à long terme et une pentification des courbes de taux, créant ainsi un environnement plus favorable aux valeurs bancaires, tous marchés confondus. Les banques américaines se négocient désormais à un ratio cours/valeur comptable de 1,14, tandis que celles de la zone euro et du Japon continuent d'afficher une décote par rapport à leur valeur comptable

(0,75 et 0,63, respectivement). La rentabilité des banques est pénalisée par les taux d'intérêt négatifs aussi bien au Japon que dans la zone euro.

Pour les investisseurs, il est difficile de savoir quels marchés privilégier en 2017. Sur la seule base des valorisations, l'Europe et le Japon (avec un PER de 14,2 et 14,5 respectivement) sont meilleur marché que les Etats-Unis (17,0), mais les dépenses budgétaires, les réductions d'impôts et les possibles rapatriements de capitaux auxquels nous pourrions assister aux Etats-Unis formeront une combinaison difficile à battre. Les marchés financiers devraient jouer la thématique des mesures promises par Donald Trump, au moins jusqu'à ce qu'il devienne officiellement le 45^e président américain fin janvier.

La corrélation entre actions et obligations reste négative

La corrélation négative entre les performances des actions et des obligations constatée depuis plus de 15 ans s'est de nouveau confirmée en novembre, avec une hausse de 3,7% de l'indice S&P 500 (en dollars US) et une baisse de 4,0% des bons du Trésor à 10 ans. En moyenne, la corrélation négative entre ces deux classes d'actifs n'est pas aussi prononcée et le régime de corrélation actuel n'exclut pas des périodes durant lesquelles actions et obligations chuteront de manière simultanée (comme au mois d'octobre). Mais ces mouvements synchronisés ne devraient pas durer très longtemps, à condition que l'inflation reste limitée. Selon notre analyse, il faudrait que l'inflation sous-jacente aux Etats-Unis atteigne environ 3,8% pour que la corrélation devienne positive, alors que les anticipations actuelles pour

les prochaines années vont de 2,2% à 2,4%.

Repli du yen et progression des actions japonaises

En novembre, le yen s'est déprécié de 7,4% par rapport au dollar US, tandis que l'indice TOPIX enregistrait la meilleure performance mensuelle parmi les principaux indices boursiers, avec une hausse de 5,5% (en monnaies locales). Cette progression témoigne d'une corrélation encore forte entre les devises et les actions. Le TOPIX restait en baisse de 3,1% et le yen en hausse de 6% par rapport au dollar US sur les 11 premiers mois de 2016. Les élections américaines ont donné lieu à une nouvelle hausse du rendement des bons du Trésor à 10 ans au moment même où la politique de contrôle de la courbe des taux adoptée par la Banque du Japon (avec un objectif de 0% pour les échéances 10 ans) rendait le yen moins attractif. L'affaiblissement de la monnaie nippone est une bonne nouvelle pour les bénéficiaires des entreprises japonaises. De fait, les prévisions de bénéfices pour 2017 ont été révisées à la hausse en novembre après avoir été revues à la baisse en octobre. Outre son contrôle de la courbe des taux, la Banque du Japon continue d'acheter des actions nippones par le biais de fonds indiciels négociables en bourse (ETF), ce qui contribue aux afflux de capitaux vers ces dernières.

Trump rend au dollar sa grandeur

Les élections américaines ont largement profité au billet vert. En effet, sachant que les Républicains contrôlent le Congrès, la relance budgétaire importante que projette Donald Trump devrait trouver du soutien. Le coup de fouet anticipé à

l'économie américaine devrait plaider en faveur de nouvelles hausses des taux de la Fed en 2017 et 2018. En outre, le président Trump s'est montré jusqu'ici beaucoup plus modéré que le candidat Trump sur la question du protectionnisme. C'est la raison pour laquelle l'appétit pour le risque reste vif, permettant au dollar US de s'apprécier par rapport aux monnaies défensives comme le franc suisse. Dans l'ensemble, les fondamentaux, dans le sillage des élections américaines, vont dans le sens d'une poursuite de l'appréciation du billet vert. Cependant, ce dernier a amorcé son cycle haussier actuel en juillet 2011. Or, les deux cycles longs précédents ont duré environ six ans et demi chacun, ce qui signifie que le cycle en cours arrive à maturité.

L'Opep s'accorde sur une baisse de la production pour la première fois depuis 2008

Lors d'une réunion formelle organisée à Vienne le 30 novembre, l'Opep a convenu de réduire sa production d'environ 1,2 million de barils/jour pour une durée de six mois à compter du 1^{er} janvier. Cette décision marque un revirement dans la stratégie du cartel en faveur de la stabilisation du marché pétrolier. En effet, avec la reprise de la production au Nigeria et en Libye, l'absence d'accord sur une réduction de la production entre les membres de l'Opep aurait probablement provoqué une baisse importante des cours. Mais bien que cet accord soit positif pour les prix du brut à court terme, il pourrait inciter les producteurs américains à accroître leur propre production en réaction à l'augmentation des cours, et ainsi limiter le potentiel haussier.

Chômage

D'après l'Organisation internationale du travail (OIT)¹, le taux de chômage dans les économies développées a baissé de 7,1% en 2014 à 6,7% en 2015. Pourtant, cette amélioration est bien souvent insuffisante pour réduire le déficit d'emplois né de la crise financière mondiale. En outre, et toujours d'après l'OIT, les perspectives de l'emploi ne cessent de se dégrader dans les économies émergentes, notamment au Brésil, en Chine et dans les pays producteurs de pétrole, d'où une augmentation du nombre de chômeurs de 2,3 millions à l'échelle mondiale en 2016.

4,8%

Au Royaume-Uni, l'Institut national de la statistique (ONS)⁵ a annoncé que le taux de chômage s'élevait à 4,8% à la fin du troisième trimestre 2016, son plus bas niveau depuis la même période en 2005. **L'ONS a également fait état d'un nombre record de 31,8 millions d'emplois au Royaume-Uni.** Néanmoins, la Banque d'Angleterre anticipe une hausse du chômage, car les incertitudes concernant le Brexit commencent à produire leurs effets.

4,6%

Aux Etats-Unis, le taux de chômage officiel a chuté pour atteindre 4,6% en novembre, soit un niveau proche du plein emploi selon les critères de la Réserve fédérale américaine et bien inférieur au taux de 10,2% atteint il y a six ans. L'indice U6 (mesure plus large de l'emploi) est passé de 9,5% en octobre à 9,3% en novembre, après être resté stable pendant plusieurs mois.

11,8%

Au Brésil, la pire crise économique jamais observée depuis les années 1930 a entraîné **une forte hausse du taux de chômage par rapport à début 2013.** Les chiffres montrent que le taux de chômage de 11,8% enregistré au troisième trimestre 2016 est resté stable par rapport aux trois mois clos fin août⁹. Les revenus réels ont baissé de 2,1% par rapport au troisième trimestre 2015, lorsque le chômage atteignait 8,9%.

19,2%

En Espagne, le taux de chômage désaisonnalisé est tombé à 19,2%² en octobre, contre plus de 26% au début de 2013. La Grèce mise à part, le taux de chômage espagnol est le plus élevé d'Europe, la crise de la dette souveraine européenne ayant mis fin à l'essor de la construction. Et le chômage des jeunes reste un fléau: d'après Eurostat, il atteignait 43,6% fin octobre.

¹ Organisation internationale du travail, le 19 janvier 2016, http://www.ilo.ch/global/research/global-reports/weso/2016/WCMS_443480/lang-en/index.htm

² Eurostat, le 3 novembre 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7752348/3-01122016-AP-EN.pdf/51785386-b824-4b65-a09d-99d8bed9958a>

³ Ibid.

⁴ Bundesagentur für Arbeit (Agence fédérale de l'emploi), le 2 novembre 2016 <https://www.arbeitsagentur.de/web/content/DE/Detail/index.htm?dfContentId=L6019022DSTBAI818146>

⁵ Institut britannique de la statistique, le 16 novembre 2016 - <https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/employmentandemployeetypes/bulletins/uklabourmarket/november2016>

6,0%

En Allemagne, le chômage a chuté pour atteindre 6% en octobre⁴, son plus bas niveau depuis la réunification en 1990.

Eurostat, qui s'appuie sur différents critères, a même enregistré un chômage corrigé des variations saisonnières de 4,1% en septembre. Les besoins constants de main-d'œuvre (malgré la hausse de l'immigration) ont nourri les craintes de surchauffe et compliqué le débat sur la façon dont l'Allemagne pouvait dépenser son excédent budgétaire.

4,0%

Le Premier ministre chinois Li Keqiang a déclaré en mars dernier, lors de la session annuelle du Parlement, que la Chine créerait plus de 10 millions d'emplois en 2016, un chiffre suffisant pour maintenir le taux de chômage urbain en dessous de 4,5%. Cet objectif semble en voie d'être atteint, avec un taux de chômage urbain de 4,04% à fin septembre, d'après les chiffres officiels⁸. Ce taux est constant depuis plusieurs trimestres, mais le taux de chômage réel est probablement plus élevé (et plus instable).

3,0%

Au Japon, le taux de chômage est en baisse depuis mi-2009 et s'élevait en octobre à 3%⁶. Le ratio offre/ demande ne cesse d'augmenter, avec 1,43 poste disponible par demandeur d'emploi en octobre⁷, le plus haut niveau depuis août 1991. Malgré cela, les tensions sur le marché du travail ne se sont pas traduites par une hausse des salaires (les rémunérations n'ont augmenté que de 0,1% en août en glissement annuel), probablement parce que la majorité des emplois créés sont des emplois à temps partiel et à faibles revenus.

23,4%

La Grèce détient le triste record du chômage en Europe. D'après Eurostat, le chômage corrigé des variations saisonnières s'élevait en septembre à 23,2%³, contre 7,5% à la mi-2007, lorsque le crédit était encore accordé avec une grande facilité et avant que la crise de la dette souveraine n'éclate. Le chômage des jeunes avoisinait en septembre les 46,5%.

27,1%

En Afrique du Sud, le taux de chômage officiel a atteint 27,1% au troisième trimestre 2016, contre 25,5% un an auparavant, tandis que le taux d'emploi reculait de 0,7%¹⁰. En termes absolus, le nombre de chômeurs a augmenté de plus de 500 000 au cours du premier trimestre 2016, tandis que le nombre de personnes ayant un emploi baissait de plus de 350 000 (un record historique).

⁶ Bureau des statistiques, ministère japonais des Affaires intérieures et de la Communication, le 29 novembre 2016 <http://www.stat.go.jp/english/data/roudou/results/month/index.htm>

⁷ Ministère japonais de la Santé, du Travail et des Affaires sociales, le 29 novembre 2016 http://www.mhlw.go.jp/english/database/db-1/d/vg_workers_oct2016_01.pdf

⁸ Ministère chinois des Ressources humaines et de la Sécurité sociale, le 25 octobre 2016 http://english.gov.cn/state_council/ministries/2016/04/22/content_281475332873004.htm

⁹ Institut brésilien de géographie et de statistique, le 27 octobre 2016 <http://saladeimprensa.ibge.gov.br/en/noticias.html?view=noticias&id=1&pagina=2&paginar=1&quantidade=10&busca=1>

¹⁰ Institut sud-africain de la statistique, le 22 novembre 2016 <http://www.statssa.gov.za/publications/P0211/P02113rdQuarter2016.pdf>

La victoire de Trump dope les valeurs cycliques et plombe les Treasuries

La victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines a favorisé les actions cycliques et le dollar en novembre. Profitant de la perspective d'une relance budgétaire outre-Atlantique, les autres actifs risqués ont également connu un mois porteur. En revanche, les valeurs refuges telles que l'or et les bons du Trésor américain (*Treasuries*) ainsi que les actions défensives ont sous-performé.

Actions

L'effet Trump

Nouveau coup de pouce pour les valeurs cycliques.

Les élections américaines ont réservé une surprise politique et boursière. Alors que les titres émergents souffraient du risque de renégociation des accords commerciaux, les actions développées ont profité du programme pro-croissance de Trump. En novembre, les rentabilités totales du S&P500, du Stoxx Europe 600 et du Topix se sont établies à respectivement +3,7%, +1,08% et +5,49% en devises locales, contre 4,6% pour le MSCI EM en dollars.

Les performances sectorielles indiquent que les marchés commencent à intégrer l'impact potentiellement positif d'une relance budgétaire et d'un allègement de la fiscalité tels que voulus par Trump. Surclassant déjà les défensives, les valeurs cycliques ont bondi, imitées par les financières, grâce à la pentification des courbes de taux souveraines. Au sein du MSCI World, les banques ont progressé de 8,5% (en dollars), suivies par l'énergie (+5,7%) et l'industrie (+3,7%). La victoire de Trump et des Républicains a donc renforcé la surperformance affichée par les secteurs cycliques depuis juin et le référendum sur le Brexit. A l'inverse, les services aux collectivités, la consommation de base et les télécoms ont perdu respectivement 6,1%, 5,1% et 2,5%. Le style value l'a encore emporté sur le style growth.

Les marchés ayant progressé sans modification notable des prévisions de résultats pour 2017, les valorisations ont gagné du terrain. Fin novembre, le ratio cours/bénéfices (PER) s'établissait à 16,7x pour le S&P500, 14,1x pour l'Eurostoxx 600 et 14,1x pour le Topix.

Obligations souveraines

Les Treasuries à la peine

La perspective d'une relance budgétaire a pesé sur la dette souveraine américaine en novembre.

Le mois dernier, les obligations souveraines ont enregistré des rentabilités (coupons inclus) négatives, les courbes de taux se pentifiant partout dans le monde. Les *Treasuries* à 10 ans ont sous-performé les Bunds allemands de même échéance (rentabilité, coupons inclus: 4% contre 1% en devises locales). Le rendement des *Treasuries* à 10 ans a progressé de 56 pb à 2,4%, son plus haut niveau depuis janvier, l'élection de Trump relançant l'espoir d'une relance budgétaire de grande ampleur aux Etats-Unis. L'avancée s'est en revanche révélée beaucoup moins marquée pour les Bunds et les JGB à 10 ans, leurs banques centrales respectives restant dans une posture accommodante. La BCE devrait prolonger son assouplissement quantitatif de six mois au même rythme, et la BoJ conserver son objectif de rendement souverain à 10 ans autour de 0%. Cela devrait permettre aux JGB et aux Bunds de surperformer les *Treasuries* en 2017.

Les *spreads* périphériques se sont élargis d'environ 20 pb en novembre, les incertitudes politiques assombrissant les perspectives des actifs risqués, notamment en Italie. Le principal défi reste le référendum du 4 décembre et son impact sur la gestion des prêts non performants des banques italiennes.

Pénalisée par la progression des rendements des *Treasuries* et de la prime de risque (conséquence de la dépréciation des devises émergentes face au billet vert), la dette souveraine émergente libellée en dollars a sous-performé son homologue en devises locales (-4,2% contre -1,9%).

Obligations corporate

Un train de retard pour l'investment grade américain

La forte contraction des spreads a aidé le high yield américain à surperformer les autres segments, pénalisés par la progression des rendements souverains.

L'*investment grade* (IG) en dollars a sous-performé son homologue en euros en novembre en raison de l'envolée des rendements souverains américains. L'IG en dollars a cédé 2,7%, tandis que l'IG en euros reculait de 1%*. Le rendement de l'IG en dollars a progressé de 43 pb sur le mois, ressortant à 3,4%, contre 1% seulement pour l'IG en euros. Pourtant, ses *spreads* se sont légèrement contractés alors que ceux de l'IG en euros s'élargissaient de 16 pb, principalement en raison de la sous-performance de certains secteurs défensifs.

La contraction plus marquée de ses *spreads* compensant la hausse des rendements des *Treasuries*, le *high yield* (HY) américain a surclassé son concurrent européen (0,4%, contre -0,9%). Le 30 novembre, l'accord de l'Opep a entraîné une nette contraction des *spreads* des obligations HY liées au pétrole. Inversement, le HY en euros a souffert de sa forte exposition aux valeurs financières, pénalisées par les craintes que continuent de susciter les prêts non performants des banques italiennes.

Si les rendements souverains poursuivent leur avancée, le crédit pourrait encore être à la peine l'an prochain. Cependant, un rebond de la croissance américaine pourrait se traduire par un resserrement plus net des *spreads* du HY en dollars, ce qui compenserait la progression des rendements des *Treasuries*. Prudence toutefois: les valorisations demeurent élevées.

* Données fondées sur les indices Bank of America Merrill Lynch en devises locales.

Hedge Funds

Couvrir Trump

Sa victoire en a surpris plus d'un. Mais, dans l'univers des hedge funds, nous serions presque tentés de considérer les élections américaines comme un non-événement.

Avant les élections du 8 novembre, les gérants de hedge funds ont opté pour la prudence en raison d'un risque politique accru. Les gérants macro ont adopté une approche très tactique, réduisant leur exposition brute et mettant des couvertures supplémentaires en place. Inversement, les stratégies sensibles aux actions n'ont pas modifié leurs expositions. Élément intéressant: certains ont tenté de trouver des couvertures adéquates, mais sans succès compte tenu des incertitudes sur l'issue du vote. Le jour des élections, la volatilité initiale retombant, les gérants n'ont pas pu monétiser les couvertures.

Les gérants macro ont enregistré de solides performances en novembre grâce à l'envolée des taux d'intérêt à long terme. Seul le positionnement haussier sur les marchés émergents s'est avéré pénalisant pour les gérants possédant des expositions *long* aux devises et aux crédits émergents. Du côté des stratégies *long/short equity*, la performance a différé en fonction des biais sectoriels, les valeurs cycliques et de la santé ayant le vent en poupe, alors que les investisseurs délaissaient les secteurs sensibles aux variations de taux et certaines grandes valeurs technologiques.

Depuis les élections, la prudence reste de mise, les intentions de Trump vis-à-vis de l'économie américaine restant floues. Les gérants attendent une accentuation de la volatilité, ce qui devrait renforcer la dispersion et les fluctuations de cours, un contexte favorable aux paris sur l'arbitrage.

Métaux précieux

L'or plombé par la victoire de Trump

La rhétorique moins protectionniste du Républicain et l'embellie des perspectives de croissance américaine ont malmené la plupart des métaux précieux en novembre.

Depuis les élections américaines, les marchés financiers se sont surtout concentrés sur la relance outre-Atlantique, faisant fi des menaces protectionnistes émises quand Trump était candidat. L'or, valeur refuge et actif improductif par excellence, a beaucoup souffert de cette perspective reflationniste, chutant de 8,1% en novembre et passant sous la barre des 1200 dollars l'once troy.

En 2017, le raffermissement de la croissance américaine, le durcissement monétaire de la Fed et l'avancée du dollar n'augurent rien de bon pour le métal jaune. La faiblesse des taux réels et la persistance des incertitudes politiques pourraient néanmoins le soutenir.

Au final, si Trump adoucit sa posture en matière de protectionnisme, l'argent devrait surperformer l'or, dans un contexte de renforcement de l'appétit pour le risque. Mais s'il opte pour une ligne plus dure sur le commerce, la dégradation des perspectives de croissance mondiale et l'impact négatif sur l'appétit pour le risque pourraient permettre à l'or de surperformer l'argent.

Compte tenu de son exposition à l'économie américaine par le biais des ventes de voitures, le palladium demeure le plus attrayant des métaux précieux. C'est la raison de son impressionnante avancée de novembre: il s'est apprécié d'environ 24% en dollars. Pour l'heure, nous restons optimistes à son égard, même si une consolidation semble nécessaire.

Devises

Le dollar passe à la vitesse supérieure

La perspective d'un raffermissement de la croissance et des taux d'intérêt après les élections américains a dopé le billet vert.

La victoire de Trump devrait aider le dollar à gagner encore du terrain en 2017. Parallèlement, l'accélération de la croissance américaine et la persistance des tensions inflationnistes devraient rendre le yen particulièrement peu attractif. Dans un contexte de hausse des taux, la décision de la BoJ de plafonner le rendement souverain nippon à 10 ans autour de 0% devrait se traduire par une poursuite de la dépréciation du yen.

De son côté, l'euro devrait continuer d'être soutenu par l'important excédent courant de la zone euro, tandis que les événements politiques sur le Vieux continent ne devraient pas se traduire par une forte dépréciation de la monnaie unique. La possibilité que la BCE dévoile son calendrier de réduction de son programme d'achats d'actifs en 2018 devrait soutenir l'euro au second semestre.

La livre sterling est la seule grande devise à avoir gagné du terrain face au dollar depuis les élections américaines, signe que les inquiétudes locales l'emportent sur les événements internationaux. Mais le ralentissement attendu de la croissance britannique au premier semestre 2017 et la probabilité d'un Brexit dur pourraient remettre la livre sterling sous pression malgré sa nette sous-évaluation.


Enfin, compte tenu des incertitudes politiques aux quatre coins du monde, la vigueur du franc suisse ne devrait pas se démentir dans les prochains mois. Et la BNS devrait encore augmenter son bilan afin d'enrayer toute appréciation indésirable du franc.

En 2017: de la déflation à la relance de l'inflation, des obligations aux actions

Notre scénario central pour 2017 est marqué par un regain des pressions sur les prix qui entraîne une hausse de la croissance nominale du PIB et engendre une dynamique de relance de l'inflation au niveau mondial. Cependant, nous n'anticipons pas d'accélération significative de la croissance économique réelle à travers le monde l'an prochain.

Cesar Perez Ruiz, directeur des investissements

Christophe Donay, directeur de la stratégie, responsable de l'allocation d'actifs et de la recherche macroéconomique

 Notre scénario central mise sur un accroissement des pressions sur les prix l'an prochain, faisant naître une dynamique de relance de l'inflation au niveau mondial. Cependant, le rythme de l'évolution ne sera pas uniforme. Les principales économies devraient rester désynchronisées et les politiques budgétaires demeurer non coopératives. Néanmoins, après des années de désinflation, voire de déflation dans des pays comme le Japon, l'économie mondiale semble sur le point de connaître un changement de régime cyclique. Et ce changement pourrait impacter les principales classes d'actifs, favorisant les actions aux dépens des obligations. Notre scénario central prévoit le maintien de la tendance haussière du dollar US amorcée il y a quatre ans.

Perspectives économiques pour 2017: notre scénario central

En termes de politique monétaire, nous anticipons une désynchronisation substantielle entre les principales banques centrales des pays développés. La Réserve fédérale américaine (Fed) devrait se diriger vers une normalisation progressive de sa politique, avec deux relèvements de 25 points de base du taux des *Fed funds* en 2017. L'IPC hors alimentation et énergie, l'indicateur ciblé par la Fed, pourrait dépasser le seuil des 2% sous l'effet des mesures de relance équivalentes à environ 1% du PIB de l'administration Trump. Cependant, avec une hausse des salaires qui reste maîtrisée et un dollar fort, notre scénario central n'intègre pas l'hypothèse d'une «surchauffe» de l'économie américaine. Nous tablons sur une croissance moyenne annuelle du PIB de 2% aux Etats-Unis en 2017, contre 1,5% en 2016. La croissance du PIB américain pourrait certes fléchir au premier semestre, mais le programme de relance budgétaire de l'administration Trump devrait commencer à stimuler la croissance au deuxième semestre.

L'inflation semble également s'orienter graduellement à la hausse en Europe. Notre scénario central anticipe le maintien d'une relance budgétaire

intermittente en 2017, bien que les responsables politiques européens paraissent progressivement se rallier à l'idée de mesures de relance budgétaire ciblées pour prendre le relais de la politique monétaire, dont l'efficacité s'amenuise. Nous maintenons nos prévisions d'une croissance du PIB de la zone euro de 1,6% en 2016 et de 1,3% en 2017, tout en reconnaissant que les gouvernements disposent désormais d'une marge budgétaire supplémentaire qui pourrait contribuer à stimuler la croissance et l'inflation. La Banque centrale européenne (BCE) devrait conserver un ton accommodant, prolongeant son programme d'achat d'actifs de 80 milliards d'euros par mois au-delà du mois de mars jusqu'en septembre 2017, sachant que l'inflation sous-jacente devrait rester nettement en deçà de l'objectif de 2%. Cependant, la BCE pourrait rendre ses orientations plus explicites, avec des indications plus précises sur une réduction progressive de ses achats d'actifs à partir de 2018.

Le vote en faveur du Brexit en juin 2016 nous a amenés à considérablement revoir nos prévisions pour l'économie britannique. Notre scénario central table désormais sur un ralentissement prononcé de la croissance du PIB réel d'environ 2,0% en 2016 à 1,1% en 2017 sous l'effet de la baisse des investissements privés et des revenus réels. La hausse de l'inflation importée devrait limiter la capacité de la Banque d'Angleterre à assouplir encore ses taux directeurs pour stimuler la croissance. Dans le même temps, la bonne résistance de l'économie depuis juin dernier offre au gouvernement britannique une marge d'intervention supplémentaire. De fait, dans sa déclaration budgétaire de novembre, le chancelier de l'Echiquier a fait part de l'intention du gouvernement d'augmenter ses emprunts et a abandonné l'engagement de son prédécesseur de parvenir à un excédent budgétaire d'ici la fin de l'actuelle législature, en 2020.

En septembre, la Banque du Japon (BoJ) a adopté un régime de contrôle de la courbe des taux, une sorte de politique monétaire ciblant non officiellement et partiellement les prix des actifs, s'engageant à acheter des obligations d'Etat nippones (JGB) en quantité suffisante pour maintenir les taux à 10 ans proches de zéro. Bien que nous anticipions pour 2017 une croissance du PIB réel inchangée par rapport à 2016 (0,8%), l'hypothèse d'une accélération modérée de la croissance japonaise l'an prochain n'est pas à exclure au vu de l'affaiblissement du yen par rapport à un dollar à la vigueur retrouvée. Bien qu'elle demeure largement inférieure à l'objectif de la BoJ, l'inflation s'accélère et les pressions déflationnistes s'apaisent progressivement à mesure du repli du yen. L'embellie des perspectives de croissance et d'inflation pourrait donner à la BoJ une certaine marge pour réduire ses achats d'actifs, à compter du deuxième trimestre 2017.

La Chine poursuit sa transition, avec une économie qui devrait continuer de se rapprocher de son taux de croissance structurelle potentiel de 4,5% par an dans les années à venir. Nous tablons sur une croissance de 6,2% en 2017, contre 6,7% en 2016. Les efforts de lutte contre la spéculation immobilière se poursuivent et auront un impact sur les investissements en capital fixe l'an prochain, mais les autorités chinoises disposent de ressources budgétaires et non budgétaires suffisantes pour maintenir l'économie sur une trajectoire stable en 2017 et éviter un atterrissage brutal. Les prix à la production ont augmenté ces derniers mois, en partie sous l'effet de la hausse des cours des matières premières. La hausse de l'inflation (tant des prix à la consommation que de ceux à la production), alliée à l'affaiblissement continu du yuan, devrait contribuer à la dynamique globale de relance. L'inflation pourrait dépasser le seuil des 2% en Chine tout en restant inférieure à

FACTEURS PRIS EN COMPTE DANS NOTRE SCÉNARIO CENTRAL POUR 2017

| FACTEURS DE RISQUE | ÉTATS-UNIS | ZONE EURO | ROYAUME-UNI | JAPON | CHINE |
|-----------------------------|--|--|---|---|--|
| INFLATION | Normalisation de l'inflation sous-jacente (2%+) sans surchauffe. Maîtrise des salaires | Inflation totale inférieure à l'objectif en 2017-18, risques négatifs pour l'inflation sous-jacente (1,0-1,2%) | Bien au-delà de l'objectif (3%+) du fait de l'inflation importée | Inflation totale et inflation sous-jacente en hausse, mais encore nettement inférieures à l'objectif (0,3-0,5%) | Accélération à 2%+, mais toujours inférieure à l'objectif de 3% |
| POLITIQUE MONÉTAIRE | Normalisation progressive (deux hausses de 25 pb des taux de la Fed en 2017) | Toujours favorable, prolongement du QE en 2017, réduction en 2018 | Taux de la BoE proches de la borne du zéro (pas de relèvement), créant une marge de manœuvre budgétaire | Contrôle de la courbe des taux problématique. Possible diminution du QE au 2 ^e semestre 2017 | Politique monétaire relativement neutre («stop & go»), favorisée par la dépréciation du yuan |
| POLITIQUE BUDGÉTAIRE | Relance budgétaire d'environ 1,0% du PIB, visible au 2 ^e semestre 2017 | Assouplissement budgétaire limité et inégal (-0,5%), avec des risques positifs | Relance ciblée dans le cadre d'une consolidation à long terme | Pas de relance majeure au-delà du budget prévisionnel 2016 | Expansionniste, avec des dépenses hors budget |

l'objectif de 3% de la banque centrale chinoise, justifiant le maintien de taux bas en 2017.

Plusieurs facteurs pourraient toutefois compromettre notre scénario central. Une variante plus favorable du point de vue économique envisage une forte expansion budgétaire parmi les grandes puissances, notamment aux Etats-Unis. Une politique de l'offre bien plus ambitieuse qu'attendu aux Etats-Unis pourrait par exemple permettre à la croissance américaine d'atteindre 3,0% d'ici 2018. Encouragée par la hausse des prix des actifs, la (ré)apparition des «esprits animaux» pourrait également constituer un risque positif. A l'inverse, les échéances électorales importantes qui s'annoncent en Europe et les incertitudes entourant l'orientation de l'administration Trump en matière d'immigration et de protectionnisme font peser un risque négatif considérable sur notre scénario central. Nous ne pouvons pas non plus exclure l'hypothèse de voir des déséquilibres financiers larvés (y compris des niveaux substantiels de dette libellée en dollars) submerger certains pays émergents, en particulier la Chine.

Les tendances de marché plaident pour les actions au détriment des obligations en 2017

Notre scénario central pour les marchés financiers est dominé par l'anticipation

d'un retour de l'inflation l'an prochain face à l'accélération de la croissance mondiale, aux effets de politiques budgétaires procycliques et à la réapparition de pressions haussières sur les prix à la production. Cet environnement nous laisse penser que les actions des marchés développés dégageront des performances au minimum décentes. Les valorisations – à l'aune des ratios cours/bénéfices – semblent élevées par rapport à leurs moyennes historiques et ont peu de marge de progression dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Dans le même temps cependant, la croissance des bénéfices des entreprises donne des signes de redressement aux Etats-Unis et en Europe pour la première fois en quatre ans. Selon notre scénario central, la hausse des taux d'intérêt à long terme sera insuffisante pour compromettre les perspectives des actions, à condition qu'elle intervienne de façon concertée. Après avoir largement sous-performé au second semestre 2016, les actions des marchés émergents offrent selon nous au minimum des opportunités tactiques.

La hausse des taux à long terme devrait continuer de nuire aux obligations souveraines (*voir encadré*). En effet, les rendements totaux nominaux escomptés des bons du Trésor américain sont négatifs dans notre scénario central pour l'an prochain. Le potentiel de compression supplémentaire des *spreads*

des obligations d'entreprise nous paraît par ailleurs limité. Les créances d'entreprise *investment grade* en particulier offrent un maigre surcroît de rendement par rapport aux bons du Trésor, ce qui limite leur potentiel dans un contexte de hausse des taux.

Considérant le renforcement de l'économie américaine et la probabilité de deux relèvements de 25 pb des taux de la Fed en 2017, les conditions nous semblent réunies pour une nouvelle hausse du dollar US l'an prochain (bien que la tendance à long terme d'appréciation du billet vert arrive à maturité). Dans la mesure où aucune autre grande banque centrale n'envisage de relever ses taux dans un avenir proche, les divergences au niveau des politiques monétaires devraient apporter un soutien supplémentaire au dollar US par rapport aux monnaies du G10 et des pays émergents. A contrario, la détermination de la Banque du Japon à plafonner les rendements obligataires implique que l'affaiblissement du yen devrait se poursuivre.

Le climat devrait aussi s'avérer propice aux actifs alternatifs. Notre analyse de la performance des *hedge funds* indique que lorsque les banques centrales renouent avec des politiques conventionnelles et que les taux d'intérêt augmentent, ces derniers offrent une surperformance tant à court qu'à long terme.

De la même manière que pour nos prévisions économiques, nous prenons en compte différents scénarios pour les actifs financiers. Un scénario plus favorable tient davantage compte des effets positifs de la politique de l'offre attendue aux Etats-Unis. Dans ce cas de figure, les prévisions de bénéfices des entreprises américaines pourraient continuer de se redresser jusqu'en 2018, contribuant à doper les actions des marchés émergents tout comme celles des marchés développés. Cette amélioration des prévisions pourrait également induire un nouveau resserrement des *spreads* des obligations d'entreprise. Un scénario plus sombre inclut la possibilité d'une poussée de «mauvaise» inflation, un sursaut de protectionnisme alimentant les pressions sur les prix à la production et plombant les bénéfices des entreprises. Cette situation entraînerait un regain de volatilité des places boursières par rapport aux bas niveaux actuels et menacerait des valorisations déjà élevées. Dans un scénario comme dans l'autre, les taux à long terme augmenteront plus rapidement que précédemment, exacerbant la «Grande rotation», excepté pour les bons du Trésor.

Changement de régime au détriment du modèle 60/40 d'allocation d'actifs

La corrélation négative entre actions et obligations qui recommence déjà à s'imposer devrait persister en 2017. Compte tenu des différences d'anticipations d'inflation, cette corrélation négative devrait être plus prononcée en Europe qu'aux Etats-Unis. Le risque principal lié à ce scénario réside dans l'éventualité d'une poussée d'inflation plus forte que prévu, qui pourrait amener la corrélation entre

actions et obligations à redevenir positive. D'une manière générale toutefois, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, la diversification et la protection qu'offrent les obligations d'Etat de référence comme les bons du Trésor américain sont menacées. Et il se pourrait que nous assistions désormais à la «Grande rotation» prévue de longue date en faveur des actions au détriment des obligations, et que celle-ci s'accélère au point d'entraîner une raréfaction soudaine des liquidités sur un marché obligataire longtemps considéré comme l'un des plus liquides au monde.

Dès lors, il se pourrait que le portefeuille 60/40 traditionnel (60% d'actions, 40% d'obligations d'Etat) ne soit plus le modèle d'allocation le plus approprié pour un portefeuille

équilibré. Alors que l'inflation menace, il pourrait être bon pour les gérants de fonds d'envisager des approches d'allocation différentes et d'exploiter le potentiel qu'offrent des actifs moins liquides comme le *private equity* et l'immobilier.

D'une manière générale, dans un contexte économique et de marché en mutation, il appartiendra aux gérants de fortune de conserver une attitude réactive vis-à-vis de leur allocation tactique, ce qui pourrait permettre d'améliorer l'équilibre entre risque et rendement.

LA «GRANDE ROTATION»: UN CHANGEMENT DE RÉGIME POUR LES OBLIGATIONS

Il est des changements de régime qui s'imposent comme d'une plus grande évidence que d'autres. Celui qui touche les bons du Trésor américain à long terme doit être, sans aucun doute, classé dans cette catégorie. L'élection de Donald Trump a eu pour effet d'accélérer l'évolution déjà en cours de la performance des obligations et de focaliser l'attention sur les questions entourant le rôle des bons du Trésor américain dans un portefeuille diversifié.

Entre 1982 (début de la période dite de «Grande modération» marquée par une diminution de la volatilité des fluctuations du cycle économique) et les premières secousses de la crise financière de 2007, l'inflation a chuté de 14% à 1% à son point le plus bas. Les bons du Trésor américain ont enregistré un rendement total annuel d'environ 9% par an (en dollars US) au cours de cette période, avec seulement cinq ans de performances négatives en 25 ans.

Mais il paraît peu probable que les obligations génèrent des rendements d'ampleur similaire au cours des années à venir, et ce pour une simple raison. Soit les taux d'intérêt à long terme se stabilisent à leur niveau actuel et la rentabilité seraient égale au coupon (environ 2,3% pour les bons du Trésor à 10 ans fin novembre), soit l'inflation et la croissance économique s'accroissent aux Etats-Unis, comme largement attendu, auquel cas les taux d'intérêt pourraient continuer d'augmenter jusqu'à se rapprocher du taux de croissance nominale du PIB américain (non ajusté de l'inflation), estimé à environ 4,5% en moyenne. Dans ce cas, si l'on suppose un rendement de 1,2% (le rendement total moyen actuellement prévu par nos modèles internes pour les dix ans à venir), les bons du Trésor américain détruiraient de la valeur. Le seul scénario permettant d'envisager une amélioration des rendements obligataires serait celui d'une forte baisse des taux longs à un niveau inférieur à 1%, ce qui semble peu probable.

Contributeurs | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet, Dong Chen
Edition | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 2 décembre 2016
Relecture | Sabine Jacot-Descombes **Mise en page** | Production Multimédia Pictet **Papier** | Imprimé sur du papier certifié FSC

Avertissement | Le présent document n'est pas destiné aux personnes qui seraient citoyennes, domiciliées ou résidentes, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur.

Les informations et données fournies dans le présent document sont communiquées à titre d'information uniquement, n'engagent pas la responsabilité du groupe Pictet et ne constituent en aucun cas une offre, une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à tout autre instrument financier.

En outre, les informations, opinions et estimations figurant dans le présent document traduisent une appréciation à la date de publication initiale et peuvent faire l'objet de changements, sans préavis. La valeur et le rendement des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles et peuvent faire

l'objet de fluctuations. La valeur boursière peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des titres ou des placements y afférents mentionnés dans le présent document.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future, et les personnes destinataires de ce document sont entièrement responsables de leurs éventuels investissements. Aucune garantie expresse ou implicite n'est fournie quant aux performances futures.

Le contenu de ce document est confidentiel et ne peut être lu et/ou utilisé que par la personne destinataire de celui-ci. Le groupe Pictet n'est pas responsable de l'utilisation, de la transmission ou de l'exploitation des données contenues dans ce document. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification et/ou publication du contenu est sous la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire de ce document s'engage à respecter les lois et règlements applicables dans les juridictions où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Ce document est émis par le groupe Pictet. Cette publication et son contenu peuvent être cités à condition que soit indiquée la source. Tous droits réservés. Copyright 2016.

La victoire de Donald Trump porte les petites capitalisations américaines

Le mois de novembre a été marqué par une piètre performance des métaux précieux due à un regain d'appétit pour le risque, qui s'est également fait ressentir sur le marché obligataire. Les taux américains à dix ans ont décollé en novembre, passant de 1,8% à 2,4%. Les marchés actions ont quant à eux poursuivi leur progression, notamment l'indice des petites capitalisations américaines, le Russell 2000, qui réagit particulièrement bien à la victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle.

Les données des graphiques et tableaux de cette page sont arrêtées au 31 novembre 2016

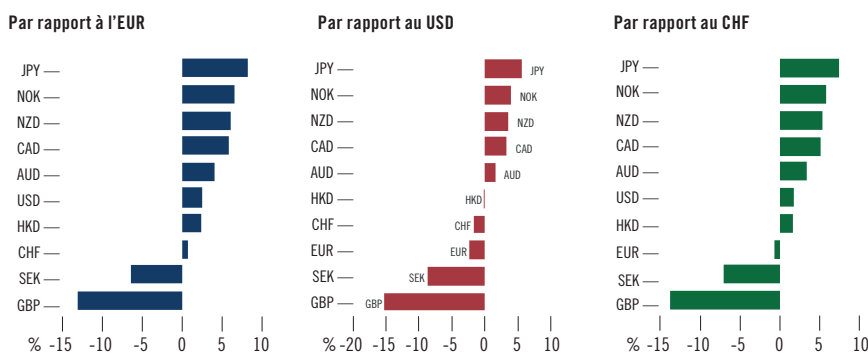
PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

| Taux de croissance du PIB | 2014 | 2015 | Estimations Pictet – (consensus*) | |
|---------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------------|
| | | | 2016E | 2017E |
| USA | 2.4% | 2.6% | 1.5% (1.5%) | 2.0% (2.2%) |
| Zone euro | 0.9% | 1.6% | 1.6% (1.6%) | 1.3% (1.3%) |
| Suisse | 2.0% | 0.8% | 1.5% (1.5%) | 1.4% (1.5%) |
| Royaume-Uni | 3.1% | 2.2% | 2.0% (2.0%) | 1.1% (1.1%) |
| Japon | -0.1% | 0.6% | 0.8% (0.6%) | 0.8% (0.9%) |
| Chine | 7.3% | 6.9% | 6.7% (6.7%) | 6.2% (6.4%) |
| Bésil | 0.1% | -3.9% | -3.2% (-3.3%) | 1.0% (1.2%) |
| Russie | 0.5% | -3.3% | -0.7% (-0.6%) | 1.3% (1.2%) |

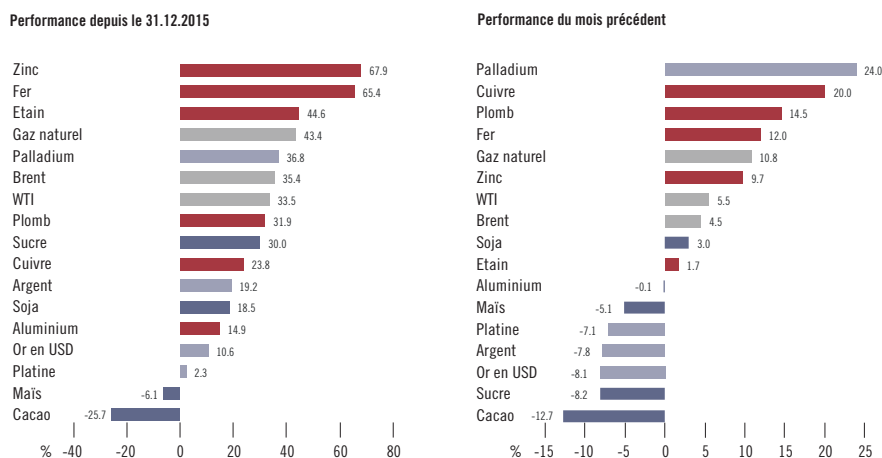
| Inflation (IPC) Moyenne annuelle sauf Brésil fin d'année | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|--|------|-------|---------------|-------------|
| USA | 1.6% | 0.1% | 1.4% (1.2%) | 2.4% (2.3%) |
| Zone euro | 0.4% | 0.0% | 0.2% (0.2%) | 1.3% (1.3%) |
| Suisse | 0.0% | -1.1% | -0.3% (-0.4%) | 0.4% (0.3%) |
| Royaume-Uni | 1.5% | 0.0% | 0.8% (0.7%) | 2.7% (2.5%) |
| Japon | 2.7% | 0.8% | -0.3% (-0.2%) | 0.3% (0.4%) |
| Chine | 2.0% | 1.4% | 2.0% (1.9%) | 2.2% (1.9%) |
| Bésil | 6.3% | 9.0% | 8.0% (6.9%) | 5.4% (5.1%) |
| Russie | 7.8% | 15.5% | 6.5% (6.1%) | 5.5% (5.1%) |

*Source: Consensus Economics Inc

VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)



MATIÈRES PREMIÈRES

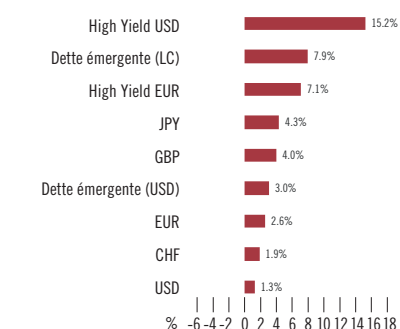


TAUX D'INTÉRÊT

| | Courts (3 mois) | Long (10 ans) |
|-------------|-----------------|---------------|
| USA | 0.50% | 2.4% |
| Zone euro | 0.0% | 0.28% |
| Suisse | -0.75% | -0.2% |
| Royaume-Uni | 0.25% | 1.42% |
| Japon | 0.0% | 0.0% |
| Chine | 2.10% (1 an) | 4.75% (5 ans) |
| Bésil | 14.0% | 11.9% |

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Performance depuis le 31.12.2015



MARCHÉS ACTIONS

Performance depuis le 31.12.2015

| | USD | EUR | CHF | GBP |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| MSCI World* | 5.6% | 8.1% | 7.5% | 24.6% |
| S&P 500* | 9.8% | 12.4% | 11.7% | 29.5% |
| MSCI Europe* | -4.8% | -2.5% | -3.1% | 12.3% |
| Tokyo SE (Topix)* | 2.4% | 4.8% | 4.2% | 20.7% |
| MSCI Pacific ex. Japan* | 7.9% | 10.5% | 9.8% | 27.3% |
| SPI* | -6.8% | -4.6% | -5.2% | 9.9% |
| Nasdaq | 6.3% | 8.9% | 8.2% | 25.4% |
| MSCI Em. Markets* | 11.3% | 14.0% | 13.2% | 31.3% |
| Russell 2000 | 16.4% | 19.2% | 18.5% | 37.3% |

* Dividendes réinvestis

SECTEURS D'ACTIVITÉ

| Performance depuis le 31.12.2015 | USA | Europe | Monde |
|----------------------------------|-------|--------|-------|
| Industrie | 15.9% | 3.6% | 9.9% |
| Technologie | 10.2% | -2.8% | 8.7% |
| Matériaux de base | 13.9% | 21.3% | 18.4% |
| Télécommunications | 9.9% | -21.4% | -3.3% |
| Santé | -5.0% | -16.1% | -9.6% |
| Energie | 20.2% | 14.0% | 18.6% |
| Services publics | 7.4% | -13.9% | -1.2% |
| Finance | 15.7% | -10.0% | 5.4% |
| Consommation de base | 0.0% | -6.7% | -3.2% |
| Consommation discrétionnaire | 4.6% | -9.1% | 0.2% |

Source: Pictet WM-AA&MR, Bloomberg, Datastream

