

# Perspectives économiques & financières

## T4 2017



### L'environnement parfait : la croissance sans inflation

En zone euro, l'optimisme est de mise avec des indicateurs quasiment tous dans le vert et une croissance qui devrait s'établir à +1,9%, tirée par la traditionnelle locomotive allemande mais aussi par le phénix espagnol. Aux Etats-Unis, si la saison cyclonique entraînera certainement un ralentissement au 3<sup>ème</sup> trimestre, la première économie mondiale devrait être en mesure de repousser une nouvelle fois la fin de cycle que tout le monde lui prédisait, pour croître elle aussi de +1,9% en 2017.

Une bonne nouvelle n'arrivant jamais seule, la baisse du chômage et la reprise de l'activité économique n'ont pas entraîné de poussée d'inflation, quel que soit le côté de l'Atlantique. Ce « mystère », comme l'explique la présidente de la Fed Janet Yellen, pousse les Banques Centrales à conserver des politiques monétaires très accommodantes, de peur d'étouffer la croissance dans l'œuf... mais au risque de générer des bulles potentiellement destructrices dans le futur.

Enfin, le maintien des prix des matières premières à un niveau convenable permet aux pays émergents de retrouver tranquillement le chemin de la croissance.

## Zone euro : toujours portée par des vents favorables

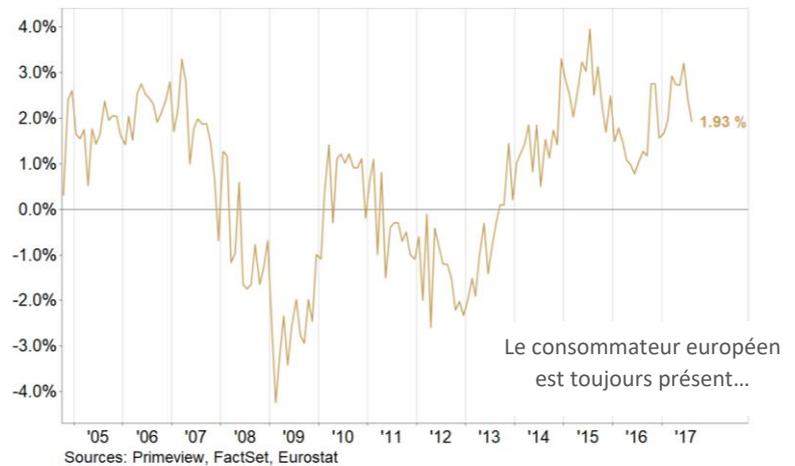
Un vent d'optimisme souffle sur la zone euro, et rien ne laisse penser qu'il pourrait retomber dans les mois qui viennent. Cela nous pousse à revoir à la hausse notre prévision de croissance pour 2017, qui devrait atteindre +1,9%, grâce à deux locomotives : la traditionnelle Allemagne mais aussi la plus surprenante Espagne (cf. Focus p. 3).

Dans le détail, ce sont les ménages qui portent ce renouveau européen : leur consommation progresse toujours à un rythme significatif (+1,8% pour les ventes au détail hors automobiles en volume à fin août dernier). Au regard de la progression correcte des salaires réels (+2,1% au second trimestre 2017) mais surtout de la forte distribution de crédits (+2,7% en GA en août), nous estimons que les dépenses des ménages continueront à supporter la croissance du Vieux continent au moins jusqu'à la fin de l'année.

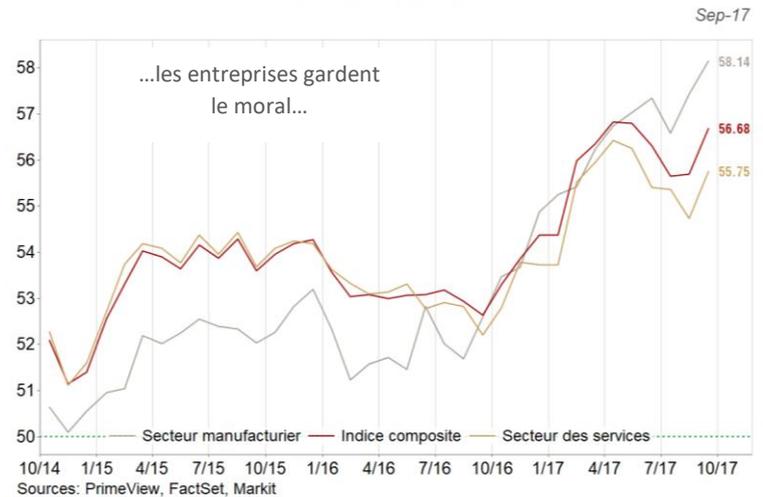
Les entreprises européennes ne sont toutefois pas en reste : les indicateurs conjoncturels de production (PMI) sont tous bien orientés, la palme revenant au PMI manufacturier qui a atteint en septembre son niveau le plus élevé depuis 6 ans. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que la production industrielle progresse nettement (+3,4% en juillet), et que les investissements redémarrent (+3,5% au second trimestre).

La bonne nouvelle (surtout pour les ménages, les entreprises et les marchés financiers, moins pour la Banque Centrale), c'est que ce renouveau économique ne s'accompagne pas d'une reprise de l'inflation (+1,5% en août, soit bien loin de l'objectif de +2.0% de la Banque Centrale Européenne). Cela s'explique par des facteurs autant conjoncturels que structurels : si la hausse des prix des matières premières depuis le début de l'été lui a fait reprendre quelques couleurs, la hausse concomitante de l'euro l'a contrebalancée et créé des pressions largement déflationnistes. Mais au-delà de ces facteurs de court terme, c'est surtout l'absence de tensions excessives sur les salaires qui rend plus qu'incertaine une accélération de l'inflation sous-jacente (inflation hors alimentaire et énergie) dans les mois à venir. Dans ces conditions, il est très peu probable que la Banque Centrale Européenne change de ton dans les mois à venir et devienne plus restrictive... ce qui maintiendrait des taux toujours aussi bas à horizon de moyen terme.

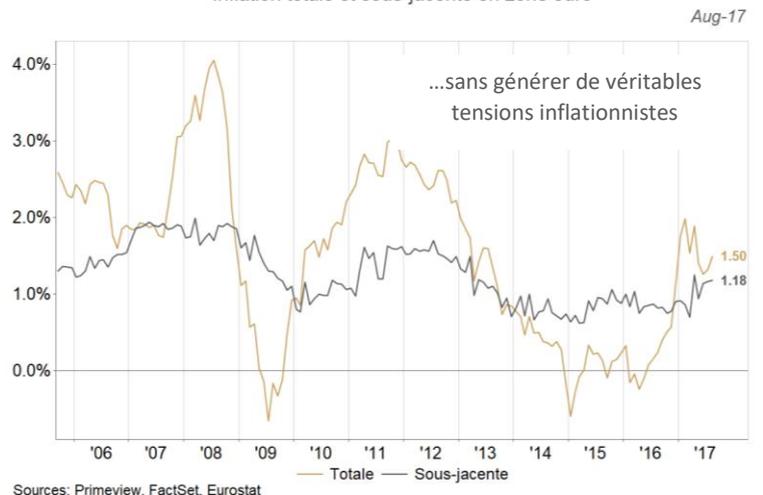
Ventes au détail en volume en zone euro  
Variation annuelle



Indices PMI en zone euro



Inflation totale et sous-jacente en zone euro



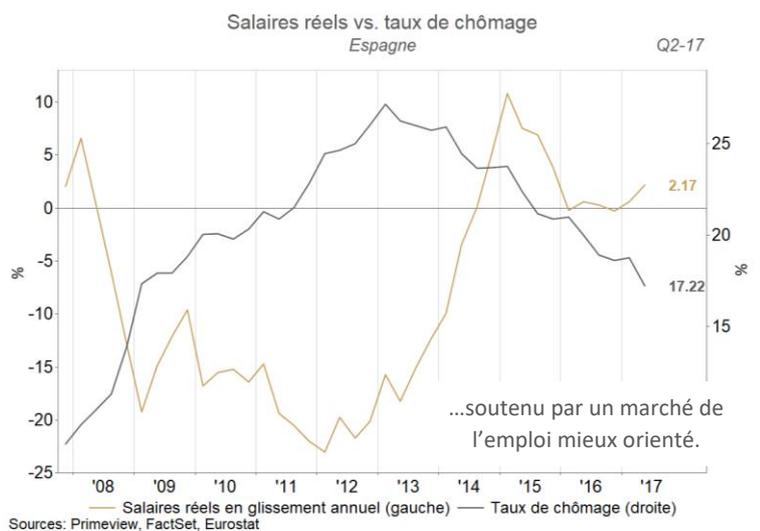
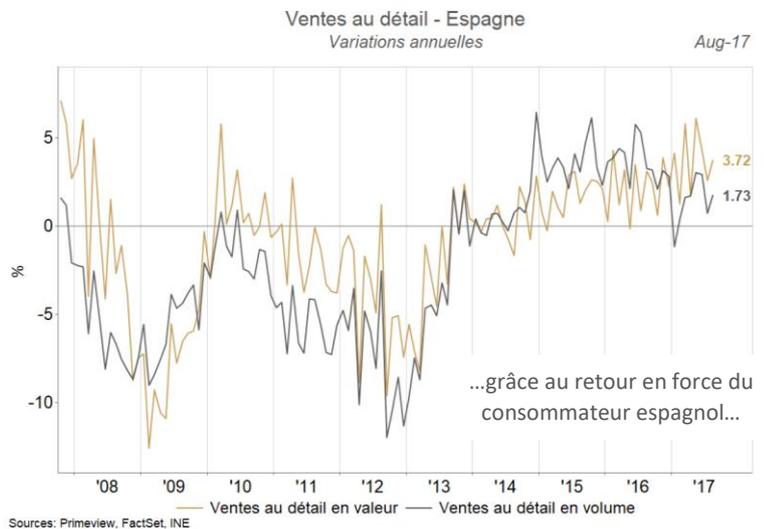
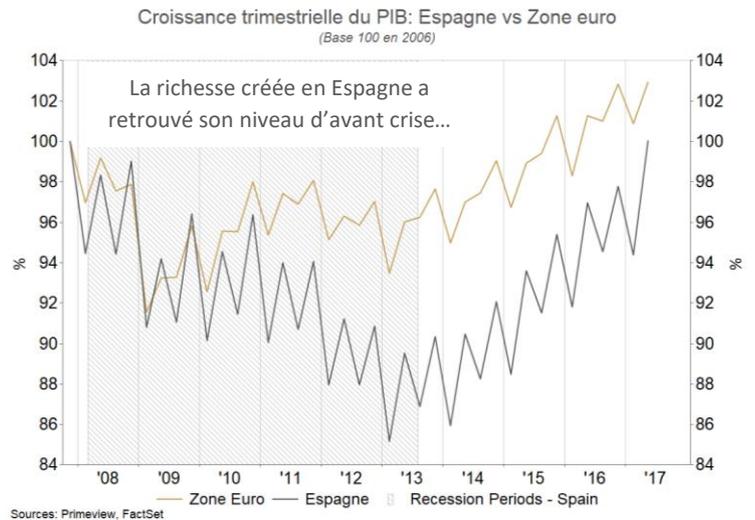
## Focus Espagne : l'art du contre-pied

Difficile d'imaginer il y a 3 ans que l'Espagne serait une des locomotives de la Zone euro. Et pourtant, après une croissance annuelle supérieure à +3% au cours des deux dernières années, la tendance devrait se poursuivre avec +2,6% pour l'année 2017.

Même si le chômage reste une préoccupation majeure, le pays peut désormais s'appuyer sur des fondations plus robustes pour poursuivre sa marche en avant :

- la consommation des ménages reste bien orientée (les ventes au détail augmentaient de +3,7% en GA en valeur à fin août 2017) même si leur rythme de progression ralentit depuis le début de l'année, notamment en volume (cf. graphique du haut).
- les exportations continuent de progresser rapidement (+3,8% en août 2017).
- le tourisme se porte de mieux en mieux, et pourrait représenter jusqu'à 14% du PIB espagnol en 2017 selon les premières estimations. Cela participe grandement à faire de l'Espagne le premier créateur d'emplois de la Zone euro, même si ceux-ci ne sont pas forcément de grande qualité (les serveurs représentent 12,5% des emplois nouvellement créés...)

Reste à savoir si les troubles politiques actuels entre la Catalogne et le pouvoir central ne perturberont pas la trajectoire de la croissance espagnole... ce qui serait à ne pas en douter une bien mauvaise nouvelle pour la péninsule ibérique, qui vient à peine de retrouver les niveaux de richesse créée atteints en 2006, avant la crise.



## Etats-Unis : jusque-là, tout va bien

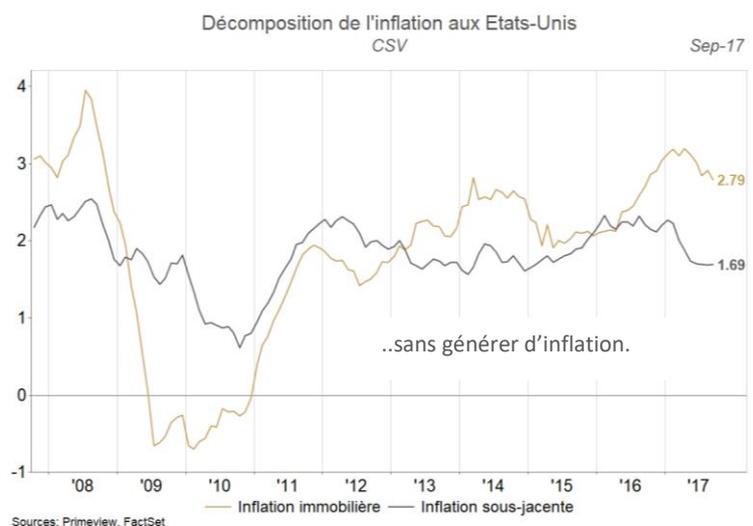
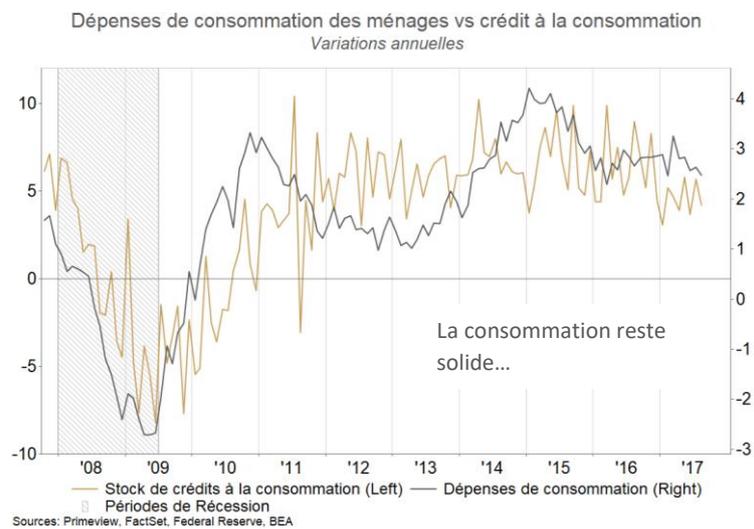
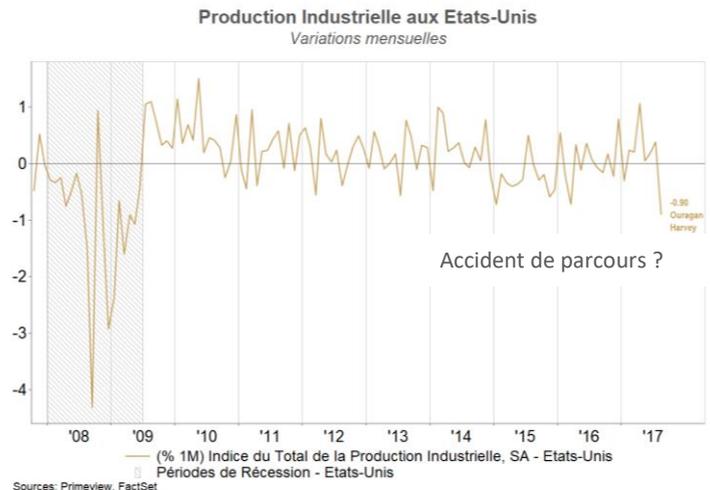
Les Etats-Unis ont vécu une saison cyclonique violente cette année, entre le passage de l'ouragan Harvey puis celui d'Irma dans le Sud-Est du pays. Sans surprise, l'indice de production industrielle a enregistré une baisse de -0,9% traduisant l'interruption de l'activité dans la zone touchée par les ouragans, soit la baisse la plus importante depuis la crise. La Réserve Fédérale (Fed) estime que 0,75 point de pourcentage de ce recul serait imputable à l'ouragan, mais nous estimons que l'impact devrait être limité à moyen terme grâce aux travaux de reconstruction et à la hausse des dépenses publiques qui suivront.

En attendant, la croissance reste bien orientée outre-Atlantique (+3,1% au second trimestre), soutenue par une consommation des ménages qui ne ralentit pas (+3,3%) et surtout un investissement des entreprises qui rebondit (+6,7%), signes que l'heure de la fin de cycle pour la première économie mondiale n'est pas encore arrivée.

Dans ces conditions, certains s'étonnent de voir la Banque Centrale américaine maintenir une politique monétaire aussi accommodante que par le passé, avec des taux d'intérêt faibles (1,25% pour les taux directeurs) et un bilan toujours deux fois plus élevé qu'en 2008 (qui atteint 4500 milliards de dollars, soit 23% du PIB)... que la Fed n'envisage de diminuer qu'à hauteur de 10 milliards de dollars par mois.

La raison est simple : comme en Europe, c'est la faiblesse de l'inflation sous-jacente (+1,7% en septembre, soutenue essentiellement par l'inflation des prix immobiliers qui a atteint +2,8%) qui explique cet attentisme, en dépit d'un taux de change très faible et de taux de croissance convenables. Si les prix ne progressent pas plus, c'est en grande partie du fait de la piètre qualité des emplois créés au cours des dernières années, notamment dans la restauration. Si ces « petits boulots » ont permis de faire baisser les chiffres du chômage (4,2% aujourd'hui contre 10% en 2010 !), ils ne sont pas suffisamment qualifiés pour générer de la « bonne inflation », à savoir l'augmentation généralisée des salaires permettant de voir le pouvoir d'achat des ménages progresser. Nous estimons que cela ne devrait pas changer à horizon de court terme.

Dans ces conditions, nous maintenons notre prévision de croissance de +1,9% pour cette année, avec un objectif de taux d'intérêt à 10 ans légèrement en-dessous des 2% à horizon 6-12 mois.



## Marchés émergents :

Du côté des marchés émergents, les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) semblent renouer avec la croissance, même si l'Inde présente certaines vulnérabilités, exacerbées par le rythme des réformes récentes.

### Focus Inde : des réformes ambitieuses

Le gouvernement Modi poursuit le rythme des réformes avec pour objectif, entre autres, la lutte contre la corruption et l'amélioration du climat des affaires. Certaines réformes, même si elles fragilisent l'économie à court terme, marquent un véritable progrès. Trois réformes clés sont à souligner :

- La démonétisation « surprise » en novembre 2016 des plus grosses coupures (500 et 1000 roupies). Cette réforme assez « agressive » a porté un sérieux coup de frein à la consommation des ménages.

- Longtemps débattue, la réforme du système fiscal a enfin été mise en œuvre le 1<sup>er</sup> juillet 2017. Conçue au départ comme une TVA unique, la réforme correspond à 7 taux différents appliqués uniformément entre les différents Etats. La mise en place de la taxe sur les biens et services (GST) a soulevé beaucoup d'incertitudes pour les entreprises qui ont eu recours à un large mouvement de déstockage. Au final, la production industrielle a marqué une forte chute au mois de juillet et le rebond du mois de septembre reste insuffisant pour marquer la reprise de l'activité.

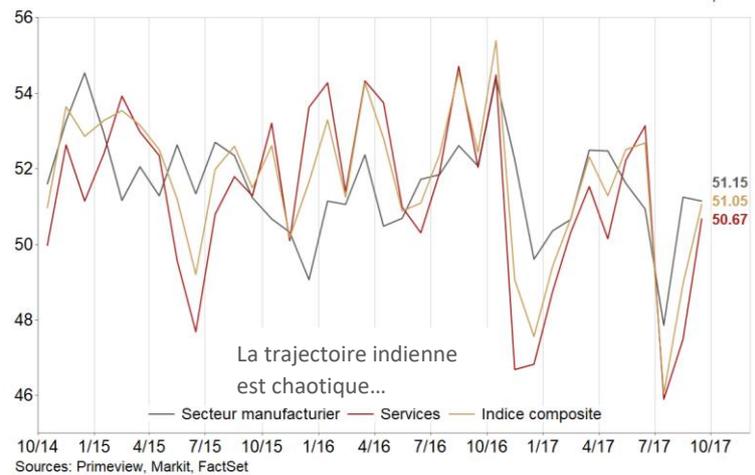
- Une ordonnance sur les créances douteuses du mois de mai 2017, donne un rôle accru à la Banque Centrale indienne dans le processus de restructuration des créances douteuses.

Afin de donner un coup de pouce à l'activité, la Banque Centrale indienne a baissé ses taux directeurs à 6% au mois de juin mais sa marge de manœuvre demeure limitée, dans un contexte où les chiffres de l'inflation du mois d'août se rapprochent de l'objectif cible de 4%.

Malgré le caractère ambitieux des réformes, nous abaissons nos prévisions de croissance à +6,6% car, d'un point de vu conjoncturel, la mise en place de la GST a fortement perturbé l'activité des entreprises et, d'un point de vue structurel, nous pensons que le rythme de l'investissement est encore trop faible pour tendre vers le potentiel de croissance.

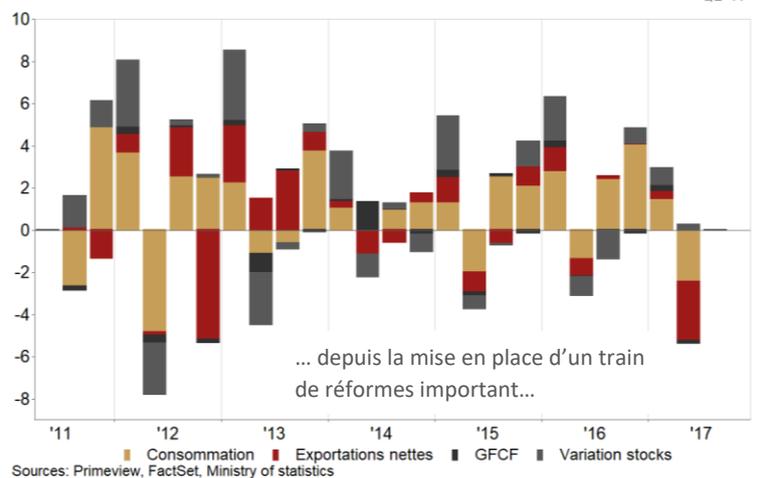
Indice PMI en Inde

Sep-17



Contributions à la croissance trimestrielle du PIB Inde

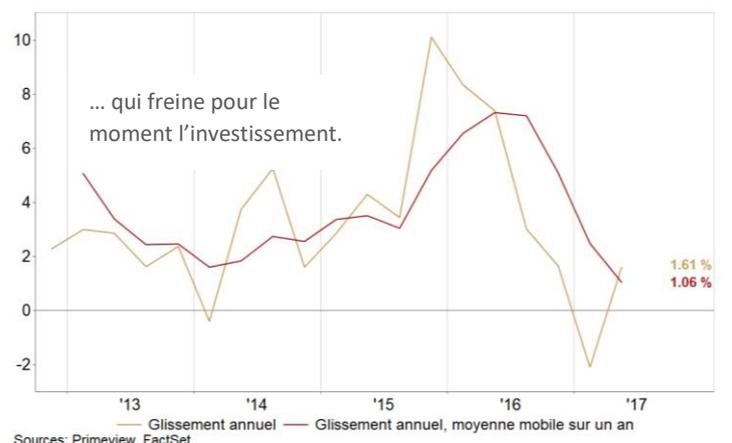
Q2-17



Formation brute de capital fixe en Inde

Prix constants

Q2-17



Points de vigilance pour le trimestre à venir :

- ✓ Zone euro > L'évolution des évènements en Catalogne et ses possibles répercussions sur l'économie espagnole.
- ✓ Zone euro > Les futures orientations de la politique monétaire de la BCE.
- ✓ Etats-Unis > La politique monétaire poursuivie par la Fed qui remontera très certainement ses taux directeurs lors de la réunion du FOMC du 13 décembre 2017.
- ✓ Inde > L'évolution de l'investissement, pris dans un cercle vicieux entre la frilosité des banques à accorder des crédits et le ralentissement de l'activité économique.

## Perspectives financières : les actions européennes devraient poursuivre leur hausse

Le contexte reste idéal pour les actifs financiers européens. Aux bons résultats macroéconomiques du Vieux continent s'ajoutent des résultats d'entreprises (microéconomie) de bonne facture et le maintien d'une politique monétaire toujours aussi accommodante. Ainsi, après la respiration nécessaire et anticipée de cet été (cf. nos perspectives et nos Allocations mensuelles), les indices actions européens n'ont eu aucun mal à progresser de +6,0% depuis fin août.

L'environnement devant rester porteur pour les actions européens (Bull Market) d'ici la fin de l'année, les principaux indices pourraient en profiter pour atteindre leurs précédents sommets de 2000 et 2007 dans les mois à venir, notamment grâce au soutien inconditionnel de la Banque Centrale Européenne qui devrait, au regard des dires de son président Mario Draghi, manœuvrer sa politique monétaire avec « persistance, patience et prudence ». Notons d'ailleurs que les inquiétudes nées des troubles politiques en Espagne donnent encore plus de gages quant au maintien du caractère très accommodant de la politique monétaire en Europe, la BCE étant soucieuse de ne pas ajouter de l'huile sur le feu.

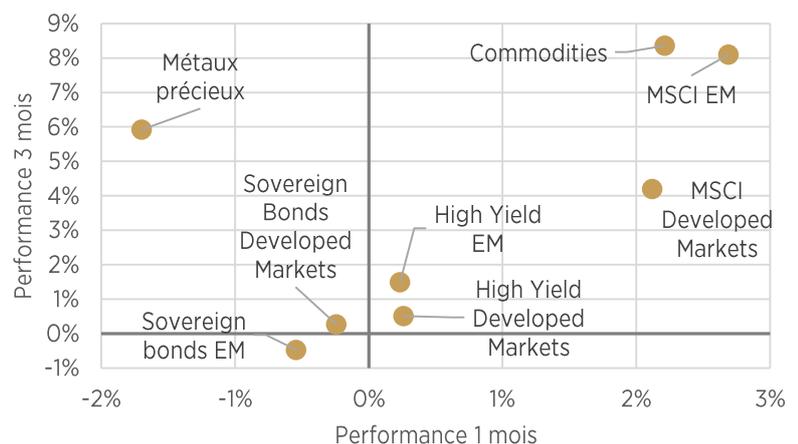
Nous restons plus prudents sur les marchés actions américains. Le S&P 500 n'a pas connu de respiration notable depuis maintenant plus de 240 jours ouverts, ce qui fait rentrer ce segment de hausse dans le top 10 des progressions les plus longues sans connaître de correction d'au moins -5% depuis ... 1928.

Au niveau des marchés obligataires, la mise en place par la Fed d'une réduction de son bilan a poussé les taux américains très légèrement vers le haut, permettant au taux d'intérêt à 10 ans d'atteindre près de 2,4% début octobre alors qu'ils se rapprochaient des 2,0% début septembre. Comme en juillet dernier, nous considérons ce niveau trop élevé et estimons la période actuelle idéale pour se repositionner sur l'obligataire américain.

	Performance 1 mois	Performance YTD
<b>Actions</b>		
CAC 40	2,9%	10,3%
SBF 120	2,8%	11,7%
Euro STOXX	2,5%	11,6%
Euro STOXX Small	2,5%	19,6%
STOXX 600	2,8%	8,3%
Germany DAX	3,9%	13,3%
FTSE 100	4,3%	5,4%
S&P 500	2,3%	14,2%
Japan Nikkei 225	6,8%	11,2%
NASDAQ	2,7%	23,1%
MSCI The World Index (Pays développés)	2,7%	12,5%
MSCI EM (Pays émergents)	3,3%	26,4%
<b>Matières premières</b>		
Or	-1,6%	13,0%
Métaux précieux (Bloomberg Precious Metals S	-1,7%	12,0%
Pétrole (WTI)	3,9%	-3,5%
<b>Obligataire</b>		
Souverain - Pays émergents	-0,5%	-1,3%
Corporate - Pays émergents	-0,1%	2,7%
Souverain - Pays développés	-0,2%	-0,6%
High Yield - Pays développés	0,3%	2,4%
Souverain - France	0,7%	-1,2%
Souverain - Allemagne	0,2%	-1,9%
Souverain - Espagne	-0,1%	-1,8%
Souverain - Italie	0,2%	-2,2%
Souverain - Etats-Unis	-0,5%	0,4%

Données à jour au 17 octobre 2017

Performance 1M vs 3M des différentes classes d'actifs - Monde



## Allocation d'actifs

Sur les marchés actions, nous nous attendons à une hausse des marchés européens et japonais au vue des bons résultats macroéconomiques, microéconomiques et de la politique monétaire accommodante de la BCE et de la BOJ. Toutefois, nous restons négatifs sur les Etats-Unis, les actions du pays de l'oncle Sam intégrant déjà de nombreuses bonnes nouvelles (leur niveau de valorisation traduit un marché relativement cher) et la politique monétaire américaine étant plus incertaine. Aux niveaux sectoriel et thématique, nous recommandons : (1) une sous-pondération tactique des valeurs financières et bancaires outre-Atlantique et (2) une surpondération des valeurs cycliques en Europe (automobile, industrie, etc.)

Du côté des obligations, nos anticipations de croissance et d'inflation, légèrement moins optimistes que le consensus, militent pour un repli des taux souverains dans les mois qui viennent. Dans ces conditions, les niveaux actuels semblent être un bon point d'entrée sur l'obligataire souverain aux Etats-Unis, au contraire de la zone euro où les taux nous paraissent proches de leur prix d'équilibre. Concernant l'obligataire d'entreprises, nous recommandons la neutralité sur les entreprises faiblement notées (High yield), de même que sur les entreprises bien notées (Investment Grade), et restons prudents sur l'obligataire corporate des pays émergents.

Les prix du pétrole, qui ont grimpé cet été suite aux ouragans qui ont frappé les Etats-Unis, restent pour le moment enfermés dans un tunnel compris entre 40 et 60 dollars le baril. Plusieurs facteurs plaident pour que ces prix ne revoient pas les 40\$ le baril de sitôt, avec en premier lieu la réduction des stocks des pays de l'OPEP, ainsi que la limitation de leurs exportations qui est pour le moment respectée par les pays producteurs. D'autre part, les annonces de Donald Trump au sujet de l'Iran pourraient également jouer le rôle de soutien des prix dans les mois qui viennent.

Après avoir surpondéré les métaux précieux durant l'été, nous sommes désormais neutres vis-à-vis de cette classe d'actifs qui devrait osciller autour des niveaux actuels dans les mois qui viennent.

Allocation d'actifs globale – Octobre 2017

		Très défavorable	Défavorable	Neutre	Favorable	Très favorable
<b>Actions</b>	Etats-Unis	--	-	=	+	++
	Europe	--	-	=	+	++
	Japon	--	-	=	+	++
	Emergents	--	-	=	+	++
<b>Obligations d'entreprises</b>	Etats-Unis	--	-	=	+	++
	Europe	--	-	=	+	++
	Japon	--	-	=	+	++
	Emergents	--	-	=	+	++
<b>Obligations souveraines</b>	Etats-Unis	--	-	=	+	++
	Europe	--	-	=	+	++
	Japon	--	-	=	+	++
	Emergents	--	-	=	+	++
<b>Autre</b>	Matières premières	--	-	=	+	++
	Immobilier	--	-	=	+	++
	Monétaire	--	-	=	+	++

 Allocation à aujourd'hui  Allocation du trimestre précédent, si différente

*Cette publication est exclusivement réservée à la clientèle de RHETORES FINANCE. Elle ne constitue en aucun cas un conseil d'achat ou de vente. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Il n'existe pas d'actif garanti.*