

NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - NOVEMBRE 2016

LA MAIN CHAUDE

Bien connu des parieurs ou des sportifs de haut niveau, le phénomène dit de « la main chaude » est une phase variable de chance insolente pendant laquelle tout semble nous réussir. Transposé à la finance ce phénomène permettrait à un gérant d'enchaîner les bonnes décisions d'investissement sans jamais se tromper. Dès lors la tentation est forte de trouver ces rois de la chance, ces maîtres du destin, capables quelles que soient les configurations de marché de générer une forte surperformance de ses portefeuilles. Mais aussi séduisante que soit cette théorie, elle se heurte à deux barrières presque infranchissables. La première est temporelle, car la « main » finit toujours par se refroidir, entraînant une période plus ou moins longue de disette dont le contraste est d'autant plus violent que la main fut chaude longtemps. La seconde est statistique car malheureusement la théorie de la main chaude n'a pas survécu à l'épreuve du réel, bien au contraire. L'ensemble des études réalisées montrent que le phénomène est purement illusoire dépendant d'un biais cognitif nous poussant à nous souvenir plus facilement des choses positives que des éléments négatifs. C'est pourquoi, en dépit de mois parfois difficiles, nous maintenons notre approche en multi-scénarios probabilisés, seule approche capable, lorsque notre imagination ne nous fait pas défaut, d'assurer un bon comportement de nos portefeuilles même dans les phases les plus extrêmes de marché.

Pour la fin de l'année, nous anticipons trois scénarios de marché. Notre scénario central (75%) de « croissance mondiale médiocre » anticipe le maintien de la croissance en deçà de 3% pour l'année 2016. Dans ce scénario, le potentiel de rebond des marchés actions est faible et les taux devraient se tendre doucement. A la veille d'une élection qui pourrait être capitale les « risques politiques aux Etats-unis » sont la base de notre deuxième scénario (15%). Les marchés, toujours fébriles, pourraient être effrayés dans un premier temps par l'élection du candidat républicain et le durcissement prévisible des relations internationales qui en découlerait. Enfin notre troisième et dernier scénario (10%) est basé sur le ralentissement possible des achats d'actifs par la BCE. Ce « tapering » prématuré du vieux continent pourrait avoir des conséquences divergentes en fonction des zones. Les taux remonteraient de façon assez marquée, les marchés actions oscilleraient entre -2,5% et +5% en fonction des zones.

Pour plus d'information, contactez :

client.servicing@cpr-am.com
www.cpr-am.com | @CPR_AM



INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE

Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF. Les commentaires et analyses expriment la stratégie globale de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Son application est adaptée à chaque portefeuille afin d'optimiser les contraintes de gestion qui lui sont spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations données dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une valeur contractuelle. Ces informations ne constituent ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un conseil en investissement et sont susceptibles de modifications sans avis préalable. CPR AM décline toute responsabilité en cas de pertes directes ou indirectes causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

ROYAUME-UNI



43 milliards d'euros
le coût du Brexit pour le secteur
financier britannique s'il perdait
l'accès au marché unique

Source : Source Cabinet Olivier Wyman

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

90%

TAUX

SOURS EXPO 85 90 95 100 105 110 115 SUR EXPO

100%

ACTIONS

SOURS EXPO 85 90 95 100 105 110 115 SUR EXPO

DANS CE NUMÉRO

GESTION TAUX

**EST-IL ENCORE TEMPS D'ACHETER DES BREAK-EVEN
INFLATION POUR SE PROTÉGER DE LA HAUSSE DE
L'INFLATION ?**

Christophe Dehondt - Gérant Taux & Inflation
Valérie Quesada - Gérante Taux & Inflation

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

AU-DELÀ DE LA RUMEUR, OÙ VA LA BCE ?

Thomas Page-Lecuyer
Stratège

UN ÉLÉPHANT ÇA TRUMP ÉNORMÉMENT

Philippe Weber
Co-responsable des études et de la stratégie

PROCHAINS RENDEZ-VOUS

6 & 8
DEC
2016

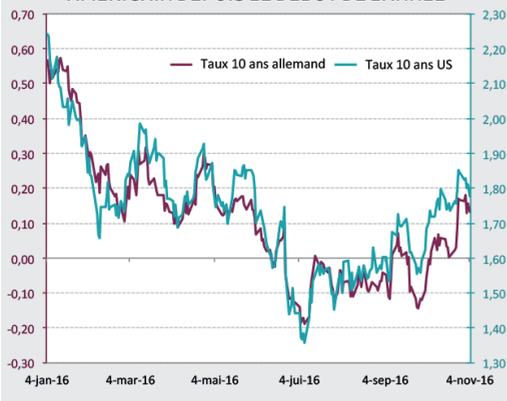
PETITS DEJEUNERS INVESTISSEURS
PERSPECTIVES ET ALLOCATIONS 2017 :
EST-CE LE MOMENT DE RÉINVESTIR
SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS ?

INDICATEURS CLÉS

LA REMONTÉE DES TAUX LONGS, PHÉNOMÈNE DURABLE OU PASSAGER ?

Le vent semble tourner sur les politiques de « quantitative easing » ces derniers mois, chronologiquement avec la BOJ, la BOE, la BCE et enfin la Fed. La BOJ a ouvert le bal en ajustant sa politique monétaire sur un objectif de taux 10 ans, voulant laisser « filer » les maturités supérieures et repentir la courbe des taux. Cet objectif devrait être rempli en achetant moins sur les marchés qu'elle ne le faisait auparavant, créant un « tapering » implicite. La BOE vient juste de changer son fusil d'épaule, après avoir assoupli début août, et après avoir été vivement critiquée par Theresa May pour la politique monétaire menée ces dernières années, celle-ci se retrouve aujourd'hui avec des perspectives d'inflation supérieures à son objectif dans les prochains mois, en annonçant une tolérance très limitée à cette nouvelle situation. Pour la BCE, plusieurs rumeurs de « tapering » prochain sont sorties en octobre, sans que Mario Draghi ne puisse éteindre l'incendie jusqu'à présent : même si les perspectives d'inflation en zone euro restent encore basses, le ver est dans le fruit. Enfin, la Fed vient d'avoir sa réunion du FOMC avec un communiqué associé qui se rapproche d'une hausse de 25 points de base en décembre, ceteris paribus. Ce changement de perception envers les banques centrales, notamment la BCE, fait remonter l'ensemble des taux de rendement dans un mouvement de pentification des courbes, ce qui, hors choc exogène, devrait se poursuivre dans les prochains mois, notamment en zone euro compte tenu du niveau de rendement très bas.

ÉVOLUTION DES TAUX 10 ANS ALLEMAND ET AMÉRICAIN DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



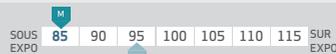
Source: Bloomberg

TAUX ÉTATS-UNIS

UNE ANXIÉTÉ ÉVIDENTE

Outre Atlantique, on a assisté à une appréciation du dollar soutenue par les anticipations d'une hausse des taux directeurs prévue en décembre. Cette probabilité d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire est aujourd'hui de 75%. Une victoire de Trump aux élections présidentielles le 8 novembre prochain pourrait néanmoins selon certains amener la banque centrale à revoir sa position. Sur la période le taux 10 ans américain progresse de 23 bps à 1,82% sur fond d'un rebond à venir du taux d'inflation avec une remontée du point mort d'inflation à 1,75%.

85%

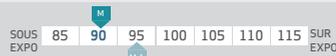
TAUX
US

TAUX EURO

TENSION SUR LES TAUX LONGS

La nouvelle réunion de la banque centrale n'a rien apporté de nouveau, le constat restant toujours le même. Un soutien aussi longtemps que nécessaire de l'institution pour soutenir l'activité. Pour autant, les rumeurs persistantes sur une sortie progressive de la politique ultra accommodante ont néanmoins été minimisées par Mario Draghi. Malgré ce démenti, ces dernières ont dopé les taux d'emprunt et rendu les marchés obligataires nerveux. Sur le mois le taux 10 ans allemand finit en hausse de 27 bps à 0,16% repassant en territoire positif pour la première fois depuis juin dernier. Les taux d'emprunt périphériques italiens et espagnols subissent le même sort en finissant le mois en hausse de 48 bps et de 31 bps respectivement à 1,66% et 1,19%.

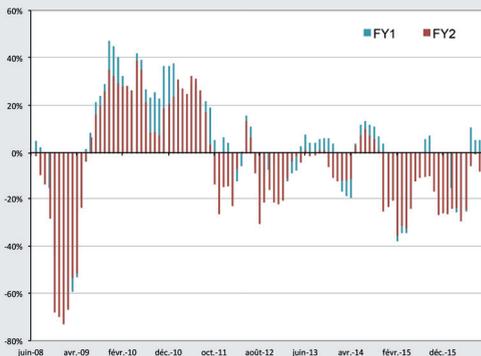
90%

TAUX
EURO

ANALYSE À SUIVRE

POINT SUR LA SAISON DES RÉSULTATS

Dans une ambiance tendue pour des raisons d'élections américaines et de référendum italien, les entreprises publient leurs résultats pour le troisième trimestre 2016. Les attentes ayant été ajustées à la baisse depuis cet été, les publications sont meilleures qu'attendus... mais on est quand même sur des niveaux bas en termes de croissance de bénéfiques : 0% aux Etats-Unis et négatif en Europe pour 2016. Dans ce cadre, l'amélioration de la dynamique de révision des bénéfiques sur les derniers semaines est de bonne augure pour la suite, avec les trois prochains trimestres qui s'annoncent très bons aux Etats-Unis et bons en Europe. Au Japon cela dépendra de la parité yen/dollar, dans les pays émergents on est sur une progression à deux chiffres pour 2016 et 2017. Pour l'instant, 2/3 des entreprises américaines ont publié : 75% ont battu les attentes, 7% sont conformes et 18% en dessous. La croissance est pour l'instant de +1,6% pour le trimestre (+4,8% hors énergie) contre -2,7% pour le second. Les secteurs les mieux orientés sont les financières (+12%), les services publics (+9%) et la pharmacie (+8%). Les secteurs à la traîne sont le pétrole (-65%), les valeurs industrielles (-4%) et les télécoms (-1%). En Europe, 175 entreprises de l'Eurostoxx 600 ont publié : 51% mieux qu'attendu, 33% moins bien en termes de bénéfiques. Soit un peu moins de surprises positives et négatives qu'aux deux premiers trimestres. Les bonnes surprises concernent principalement les secteurs des financières, de la pharmacie et des télécoms. Les déceptions viennent surtout des valeurs industrielles, de la consommation et des matériaux de base.

DYNAMIQUE DE RÉVISION DES BÉNÉFICES
DANS LA ZONE US

Source: FacSet

ACTIONS ÉTATS-UNIS

LA CAMPAGNE PRÉSIDENTIELLE BAT SON PLEIN

La croissance économique du 3^{ème} trimestre est ressortie supérieure aux premières estimations à 2,9% au plus haut depuis 2 ans. On remarque que les consommateurs ont été plus prudents alors que les investissements des entreprises ont repris et que les stocks ont fini par rebondir. Sur le plan microéconomique les résultats des entreprises sont ressortis supérieurs aux attentes. La campagne présidentielle pèse un peu sur le moral des investisseurs et ne favorise pas la prise de risque. Sur le mois, le S&P progresse de 0,65% avec une appréciation de plus de 2% du dollar face à l'euro à 1,098.

90%

ACTIONS
US

ACTIONS EURO

AMÉLIORATION DU CLIMAT ÉCONOMIQUE

En zone euro le mois se termine dans le vert porté par le discours rassurant du président de la BCE ainsi que par les résultats encourageants des entreprises pour le troisième trimestre. Au niveau macroéconomique des signes positifs concernant le rebond de la production manufacturière augurent d'une croissance économique toujours bien orientée soutenue par la consommation domestique principalement. De plus la conjoncture allemande semble donner des signes de confiance. Sur le mois, l'Eurostoxx progresse de 1,87%.

1.05%

ACTIONS
EUROPE

ACTIONS ASIE

CHAUD ET FROID SUR L'ÉCONOMIE CHINOISE

Les indicateurs en provenance de Chine ont soufflé le chaud et le froid. Les chiffres du commerce extérieur ont alarmé avec une baisse des exportations de plus de 10% sur le mois tandis que les prix à la production qui progressent pour la première fois depuis cinq ans éloignent le spectre de la déflation. Au Japon la révision à la hausse de la croissance du second trimestre a bien aidé le marché qui a bénéficié également de la baisse du yen. Le Topix progresse de 4,05% sur le mois alors que le MSCI AC Asie-Pacifique ex Japon finit en hausse de 0,81%.

1.05%

ACTIONS
ASIE

LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN OCTOBRE 2016

RAPPEL À FIN SEPTEMBRE 2016

1 > 75% 2 > 25%

75% SCÉNARIO CENTRAL : LA CROISSANCE MONDIALE RESTE MÉDIOCRE

Aux États-Unis, l'amélioration du marché du travail se poursuit, les perspectives de retour de l'inflation vers 2% se confirment, ouvrant la voie à un relèvement des taux des fonds fédéraux. La croissance en zone euro reste molle. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Légère remontée des taux longs aux États-Unis (1,85%), au Japon (0%) et en zone euro (0,05%). Hausse des bourses : 5% au Japon et en zone euro et 2,5% dans les pays émergents asiatiques et sud-américains. Stabilité aux États-Unis. Stabilité de l'euro à 1,09.



15% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : RISQUES POLITIQUES AUX ÉTATS-UNIS

Donald Trump pourrait être élu en novembre prochain lors des élections présidentielles. Les marchés financiers réagiraient inmanquablement à la nouvelle. Maintien des taux aux États-Unis (0,5%), au Japon (0%) et en zone euro (0%). Baisse des taux longs aux États-Unis (1,55%) et en zone euro (-0,13%). Stabilité au Japon (-0,05%). Baisse des actions avec -7,5% aux États-Unis, en zone euro et dans les pays émergents asiatiques, -5% au Japon et -10% dans les pays émergents d'Amérique du Sud. Baisse du dollar à 1,15.



10% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : LES MARCHÉS S'INQUIÈTENT D'UN RALENTISSEMENT DES ACHATS D'ACTIFS DE LA BCE

Inquiétude des marchés suite à une possible réduction du programme de rachat d'actifs par la BCE. Remontée des taux directeurs aux États-Unis (0,75%), maintien au Japon (0%) et en zone euro (0%). Remontée des taux longs aux États-Unis (1,93%) et en zone euro (0,35%). Très légère remontée au Japon (0%). Les bourses réagissent différemment selon les zones : stabilité aux États-Unis (0%), hausse au Japon (5%), baisse en zone euro (-5%) et dans les pays émergents asiatiques (-2,5%) et sud-américains (-2,5%). Baisse du dollar à 1,15.



PERFORMANCES AU 25.10.2016

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

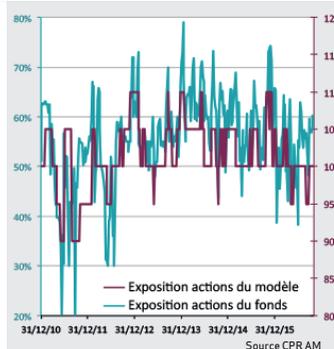
	Depuis le 31.12.15			Niveau au 25.10.16	
	sur 1 an	sur 5 ans			
États-Unis	0,42 %	1,50 %	0,50 %	Taux directeur	
	6,17 %	17,91 %	1,76 %	Taux 10 ans	
	14,49 %	42,57 %	366	High Yield US	
	-0,03 %	-22,11 %	1,09	Euro/¥	
	4,85 %	74,38 %	2 143	SP 500	
Europe	0,01 %	1,94 %	0,00 %	Taux directeur	
	7,35 %	35,66 %	-0,05 %	Taux 10 ans	
	5,43 %	62,67 %	345	High Yield Europe	
	-5,51 %	31,72 %	3 087	DJ EuroStoxx 50	
Japon	-8,77 %	98,18 %	17 365	Nikkei 225	

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 75 % de proba.	ALTERNATIF 1 15 % de proba.	ALTERNATIF 2 10 % de proba.
	0,75 % ▲	0,50 % ►	0,75 % ▲
	1,85 % ▼	1,55 % ▼	1,93 % ▲
	345 ▼	430 ▼	470 ▲
	1,09 ►	1,15 ►	1,15 ▲
	0,00 % ►	-7,50 % ▼	0,00 % ►
	0,00 % ►	0,00 % ►	0,00 % ►
	0,05 % ▼	-0,13 % ▼	0,35 % ▲
	330 ▼	390 ▼	420 ▲
	5,00 % ▲	-7,50 % ▼	-5,00 % ▼
	5,00 % ▲	-5,00 % ▼	5,00 % ▲

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Un mois d'octobre positif pour la classe d'actifs actions avec une progression du MSCI world de 0,56%. C'est une nouvelle fois, les actions émergentes qui tirent leur épingle du jeu et notamment l'Amérique latine. Les marchés de la zone euro ont progressé de 1,3% porté par le rebond des secteurs décotés avec en première ligne le rebond du secteur bancaire. Le principal événement du mois réside néanmoins dans la hausse marquée de la plupart des taux des emprunts d'Etat. De meilleures statistiques économiques, un rebond du point mort d'inflation et des rumeurs persistantes sur la fin programmée des politiques monétaires accommodantes expliquent cette tension sur les taux longs. Les taux d'emprunt d'Etat progressent de plus de 20 bps en moyenne sur le mois et même de 38 bps sur le 10 ans italien fragilisé par l'issue du référendum du 4 décembre prochain. En termes d'allocation la sensibilité du portefeuille est à son plus bas de l'année autour de 0,6. Nous maintenons nos positions sur la dette émergente et sur le High Yield. Nous avons accru nos positions sur les stratégies de point mort inflation à la fois US et Europe. Sur les actions, nous avons réduit notre exposition aux États-Unis, au profit des actions de la zone euro. Nous avons maintenu notre exposition de 8% aux actions émergentes. Le début de mois risque néanmoins, d'être anxiogène avec l'incertitude planant sur le résultat de l'élection présidentielle américaine.



INFLATION

EST-IL ENCORE TEMPS D'ACHETER
DES BREAK-EVEN INFLATION POUR
SE PROTÉGER DE LA HAUSSE DE
L'INFLATION ?Christophe
DehondtGérant Taux et
InflationValérie
QuesadaGérante Taux
et InflationOUI, LA PÉRIODE EST PROPICE ET LES SIGNAUX SONT
ENCORE POSITIFS POUR SE POSITIONNER SUR CETTE
CLASSE D'ACTIFS POUR PLUSIEURS RAISONS

Les fondamentaux économiques sont bien orientés en Europe et aux Etats-Unis, et les politiques monétaires demeurent encore très accommodantes.

L'inflation a déjà commencé à remonter en tendance aux Etats-Unis et en Europe, et les perspectives prévoient une poursuite du mouvement dans les prochains mois. Alors que l'inflation américaine stagnait à 0% en 2015, celle-ci a progressé récemment à un niveau de 1,5%, et devrait encore augmenter pour atteindre un niveau proche de 2,5% dès le début de l'année 2017. Le profil est semblable en Europe, où l'inflation stagnait à 0% en 2015, pour atteindre un niveau de 0,5% actuellement, et devrait encore progresser vers 1,0%/1,5% début 2017. Cette progression s'explique par l'évolution du prix du pétrole, actuellement sur un niveau de 45\$ le baril, facteur de baisse de l'inflation en 2015/début 2016, qui va contribuer mécaniquement à la hausse des indices d'inflation dans les prochains mois. A ces éléments s'ajoutent l'hésitation de la Réserve fédérale américaine et la politique monétaire menée par la BCE en zone euro, favorisant le développement de l'inflation dans ces 2 zones, mais surtout aux Etats-Unis alors même que le taux de chômage baisse et que les salaires remontent.

De plus, des facteurs techniques sont encore positifs pour
la classe d'actifs.

Les valorisations des break-even en Europe et aux Etats-Unis, même après le récent rebond, restent attractives. Aujourd'hui, les anticipations d'inflation à 10 ans sur ces zones sont respectivement à 1,0% et 1,7%, et devraient encore progresser vers des niveaux respectifs de 1,30% et 2,2%. Ce rebond des anticipations d'inflation devrait profiter, à l'approche de la fin d'année, de l'effet rareté de la classe d'actifs du fait de la baisse des montants d'émissions sur les indexées inflation en décembre, alors que les indices

d'inflation continueront de progresser. Enfin, les portages inflation positifs sur la fin 2016 et début 2017 continueront de soutenir les titres indexés sur l'inflation.

Enfin, les scénarios de marchés demeurent favorables à
une reprise de l'inflation

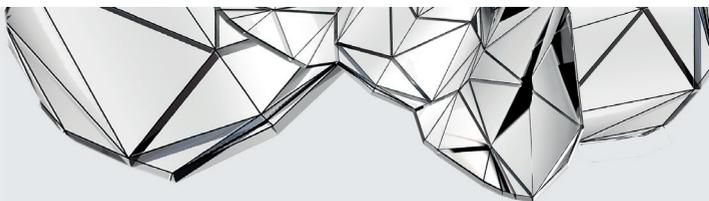
Les anticipations d'inflation ont encore un potentiel de hausse dans un contexte de croissance mondiale modeste où les banques centrales poursuivent leur politiques monétaires de relance économique. Ces anticipations d'inflation ont d'autant plus de valeur avec la récente élection de Donald Trump, où l'inflation américaine devrait être plus forte dans les années à venir. Enfin, dans un environnement de taux bas, les positions de break-even inflation apparaissent être une bonne alternative à un short sur les taux nominaux.

Evolution des BE US depuis 2010



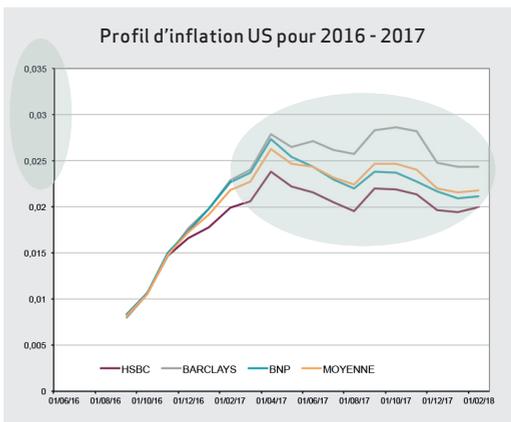
Source : Bloomberg

Pour bénéficier de ce rebond de l'inflation, CPR Focus Inflation est un fonds positionné sur les anticipations d'inflation de la zone euro et aux Etats-Unis, en s'affranchissant du risque de taux. Dans les prochains



(SUITE)

mois, l'inflation américaine devrait progresser fortement de 1,5% à 2,5% d'ici le début de l'année 2017, ce qui devrait entraîner une hausse des break-even inflation US de 30 à 50 points de base pour atteindre un niveau de 2,0%/2,20%, dans un premier temps. Cette hausse des anticipations d'inflation aux Etats-Unis devrait entraîner les *break-even* euro vers des niveaux de 1,20% / 1,30%, dans un contexte de hausse de l'inflation européenne. C'est pourquoi CPR Focus Inflation a une sur-exposition globale sur les anticipations d'inflation, avec une sur-exposition à 75% sur les US contre 50% pour son indice, et une position neutre sur les anticipations d'inflation en zone euro. Ces positions à la hausse des anticipations d'inflation devraient permettre à CPR Focus Inflation d'afficher des performances positives dans un contexte de remontée des taux d'intérêt.



Source : Bloomberg

CPR FOCUS INFLATION - PROFIL DE RISQUE*

Risque de perte en capital : oui | Risque de contrepartie : oui |

Risque de taux et de crédit : oui | Risque de change : oui |

Échelle de risque selon DICI** : 3 / 7 |

Durée minimum de placement recommandée : 3 ans

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

* Ces informations doivent être complétées par le prospectus disponible sur le site cpr-am.fr ou sur simple demande auprès de CPR AM. ** Le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur) comporte les informations essentielles sur l'OPCVM, et doit être remis à l'investisseur avant toute souscription.

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

AU-DELÀ DE LA RUMEUR, OÙ VA LA BCE ?



**Thomas Page-
Lecuyer**

Stratège

POURQUOI, DEPUIS PRÈS D'UN MOIS, LE SUJET D'UN ÉVENTUEL « TAPERING » DE LA BCE EST-IL ABORDÉ PAR LES MARCHÉS ?

Le mot « tapering » a été lâché début octobre : il s'agissait d'une rumeur relayée par Bloomberg News évoquant une possible diminution progressive, à raison de 10 mds€ par mois (à partir de 80 mds€ aujourd'hui), des rachats d'actifs par la BCE. On a parlé de « fuite » de membres de la banque centrale, rumeur immédiatement démentie. Mais le Financial Times rapporte que ce sujet n'a pas été évoqué par la BCE. Cette rumeur, et plus encore la réaction des marchés, sont curieuses, alors qu'on parlait encore plutôt de nouveaux assouplissements au début de septembre.

CETTE RUMEUR VOUS SEMBLE-T-ELLE PERTINENTE ?

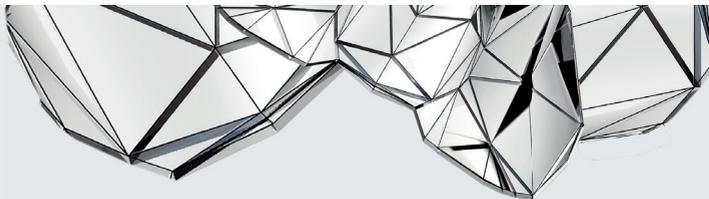
Pas vraiment. Certes, l'économie va un peu mieux au vu des derniers indicateurs, et les effets du Brexit semblent revus à la baisse, ou en tout cas reportés. De là à parler de « tapering », c'est un peu précipité. Pour mémoire, les dernières prévisions de la BCE elle-même font état d'une hausse des prix de seulement +0,2% cette année, +1,2% en 2017 et +1,6% en 2018, alors que l'objectif est d'être proche de 2%. Il y a encore deux semaines, le président de la BCE appelait que « les achats de 80 milliards par mois étaient prévus pour durer jusqu'à la fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire, et en tout cas, jusqu'à ce que soit observé un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation cohérent avec l'objectif », affirmation qui renforce notre conviction d'une prolongation du programme jusqu'à l'automne 2017. Alors bien sûr, on peut anticiper un « tapering » un an à l'avance, avant même que les effets de la politique actuelle ne se soient fait pleinement sentir, mais cela semble un peu tôt ; d'autant que certaines menaces persistent, qu'il s'agisse du Brexit ou de la santé des banques italiennes ou allemandes et que certains facteurs, comme les futures échéances électorales, risquent d'accroître la volatilité des marchés.

COMMENT EXPLIQUEZ-VOUS QUE, MALGRÉ CE DÉMENTI, L'IDÉE FASSE SON CHEMIN ET QUE LES MARCHÉS RÉAGISSENT AINSI, LE RENDEMENT DU « BUND » PROGRESSANT DE 27 PB EN L'ESPACE D'UN MOIS ?

La situation se redresse, les derniers indicateurs suggèrent une croissance du PIB de la zone de +1,6% pour 2016, un résultat supérieur aux attentes. En parallèle on observe un taux d'inflation en hausse de 0,5% en octobre, l'impact de la chute passée des prix de l'énergie diminuant progressivement : il n'en faut pas plus pour que l'idée de la « reflation » soit remise sur la table, ce qui explique en partie le rebond des rendements. Il est vrai que l'accélération est constante depuis mai dernier mais l'inflation sous-jacente, à 0,8%, ne progresse plus depuis cinq mois. De plus, le prix du baril de pétrole chute de plus de 13% depuis mi-octobre, baisse qui se transmettra à l'inflation. Malgré les apparences, l'inflation demeure très faible, et très éloignée de l'objectif.



Source Thomson Reuters Datastream



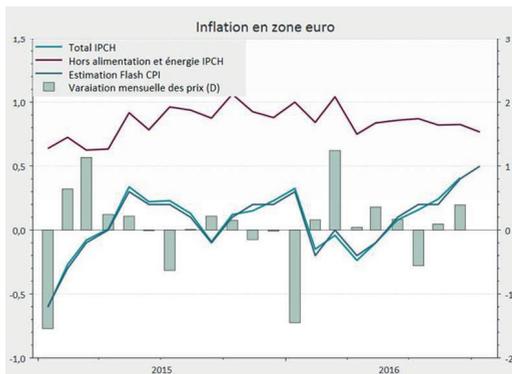
(SUITE)

PENSEZ-VOUS QUE LE SUJET SOIT DÉBATTU AU SEIN DE LA BANQUE CENTRALE ?

Pas à proprement parler, et en tout cas pas officiellement. « Nous n'avons pas discuté du tapering », a déclaré M. Draghi. Mais évidemment, comme il l'a aussi rappelé lors de sa dernière conférence de presse, ces politiques extraordinaires ne dureront pas éternellement, et une fin abrupte des achats de titres est improbable. Donc il y aura, un jour, une diminution progressive... Le plus probable est qu'une discussion ait eu lieu sur le montant des achats comparé au stock de titres encore disponibles ou déjà détenus. Pour certains pays, le ratio d'emprise de 33 % se rapproche. Comme l'a annoncé M. Draghi, des comités ad hoc travaillent à la mise en œuvre sans heurts du « QE » et sur les changements nécessaires, c'est donc plus probablement dans ce cadre qu'une baisse des montants a pu être évoquée.

A QUOI VOUS ATTENDEZ-VOUS DE LA PART DE LA BCE EN DÉCEMBRE ?

Deux sujets sont actuellement débattus à la BCE. Le premier est l'extension du programme d'achats, et là se pose la question de la durée, et donc du montant. Le second sujet dépend du premier, il s'agit de la flexibilité du programme, plus précisément de la façon de l'étendre au regard du stock de titres éligibles. Sur ce point, les débats doivent être animés car plusieurs solutions sont possibles, chacune pouvant avoir de forts effets sur les marchés. La BCE décidera-t-elle de changer la clé de répartition des achats par pays, par exemple en choisissant l'encours de dette éligible plutôt que la part dans le capital de la BCE ? ou décidera-t-elle d'augmenter le ratio d'emprise de 33 % à 50 % ? Pour le moment, nul ne le sait. Nous anticipons quant à nous une extension du programme de mars à septembre 2017, sans baisse immédiate des montants mensuels. Difficile en revanche d'anticiper le détail des modalités, compte tenu de la multiplicité des options.



CONJONCTURE
MACROÉCONOMIQUE

UN ÉLÉPHANT, ÇA TRUMP ÉNORMÉMENT



Philippe Weber

Co-responsable
des études et de la
stratégie

Déjouant la quasi-totalité des pronostics, Donald J. Trump a été élu président des Etats-Unis d'Amérique. Le Parti républicain garde le contrôle de la Chambre des Représentants et du Sénat. Cette élection pourrait être lourde de conséquences, le programme et la personnalité de M. Trump étant sensiblement différents de ceux des candidats républicains plus traditionnels.

En se limitant aux principaux aspects macroéconomiques ou ayant un impact assez direct sur l'économie du programme du candidat, les principales caractéristiques nous semblent en être les suivantes :

FISCALITÉ

- Baisse massive des impôts sur les ménages et les sociétés.
- Faire payer la défense et l'OTAN par les Alliés.

IMMIGRATION

- Expulsion en deux ans des 11,3 millions d'immigrés illégaux, soit 3,5 % de la population et 5,1 % de la population active.
- Limitation des arrivées d'immigrants, notamment venant de pays jugés suspects ou infiltrés.
- Construction d'un mur à la frontière du Mexique, aux frais du Mexique.

POLITIQUE COMMERCIALE

- Renégocier ou dénoncer l'ALENA (NAFTA) et le TPP.
- Imposer des droits de douane de 45 % à la Chine jusqu'à ce qu'elle laisse flotter sa monnaie.
- Imposer des droits de douane aux entreprises qui délocalisent au Mexique.

ÉNERGIE

- Déréglementer le pétrole, le charbon, l'eau, éventuellement dénoncer la COP21.

Si les mesures budgétaires nécessitent l'aval du Congrès, les mesures sur l'immigration ou les accords commerciaux peuvent être prises par « executive order » (ordonnances présidentielles sans confirmation parlementaire).

Les baisses d'impôts ne sont pas compensées par des baisses de dépenses, ce qui devrait aggraver considérablement le déficit.

Le rythme d'expulsion de « sans papiers » envisagé est inapplicable (ce serait plus de 15 000 expulsions par jour). Mais même en étalant la mesure sur toute la durée du mandat, cela fera une ponction sur la main d'œuvre qui réduira sensiblement la croissance et le potentiel de croissance.

D'un côté l'application de droits de douane élevés à deux des principaux partenaires commerciaux du pays renchérira les prix à la consommation ; il est probable, d'un autre côté, que ces mesures entraîneront des représailles commerciales : les entreprises exportatrices pourraient en souffrir.

Moody's a entrepris de chiffrer les conséquences économiques de ce programme, grâce à un modèle réputé voisin de celui de la Réserve fédérale. Ils ont retenu trois scénarios : l'application telle quelle du programme, au total assez improbable - les Républicains traditionnels seront réticents à accroître spectaculairement le déficit budgétaire ; un programme allégé, où le Congrès et présidence font chacun un pas ; et enfin un programme très édulcoré, où le Congrès reprend la main. Cela étant, M. Trump arrive en position de force, et le Congrès pourrait, au moins dans un premier temps, le suivre dans la plupart de ses propositions.

.../...

RÉSULTATS DES SIMULATIONS :

Scénario de base*	2016	2017	2018	2019	2020
PIB %	1,8	3	2,7	1,9	1,6
Chômage %	5	4,7	4,6	4,7	5
Inflation %	1,4	2,7	2,8	2,8	2,4
Déficit/PIB %	-3,5	-3,8	-4	-4,2	-4,2
S&P %	-4,6	1,3	0,4	0,6	8,5
Fed funds %	0,6	2	3,6	3,7	3,6
10y %	2,4	3,6	4	4	4

*législation actuelle

Trump tel quel	2016	2017	2018	2019	2020
PIB %	1,8	3,7	0,6	-1,5	0
Chômage %	5	3,5	3,7	5,7	6,8
Inflation %	1,4	3,9	5,4	4,2	3,3
Déficit/PIB %	-3,5	-6	-7,4	-9,4	-10,2
S&P %	-4,6	-13,8	-13,1	9	15,2
Fed funds %	0,6	4	6,3	5,7	4,5
10y %	2,4	5,6	8,6	7,9	7

Trump atténué	2016	2017	2018	2019	2020
PIB %	1,8	2,4	-0,6	-0,1	0,6
Chômage %	5	4,9	6,8	8,3	8,9
Inflation %	1,4	3,7	5,1	3,8	3,1
Déficit/PIB %	-3,5	-4,5	-6,3	-7,3	-7,7
S&P %	-4,6	-7,2	-2,2	4,5	9,2
Fed funds %	0,6	2,1	3,4	3,1	2,2
10y %	2,4	3,6	4	3,8	3,6

Compromis	2016	2017	2018	2019	2020
PIB %	1,8	2,8	0,8	1,8	2,2
Chômage %	5	4,8	5,7	5,9	5,4
Inflation %	1,4	3,6	4,3	0,9	3,3
Déficit/PIB %	-3,5	-4,1	-4,6	-4,3	-4,3
S&P %	-4,6	1,5	0,1	1,8	8,3
Fed funds %	0,6	2	4	2,9	1,8
10y %	2,4	3,6	4	4	4

Source Moody's

On voit que l'application quasi-intégrale du programme entraîne un choc sensible : la hausse du déficit et l'accélération de l'inflation obligent la banque centrale à relever nettement le taux directeur, ce qui plonge le pays dans la récession et fait fortement augmenter le chômage. Plus le programme serait dilué, plus l'effet sera modéré. Le déficit budgétaire devrait avoir, en revanche, un effet expansionniste de court terme, vite compensé par les effets négatifs qu'on vient d'évoquer.

Ces prévisions sont présentées dans les tableaux joints. Pour M. Trump en revanche, la croissance supplémentaire permise par les baisses d'impôts et la déréglementation de l'énergie permettra de financer la rénovation des infrastructures, et créer 25 millions d'emplois en dix ans (il n'y aura pas 25 millions de personnes disponibles à cet horizon, surtout avec les expulsions d'immigrés).

Dans le discours qu'il a tenu après l'annonce de sa victoire, M. Trump a tenu des propos relativement conciliants, adressant à Mme Clinton ses félicitations pour sa campagne et ses remerciements pour ces années passées au service de l'Etat. Il veut être le président de tous les Américains, et rénover les infrastructures (routes, ponts, tunnels, aéroports, hôpitaux, écoles...).

Il a nommé cité, remercié ou félicité un certain nombre de personnes, qui pourraient avoir un rôle dans le futur gouvernement ou au moins dans l'équipe de transition :

- Jeff Sessions, sénateur de l'Alabama, soutien dès le début,
- Rudolf Giuliani, ancien maire de NY City,
- Chris Christie, gouverneur du New Jersey, candidat aux primaires, rallié à DJ Trump,
- Kellyanne Conway, directrice de campagne,
- Ben Carson, chirurgien, candidat aux primaires (qui pense que les pyramides d'Egypte ne sont pas des tombes mais des silos construits par Joseph et ses frères),
- Le général Mike Flynn, membre du parti démocrate, conseiller de Trump pour les affaires de sécurité,
- Le général Kellogg, conseiller de Trump pour la politique étrangère,
- Hommage appuyé à Reince Priebus, président du Comité national républicain, dont on dit qu'il pourrait devenir directeur de cabinet.

M. Trump prendra ses fonctions le 20 janvier 2017.