

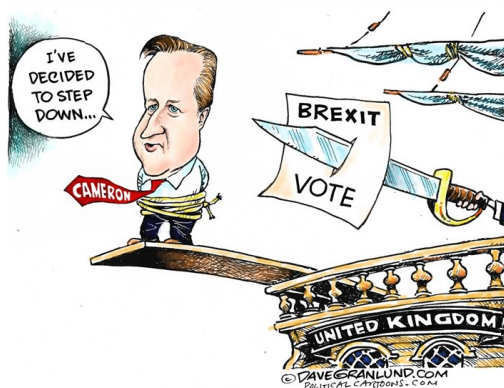
Janvier 2017

Editorial

Quelle année incroyable venons-nous de vivre !

2016 a en effet débuté par une accumulation de sur-réactions et un excès de pessimisme des opérateurs sur les six premières semaines de l'année. En effet, aux inquiétudes très exagérées sur la croissance chinoise, l'évolution du renminbi et la baisse des prix du pétrole, ayant alimenté en janvier la crainte d'un ralentissement mondial généralisé, ont succédé début février des interrogations sur un éventuel ralentissement économique aux Etats-Unis en dépit d'un marché immobilier toujours porteur et d'une consommation des ménages soutenue. Bilan : des indices européens en chute libre et un inquiétant -17.97% pour l'Eurostoxx50 au 11 février. A partir de la mi-février, l'horizon s'est éclairci et les opérateurs ont retrouvé un peu d'optimisme, avec des indicateurs macro-économiques mieux orientés aux Etats-Unis et un rebond marqué sur les prix du pétrole. En ce qui concerne le baril, les cours ont fortement rebondi vers les 40\$, portés par la baisse de la production du gaz de schiste américain et surtout la volonté des pays producteurs de parvenir à un plan de gel de la production. Autre facteur de hausse des marchés actions depuis la mi-février: le positionnement très accommodant des banques centrales. J. Yellen a tenu à réaffirmer qu'elle était la voix officielle de la FED avec un discours plutôt prudent, ne laissant entrevoir que deux hausses de taux en 2016, contre quatre quelques mois plus tôt. En Europe, les annonces de la BCE ont également soutenu le marché : abaissement des taux directeurs, volume des achats mensuels d'actifs augmenté de 20 milliards d'euros, actifs éligibles incluant désormais les dettes d'entreprises non-financières investment grade, quatre nouveaux TLTRO avec des conditions de refinancement avantageuses pour les banques augmentant leurs prêts aux entreprises et aux ménages. Tant et si bien que le 21 avril, l'Eurostoxx50 ne perdait plus « que » 3.54% depuis le 1er janvier. Mais c'était sans compter sur LA surprise de la fin de printemps, avec la victoire du camp du « Leave » qui à la stupéfaction générale est sorti majoritaire lors du référendum britannique du 23 juin dernier, avec 51.9% des suffrages en faveur d'une sortie de l'Europe. Quelques heures après les résultats, le Premier ministre David Cameron annonçait sa démission prochaine et son remplacement par un autre membre du Parti conservateur. Ce résultat inattendu a fait l'effet d'un uppercut sur les opérateurs

et a conduit l'Eurostoxx50 à dévisser de 11% en deux séances, conduisant l'indice européen à re-tester ses plus bas du mois de février tandis que sur le front des taux d'intérêts on assistait à l'accélération de la tendance baissière qui prévalait depuis le début de l'année. Le 10 ans américain, à 2.29% le 1er janvier s'est ainsi établi à 1.47% au 30 juin, retrouvant les zones extrêmes testées durant l'été 2012 grâce au phénomène de « flight to quality ». Même tendance sur les taux européens, avec un 10 ans allemand évoluant fin juin en territoire négatif à -0.12%, contre +0.55% en début d'année.



L'été, contre toute attente, fut plutôt tranquille, en dépit de ce coup dur pour l'Europe et des incertitudes politiques connexes. Après ces deux séances de chute libre, les bourses mondiales sont reparties vigoureusement à la hausse en juillet-août. Plusieurs raisons à cela : D'abord, le manque d'effets visibles immédiats au Royaume-Uni, le nouveau Premier Ministre Theresa May ayant affirmé qu'elle n'enclencherait pas la procédure de divorce avant quelques mois. La Banque d'Angleterre annonçait de surcroît un plan de soutien très ambitieux qui allait au-delà de ce qu'attendaient les marchés. Et si la livre sterling en a souffert, les actions britanniques ont pour leur part apprécié, progressant de plus de 7% sur juillet-août. Les opérateurs ont en outre fait abstraction d'un certain nombre de risques, ignorant la situation de blocage politique en Espagne ou le prochain référendum constitutionnel italien sur lequel Matteo Renzi a joué son avenir politique. Même l'état des banques transalpines, qui était pourtant un facteur de stress en début d'année, n'a pas focalisé plus que cela l'attention des marchés, qui ont pu se concentrer sur les publications de résultats des entreprises, globalement de bonne facture, et ce dans un en-

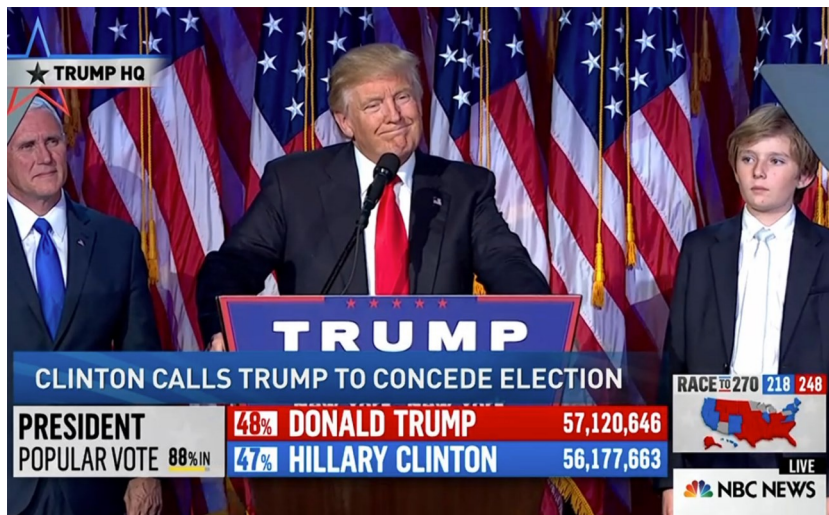
	2016	QTR%	Close 30/12/16
DOW JONES	13.42%	7.94%	19 762.60
S&P 500	9.54%	3.25%	2 238.83
FTSE 100	14.43%	3.53%	7 142.83
EUROST.50	0.70%	9.60%	3 290.52
CAC 40	4.86%	9.31%	452.33
FTSE MIB	-10.20%	17.28%	4 862.31
MSCI EM	8.58%	-4.56%	862.27
CRUDE OIL	45.03%	11.36%	53.82
GOLD	8.56%	-12.43%	1 172.18
EUR/USD			1.0531
EUR/CHF			1.0720
EUR/GBP			0.8535
EURIBOR 1M			-0.368%

vironnement de taux toujours très bas. L'indice Eurostoxx50 a ainsi repris 5.53% en juillet-août, pour consolider ensuite de -0.69% en septembre. Sur le front des pays émergents, l'heure était également à l'optimisme, l'indice MSCI Emerging Markets progressant de 8.32% sur le troisième trimestre. Les craintes d'un fort ralentissement chinois qui agitaient le marché en début d'année se sont estompées à la faveur de bonnes publications avec un PIB en progression de 6.7% au deuxième trimestre tandis que l'activité restait bien orientée avec un indice PMI manufacturier au plus haut depuis deux ans. Au Brésil, la nouvelle équipe au pouvoir anticipe une reprise de 1.6% en 2017 et la confiance des investisseurs semble quelque peu revenir. En Inde, l'économie a continué à croître de plus de 7% tandis que le nouveau gouverneur de la banque centrale rassurait les investisseurs sur la poursuite de la politique de contrôle de l'inflation. En Russie enfin, la hausse des cours du brut observée depuis la mi-février apporte un peu d'air frais à l'économie qui devrait retrouver le chemin de la croissance en 2017.

Mais 2016 n'avait pas encore réservé toutes ses surprises et le 8 novembre un séisme politique ébranlait l'Amérique avec l'élection contre toute attente de Donald Trump à la tête de la première puissance mondiale. On aurait pu s'attendre à un trou d'air sur la bourse de New-York, qui stagnait déjà depuis trois mois dans l'attente du scrutin, mais il n'en a rien été. Au contraire, les opérateurs, assoiffés de croissance et toujours en mode « risk-on » (il suffit pour s'en convaincre d'observer le rebond opéré sur le marché italien *(suite page 2)*)



en dépit de la démission de M. Renzi), ont très vite mis les incertitudes de côté pour s'enivrer avec délice des mesures « pro-growth » annoncées par le milliardaire new-yorkais selon un agenda agressivement favorable à l'activité, entre baisses d'impôt, dérégulation, dépenses d'infrastructure et de défense, constatant en outre que la majorité républicaine au Congrès donne à ce calendrier une bonne chance d'être appliqué. C'est ainsi que l'indice américain a pu rebondir de 7.37% entre le point bas du 4 novembre et le 31 décembre, les opérateurs sanctionnant positivement le choix de la relance budgétaire après le focus très (trop ?) marqué des autorités sur la politique monétaire ces dernières années. Parallèlement, le taux US à 10 ans, qui avait déjà commencé à se normaliser durant l'été, passant de 1.36% le 8 juillet à 1.77% le 4 novembre, a violemment accéléré à la hausse après les résultats du scrutin américain, pour atteindre 2.60% le 15 décembre dernier, le marché estimant que le programme de relance de Trump serait de nature à relancer l'inflation.



On peut dès lors anticiper une poursuite de la normalisation des taux courts aux Etats-Unis en 2017, mais aussi peut-être le début du « tapering », en ce qui concerne la BCE, à savoir la réduction progressive des mesures non-conventionnelles si les bons chiffres macro-économiques observés depuis quelques semaines des deux côtés de l'Atlantique continuent à refléter une amélioration de l'activité.

Cette transition risque de provoquer des tensions ponctuelles sur le marché et notamment des pics de volatilité sur les obligations, dont les rendements ont sans doute connu un point bas durant l'été. Même si quelques grandes maisons comme Nordea ou BNY Mellon continuent à avoir un scénario assez pessimiste sur la croissance mondiale et considèrent par là-même comme une opportunité d'achat les rendements aujourd'hui affichés par le 10 ans US, de plus en plus d'économistes ont une vision différente. Pour ces derniers, un des risques notables pour 2017 serait au contraire celui d'une accélération de l'inflation

découlant de la politique budgétaire de relance arrivant sur un marché du travail américain déjà un peu tendu avec un taux de chômage historiquement faible, sans même parler du possible rebond des matières premières. Avec donc à la clé un rythme de hausse des taux plus offensif de la part de la FED, ce qui pourrait dérouter à un moment de l'année les opérateurs, après des années de baisse continue des taux longs dans un contexte structurellement déflationniste.

Le calendrier politique devrait encore influencer sur les marchés en 2017 (élections en France, en Allemagne qui viendront tester la cohésion de la zone euro dans un climat mondial de montée des populismes..) et ce dans un contexte de crise migratoire et de terrorisme qui pousse l'électorat à des votes plus extrêmes.

Sans compter la question du Brexit qui reviendra sur le tapis à la fin du premier trimestre. Le « Leave » a gagné mais nous n'en sommes en réalité qu'au début. L'essentiel reste à venir et les négociations entre le Royaume-Uni et l'Europe amèneront potentiellement de la volatilité sur les marchés financiers et des doutes sur l'avenir de l'Union. Les thèmes de la déglobalisation et du protectionnisme devraient également rester clefs sur les marchés, avec les risques que cela fait peser sur le commerce mondial en cas de remise en question des traités internationaux. 2017 nous dira si Donald Trump et les nouveaux dirigeants européens sauront rester mesurés dans leurs approches en la matière.



En conclusion, l'optimisme prudent apporté par l'accélération de la croissance économique aux Etats-Unis et dans le monde améliore les fondamentaux des entreprises et devrait générer l'année prochaine une hausse modérée des actions dans un contexte obligataire de rendements un peu plus élevés. Mais cet optimisme pourrait être tempéré par quelques facteurs de risque potentiels : accélération trop rapide de l'inflation, dollar trop fort, des marchés de crédit plus faibles, des prix de matières premières plus incertains et des événements politiques qui pourront sporadiquement provoquer des turbulences sur les marchés. Bref, pour 2017, la gestion d'actifs ne s'annonce pas un exercice plus simple qu'en 2016. Fidèles à notre méthodologie qui nous a permis d'afficher l'année dernière de bonnes performances, alors que, comme nous le détaillerons dans notre special topic, il était aisé de terminer l'année à zéro, voire dans le rouge, nous continuerons en 2017 à nous montrer plus que jamais diversifiés dans nos approches, mêlant dans nos portefeuilles des gérants aux styles différents, n'ayant pas forcément tous les mêmes biais, ni même des scénarios macro-économiques identiques. Nous serons par ailleurs bien avisés de détenir quelques amortisseurs et quelques protections dans nos portefeuilles: de l'or (once ou minières), des produits monétaires, potentiellement des obligations d'état US à 10 ans si les 3% de rendement étaient atteints...En clair, il conviendra d'avoir des portefeuilles les plus « tout-terrain » possibles, attentifs à toute idée qui nous permettrait d'atténuer les soubresauts des indices, qui sur l'année pleine, devraient tout de même rester positifs, mais avec certainement quelques secousses au milieu, tout comme en 2016.

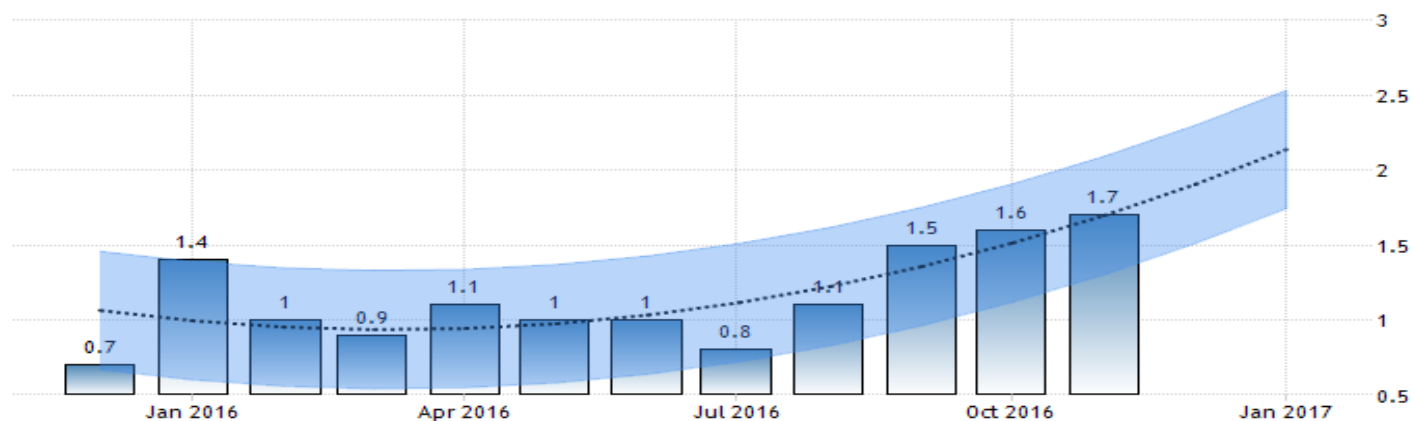


Macroéconomie

Inflation :

- Objet de toutes les attentions, et comme attendus, les niveaux d'inflation remontent, avec l'aide depuis plus de 6 mois du renforcement du prix des matières premières.
- Aux USA les prix à la consommation se rapprochent de l'objectif de la réserve fédérale de +2%. Ils remontent à +1.7% contre +0.7% il y a un an.
- En Europe l'inflation progresse également à +1.1% en décembre contre un plus bas à -0.2% au cours du second trimestre.
- Les craintes de déflation dans le monde développé s'éloignent.

US INFLATION RATE



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS

Activité manufacturière :

- L'embellie se poursuit, avec une accélération quasi généralisée des indicateurs manufacturiers et de production.
- La hausse du prix des matières premières et la bonne tenue de la consommation (cf ci-dessous), expliquent ce dynamisme.
- Le niveau global des PMI se situe à 52.7 et il faut remonter à mi-2014 pour trouver un tel chiffre.
- Cette amélioration est surtout notable dans l'ensemble des pays développés, y compris la Zone Euro.

Activité des services :

- Les indicateurs des pays de la Zone Euro se stabilisent sur des niveaux élevés.
- L'activité des services aux USA reste élevée à 57.2, reflet d'une confiance des consommateurs qui retrouve (enfin) ses niveaux de 2007.
- Malgré les craintes d'une grande majorité de stratégestes, l'économie chinoise est bien stabilisée; on note même en fin d'année, des signes d'accélération dans les services.
- La démonétisation forcée en Inde provoque un trou d'air conséquent, mais normalement provisoire sur l'activité.



Special Topic

2016 : pour le pire et pour le meilleur

Il y a tout juste un an les indices boursiers étaient en plein marasme, et les plus pessimistes avaient alors eu raison de par leur positionnement plus que prudent alors que le marché jouait le pétrole à 20\$, la récession aux USA, une dévaluation massive de la devise chinoise et une déflation généralisée. Ces craintes, en définitive, ne se sont pas matérialisées. Le pragmatisme des pays producteurs de pétrole et des Banquiers Centraux ainsi que des indicateurs macro-économiques corrects, ont mis fin à cette tendance négative et à ce pessimisme généralisé et quelque peu irrationnel.

La plupart des stratégestes ont ensuite mis l'accent sur les échéances politiques de seconde partie d'année qui devaient déterminer la bonne tenue des marchés. Et il est indéniable que ces trois échéances politiques ont délivré des verdicts pour le moins inattendus. Le « Leave » anglais, le Oui à Donald Trump et le Non ferme à Matteo Renzi. Ces occurrences étaient jugées comme les plus défavorables pour les marchés financiers, avec comme conséquences la récession au Royaume-Uni, la sortie de l'Italie de la Zone Euro, une nouvelle crise des pays émergents, une crise politique aux USA... sans compter des indices boursiers 15 à 20% plus bas.

Face à ces événements on peut observer plusieurs faits intéressants :

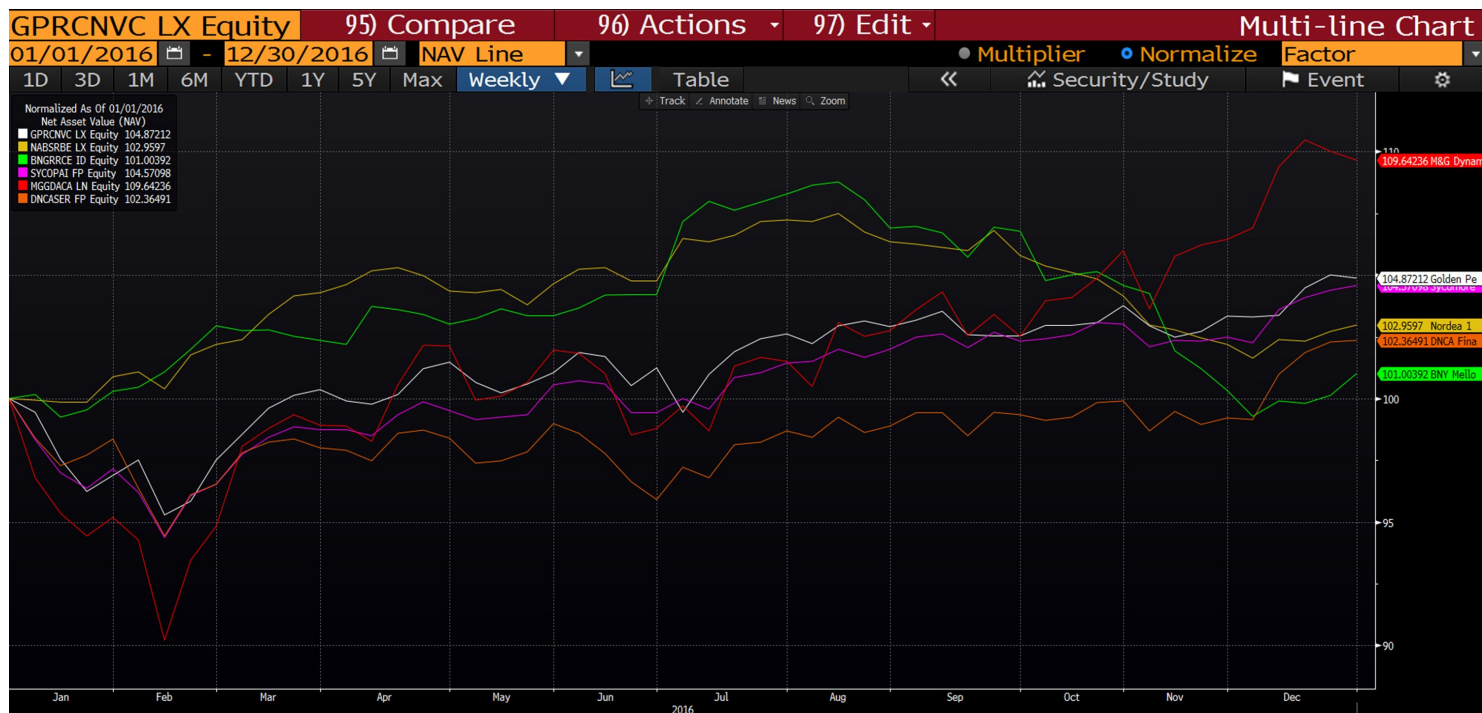
Le premier, paradoxal, est que même si ces occurrences politiques avaient été anticipées, une couverture des portefeuilles se serait avérée particulièrement contreproductive si conservée plus de deux séances de bourse. D'un point de vue investissement il fallait donc avoir doublement raison sur l'évènement et sur les conséquences de celui-ci. Ce qui a postérieurement relevait presque de la pure voyance.

Le second est que finalement, tout au long de l'année, les indicateurs d'activité économique auront été, avec les résultats des entreprises, les guides des marchés financiers dans ces périodes troublées et perturbées par un bruit médiatique intense et négatif. Hésitants mais stables au premier et second trimestre, ces indicateurs ont accéléré en seconde partie d'année au même titre que les indices boursiers.

Finalement, d'un point de vue stratégique, face à tous ces événements, les pièges étaient multiples : à la fois à la vente et à l'achat. Dans ce cadre, les gérants pilotant leur allocation d'actifs en fonction de la volatilité ont été particulièrement sanctionnés. Ils ont souvent vendu trop tard et racheté une fois la volatilité revenue sur des niveaux acceptable, mais sur des marchés bien plus hauts. Ils ont été pris dans des « portes de saloon », expression consacrée et imagée de la double peine sur les marchés. L'erreur a également été, pour les plus politiquement clairvoyants ou pessimistes, de conserver les actifs ayant servi de couverture dans la baisse, sans prendre de profits. En effet, la seconde partie de l'année a été compliquée pour les actifs dits de protection, tels que l'obligataire gouvernemental, les émetteurs privés de grande qualité et les actions dites défensives. Actifs qui en définitive ont vu presque tous leurs gains de début d'année disparaître.

Cet environnement nous conforte dans la manière d'aborder les investissements. Il est, en effet, plus facile et efficace de prendre des décisions sur la valorisation d'un actif (à l'achat ou à la vente) que sur les prétendues prévisions de ses variations de court ou moyen terme. Ainsi, la logique d'une gestion diversifiée, qui ne subit pas de fortes variations dans l'allocation d'actif, mais qui sait prendre des bénéfices, a tout son sens, et c'est dans cet esprit que nous continuerons à gérer les avoirs qui nous sont confiés.

Comportement du fonds d'allocation d'actifs 2PM (Golden Peak) vs quelques fonds multi-actifs concurrents: robustesse de la performance et faible volatilité caractérisent la stratégie 2PM.



AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 janvier 2017. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.