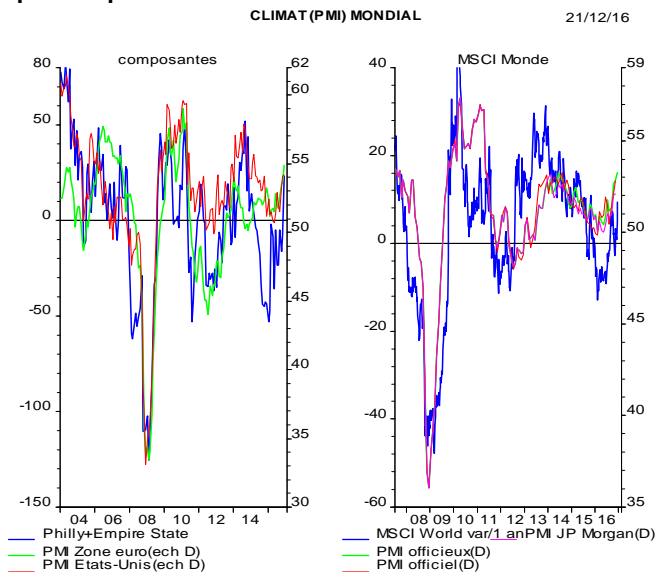


L'heure est plus à la consolidation qu'à une correction : il n'y a pas de bulle sur les actions

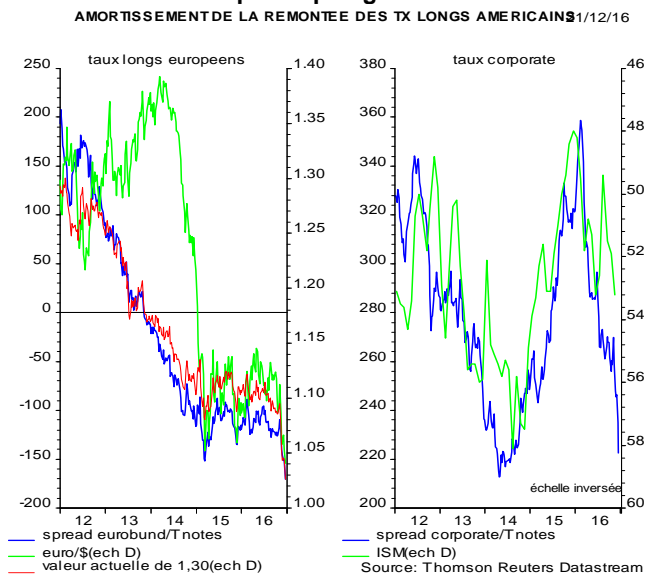
Les apparences sont trompeuses. Le rally actions ne doit pas grand-chose à Trump et la remontée des taux n'est pas déjà un problème.

• Rally actions : l'accélération de la croissance mondiale plutôt que Trump



Corrélation n'est pas causalité et si le rally boursier coïncide avec l'élection présidentielle, le mérite revient davantage à l'accélération de la croissance mondiale reflétée par la remontée du PMI et confirmée par celle des métaux industriels qu'aux promesses budgétaires de Trump. Toutes les zones montrent des signes d'amélioration. A commencer par les Etats-Unis où, sur fond de plein emploi (envolée des « job leavers », indicateur favori d'Alan Greenspan), la confiance des ménages (Michigan) et celle des promoteurs immobiliers (NAHB) retrouvent les sommets de 2006. L'industrie n'est pas en reste, les indices de Philadelphie et de New York explosent en décembre, valorisant l'indice manufacturier ISM à 55. En Europe, c'est la confiance des industriels mesurée par le PMI flash qui s'envole à son plus haut niveau depuis avril 2011, juste avant la crise de la zone euro. Enfin, à défaut des exportations, les importations chinoises bondissent en novembre confirmant une reprise tirée par la demande intérieure. On rappellera l'étroite corrélation entre les variations du MSCI World et le PMI mondial.

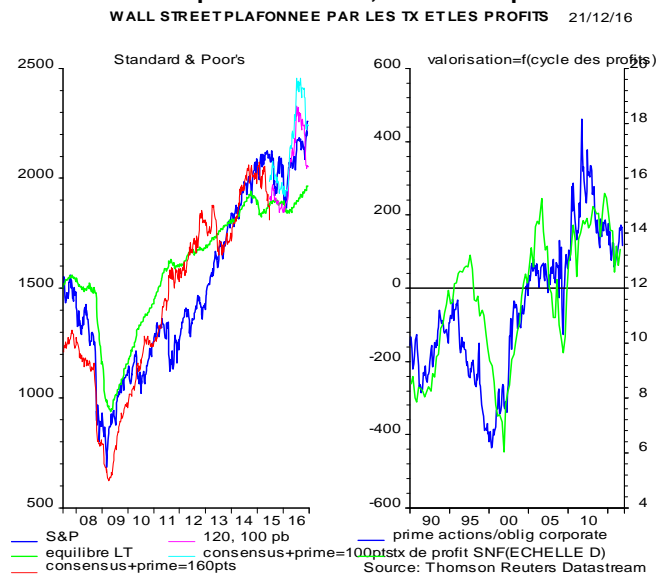
• Les taux corporate et les taux européens amortissent la remontée des T-notes pour le plus grand bonheur des actions



La coutume veut que remontée des taux et hausse des actions ne fassent pas bon ménage. En réalité, il y a plein de filtres comme le recul de l'aversion au risque (inversion du « flight to quality ») ou l'accélération de la croissance. En 1994, le S&P est resté « flat », la

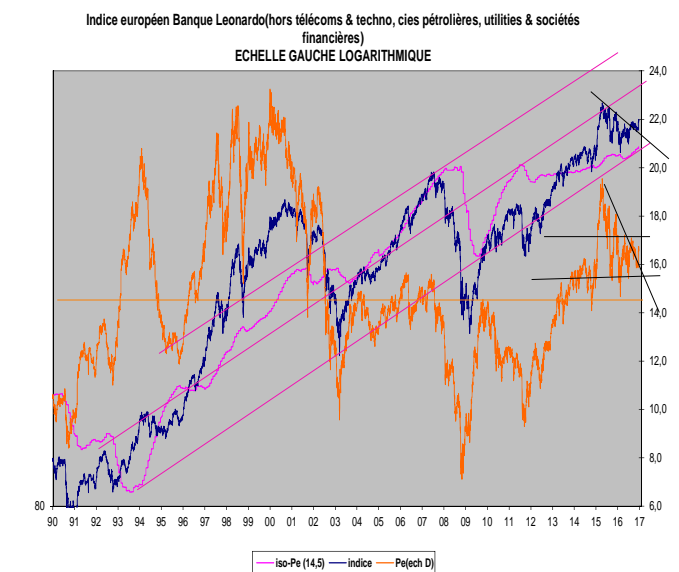
hausse des perspectives bénéficiaires faisant plus que compenser celle des taux longs jusqu'à permettre une baisse du Pe (ce qui n'est pas le cas aujourd'hui). Les taux corporate, seuls pertinents pour les actions, ont vocation à amortir la remontée des taux publics, le spread (qui mesure le risque de faillite) étant inversement corrélé au climat des affaires. Forts du décalage conjoncturel et monétaire avec les Etats-Unis, les taux européens ne suivent pas complètement leurs homologues américains, dopant le dollar en Europe et les profits de change.

• Wall Street est à peine surévaluée, mais devrait plafonner



Entre la remontée du taux de profit macro, qui valide une estimation plus généreuse qu'auparavant du consensus, et les taux corporate qui divisent par 2 la hausse des T-notes, la surévaluation de Wall Street est limitée à 10%, un peu moins que la progression attendue du consensus en 2017. En revanche, on ne se hasarderait pas à extrapoler le rally.

• L'Europe n'est pas donnée, mais le consensus décolle avec la croissance



A 16,6x les résultats futurs, l'Europe n'est pas donnée. Sur le long terme, les actions européennes se paient 14,5x et pourraient coter jusqu'à 15 eu égard à la faiblesse des profits. Mais, on est loin des 19,5 d'avril 2015 ou des 23 des années 2000. D'autre part, le consensus décolle de pair avec la croissance. Enfin, l'impact éventuellement négatif des Etats-Unis est neutralisé par la baisse de l'euro. FC