

Octobre 2015

Editorial

Les opérateurs auront décidément joué à se faire peur au cours de ces deux derniers mois, réagissant de manière brutale et de notre point de vue excessive aux données économiques publiées en Chine. Certes, les statistiques de la mi-août n'étaient pas excellentes avec en point d'orgue un PMI manufacturier à 47.1, à son plus bas niveau depuis 2009. Mais la décélération de l'Empire du Milieu n'est pas un fait nouveau, les autorités accompagnant comme elles le peuvent la transition d'une économie anciennement tournée vers l'export vers une économie beaucoup plus orientée aujourd'hui vers son marché domestique. C'est plutôt l'action concomitante de la Banque centrale chinoise qui a créé la panique, celle-ci dévaluant le yuan trois jours de suite avant de le défendre le quatrième jour, action entourée d'une communication sans doute volontairement laconique. La PBoC a semble-t-il voulu aller vers plus de flexibilité concernant la cotation de sa devise, en vue d'intégrer le panier de devises éligibles aux droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. Les marchés ont toutefois eu une interprétation différente, considérant cette mini-dévaluation comme le signe d'un ralentissement chinois beaucoup plus ample et inattendu, provoquant une contagion sur l'ensemble des devises de la région. Les marchés actions étaient déjà en phase de consolidation depuis le 6 août, mais l'accélération baissière fut brutale, et c'est à un véritable accès de panique auquel nous assistâmes sur les séances du 20, 21 et 22/08, le Stoxx50 dévissant de plus de 10% en trois jours et les opérateurs réduisant leur exposition aux actifs risqués (actions émergentes et développées) au profit des traditionnelles valeurs refuges (dettes souveraines US et allemande ainsi que l'or dans une moindre mesure). Ce mouvement de capitulation a été d'autant plus excessif qu'il est intervenu en plein mois d'août, période où traditionnellement la liquidité dans le marché est plus faible.

Il a fort heureusement été suivi par cinq séances de rebond marqué, les opérateurs partant à la chasse aux bonnes affaires, sur une vague de nouvelles macro-économiques un peu meilleures, avant de repartir franchement à la baisse mi-septembre, porté par de nouvelles inquiétudes concernant cette fois l'économie américaine. La Réserve Fédérale a préféré en effet rester prudente et reporter à nouveau sa première hausse de taux, sa présidente Janet Yellen précisant qu'elle voulait « être certaine que l'économie soit vraiment rétablie », et que l'inflation avait « continué d'évoluer en-dessous de l'objectif à long terme, reflétant en partie la baisse des prix de

l'énergie et des importations ». Ce discours a déçu une partie des investisseurs n'en pouvant plus de l'incertitude (« Fed up with the Fed »), considérant que l'activité américaine n'est pas si mal orientée et qu'il est grand temps que la Fed abandonne sa politique de taux zéro. Il est vrai que sur Q2, le PIB américain était en croissance de 3.7% en rythme annualisé vs 0.6% sur Q1 et que la consommation des ménages tout comme l'investissement des entreprises ont été particulièrement dynamiques à l'instar des exportations qui ont bien redémarré après la grève des ports au 1er trimestre. Les ménages américains sont aujourd'hui plus confiants : le pétrole bas augmente leur pouvoir d'achat et 1.8 millions d'emplois ont été créés depuis le début de l'année, portant le taux de chômage à 5.1% en août. Si bien que le 24 septembre dernier, Janet Yellen a tenu un nouveau discours cette fois mieux perçu par les marchés, n'excluant pas cette fois d'agir sur les taux encore cette année.



Hélas, le scandale Volkswagen et la montée des inquiétudes concernant la compagnie Glencore ont alimenté depuis une semaine une forte volatilité sur les marchés et le S&P a désormais retrouvé ses niveaux bas du 24 août dernier, reculant de -6.74% YTD vs +3.37% au 20 juillet.

Même punition sur les marchés européens, l'Euro Stoxx 50 affichant désormais -1.45% YTD alors qu'au 20 juillet, l'indice européen progressait encore de 17.17%, en dépit du psychodrame grec ! Un recul bien sévère donc qui pour autant ne remet en cause notre scénario plutôt positif sur les actions européennes. La croissance du PIB de la zone euro devrait en effet atteindre 1.4% en 2015, avec une confiance des consommateurs et un PMI composite en hausse depuis le début de l'année. Les résultats des entreprises ont globalement été de bonne facture, toujours aidées par l'euro bien plus faible qu'en 2014 et par des prix énergétiques très bas. L'activité des fusions acquisitions est au plus haut depuis 2007 et l'action de la BCE va rester un soutien puissant au marché pendant toute la durée du QE, Mario Draghi ayant précisé le 3

	YTD%	QTR%	Close 30/09/15
DOW JONES	-8.63%	-7.58%	16 284.70
S&P 500	-6.74%	-6.94%	1 920.03
FTSE	-7.68%	-7.04%	6 061.61
BEL20	1.80%	-6.44%	3 344.50
AEX	-0.78%	-10.88%	421.14
CAC 40	4.27%	-6.99%	4 455.29
MSCI EM	-17.18%	-18.53%	792.05
CRUDE OIL	-15.36%	-24.18%	45.09
GOLD	-5.89%	-4.89%	1 115.07
EUR/USD			1.1177
EUR/CHF			1.0879
EUR/GBP			0.7388
EURIBOR 1M			-0.113%

septembre dernier que son institution était toute disposée à en faire plus pour soutenir les prix dans la zone euro. Rajoutons à cela que les valorisations sont raisonnables à 14x les bénéfices 2016 pour l'Eurostoxx 50 (vs 16x pour le S&P500), avec des résultats attendus en hausse moyenne de 14% (vs 6% pour les entreprises américaines).

Toujours de fortes disparités sur le front des émergents, avec une économie brésilienne souffrant du fort recul du cours des matières premières qui représentent l'essentiel de ses exportations et du ralentissement chinois, son principal partenaire commercial. Le PIB devrait se contracter de 2.4% en 2015 avec une inflation galopante de 9% et des taux courts à 14.5% ! L'Inde à l'inverse affiche un taux de croissance de 7% en glissement annuel. Une reprise cyclique modérée et plus lente que prévu se poursuit. Les réformes progressent doucement, les déséquilibres se réduisent, mais les investisseurs semblent attendre plus. Au niveau russe, bien que l'on assiste au grand retour de Poutine sur la scène diplomatique à la faveur de la crise syrienne, le pays reste pour l'heure en prise à une économie en récession, le PIB russe reculant de 3.6% en glissement annuel, toujours pénalisée par le baril à 50\$ et la chute générale des matières premières. En Chine enfin, la décélération se poursuit, mais les ventes de détails restent en progression de 10 à 11%, avec des autorités qui semblent décidées à utiliser de nouveaux outils pour stimuler leur économie, qui devrait croître de 6 à 7% en 2015. Nous ne croyons pas pour l'heure à un hard-landing chinois.

(suite au verso)



(suite de l'édito) En résumé, nous considérons que les récents reculs enregistrés sur les marchés actions constituent une opportunité pour l'investisseur long terme. Nous préconisons toujours une allocation plus importante allouée aux actions européennes, plus faiblement valorisées que les actions US, avec de meilleures perspectives de résultats et qui vont continuer à bénéficier du triple effet euro faible/pétrole bas/politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE, ce qui n'exclut pas bien entendu quelques bons fonds US et émergents dans nos portefeuilles. Sur le front obligataire, nous demeurons prudents en termes de duration. Comme nous avons pu déjà le mentionner, l'effet coupon est aujourd'hui assez facilement « mangé » par un effet prix négatif et les perspectives de gains en capital sur cette classe d'actifs sont désormais limités. Toutefois, nous constatons avec satisfaction que le récent écartement des spreads sur le segment high yield redonne enfin quelques opportunités aux investisseurs, enfin rémunérés pour le risque qu'ils prennent. L'adjonction de quelques fonds long/short ou absolute return liquides dans les portefeuilles devrait par ailleurs constituer un bon complément à nos allocations obligataires en termes de couple rendement/risque.

Macroéconomie

Contexte Global : Phase de ralentissement conjoncturel de milieu de cycle, sans inflation

Inflation :

* De nouveau en baisse globalement sur le trimestre.

* Hors effet énergie et matières premières, les niveaux d'inflation « core » restent toutefois stables autour de +0.9% en Europe, et +1.9% aux Etats-Unis.

* Ces éléments ont sans doute pesé sur la décision de la Réserve Fédérale de retarder sa première hausse de taux.

Activité Manufacturière :

* Elle marque le pas au niveau mondial, avec un niveau global de 50.6, en croissance faible.

* L'impact des difficultés des secteurs miniers et pétroliers, explique en grande partie ce phénomène.

* La réorientation économique de la Chine vers des activités de service se fait sentir, avec des niveaux d'activité décevants.

Activité des services :

* Nous notons là aussi un certain ralentissement de l'activité des services qui reste toutefois sur des niveaux de croissance très correcte.

* La baisse des prix des matières premières et du pétrole devrait avoir des effets très positifs sur les pays importateurs et donner du pouvoir d'achat aux consommateurs. A titre d'exemple, les ventes de voiture en Europe et aux Etats-Unis sont très bien orientées. Les ventes immobilières également.

Emploi :

* En conséquence des difficultés des secteurs énergétiques et miniers, les créations d'emplois aux Etats-Unis déçoivent en septembre.

* Toutefois l'économie américaine est proche du plein emploi.

* En Europe, le taux de chômage poursuit progressivement sa baisse, sauf en France où le taux s'est toutefois stabilisé.

Les marchés d'actions et obligataires ont-ils raison de craindre une fin de cycle ?

Avec la récente forte baisse de l'ensemble des actions et du recul des obligations d'entreprises (écartement des spreads), les marchés donnent un signal fort d'avertissement sur l'imminence d'une nouvelle récession, ou tout du moins d'un ralentissement prononcé de l'activité dans les prochains mois. Les arguments sont simples : après des années de politiques monétaires expansives, la prochaine hausse des taux américains vient sonner la fin de la récréation et réduire le niveau de liquidité globale. Dans le même temps le ralentissement de la croissance chinoise arrive au mauvais moment et entraîne avec elle une forte baisse du prix des matières premières. En conséquence, de nombreux secteurs sont en difficulté : énergie, construction, mines... ainsi qu'un bon nombre de pays émergents qui subissent des pressions sur leurs devises et sont pénalisés par leur endettement en dollar (Brésil, Mexique, Venezuela, Indonésie...). Bref un tableau assez pessimiste, où la crainte de déflation prend tout son sens. Ce scénario

du pire n'est pas le nôtre. Nous estimons que nous sommes plutôt dans une correction de milieu de cycle et que certaines réalités ne sont pas prises en compte.

Tout d'abord, malgré le ralentissement de ces derniers mois, le niveau de croissance mondiale est toujours autour de 3% et une faible progression des prix dans ce contexte n'est pas forcément une mauvaise nouvelle. Concernant le niveau de la liquidité mondiale, certes la Réserve Fédérale américaine va amorcer une période de resserrement monétaire, cependant de nombreuses autres banques centrales sont encore à la manœuvre. Les banques centrales européenne et japonaise devraient poursuivre leurs efforts pour relancer une activité meilleure bien qu'encore un peu poussive. La banque centrale chinoise quant à elle a encore beaucoup de marge de manœuvre pour agir. Avant même un éventuel « quantitative easing », elle peut encore baisser les taux d'intérêt, baisser le

taux de réserve des banques, utiliser les réserves de change... sans compter les marges de manœuvre budgétaire du gouvernement : incitations fiscales pour l'achat d'une automobile, adoucissement des contraintes sur l'achat immobilier.... Les autorités chinoises commencent à agir et devraient aller plus loin dans les prochaines semaines.

De même, il ne faut pas négliger les effets positifs de la baisse du prix des matières premières sur les pays importateurs, comme l'ensemble de la Zone Euro, les Etats-Unis, le Japon, la Chine et l'Inde. Effets positifs à la fois sur le pouvoir d'achat des consommateurs et les marges des entreprises. Dans ce scénario nous constatons certes une nouvelle baisse des prix, mais pour le moment si l'on exclut la composante énergie et nourriture, les niveaux d'inflation « core » restent positifs et plutôt stables (+0.9% sur la Zone Euro, +1.8% aux Etats-Unis).

AVIS AUX LECTEURS