

Janvier 2016

Editorial

La Réserve Fédérale américaine aura donc attendu fin décembre 2015 pour monter le taux des FED Funds de 25 points de base, mettant ainsi fin à 7 ans de ZIRP (*Zero Interest Rate Policy*), en place depuis la dernière crise financière de 2008. Comme Janet Yellen l'avait déjà laissé entendre, la remontée du taux directeur se fera beaucoup plus graduellement que par le passé, la présidente de la FED se tenant prête au besoin à infléchir sa politique en cas de mauvaise surprise économique. Mais pour l'heure, la décision semble appropriée à la lumière du taux de chômage actuel à 5%, proche du niveau de plein emploi, de la tendance plutôt à la hausse de l'inflation *core* et d'une croissance du PIB finalement assez dynamique, qui devrait atteindre 2.25-2.50% à la fin de l'année 2016. Ce dynamisme est à mettre au crédit du faible taux de chômage, qui crée de la confiance et pousse les salariés à consommer, comme en témoigne le pic 10 ans touché par les ventes de voitures et le pic 7 ans des constructions de maisons neuves. Qui plus est, les bas prix de l'énergie, s'ils vont laisser des traces dans certains pans de l'industrie américaine, contribuent à donner au consommateur américain un pouvoir d'achat supplémentaire inespéré. Par-delà ces raisons économiques, il apparaît également un désir des autorités monétaires américaines de normaliser la politique monétaire afin d'éviter des excès sur les marchés financiers et la formation de bulles.



Quel contraste avec la situation européenne, où la BCE est contrainte de maintenir pour encore longtemps une politique monétaire très accommodante, en raison d'une croissance toujours atone et de chiffres d'inflation toujours très faibles ! Ceci dit, Mario Draghi a déçu le marché le 3 décembre dernier. Alors que les opérateurs attendaient l'allongement des injections de liquidité jusqu'à septembre 2017, le gouverneur de la Banque Centrale s'en est tenu à mars 2017, jugeant que pour l'instant, l'assouplissement monétaire en place améliore la situation dans la zone euro. Il est possible qu'il s'agisse d'une décision de compromis avec certains membres du conseil des gouverneurs qui avaient clairement exprimé leur opposition à plus d'accommodation. Mais il est aussi possible que la BCE ait souhaité donner plus

de marge de manœuvre à la FED pour remonter ses taux plus sereinement et faire une partie du travail sur le marché des changes.

Divergence donc de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique, mais une grande prudence de part et d'autre des autorités qui devraient nous assurer encore pour de longs mois des taux courts très bas : zéro à négatif en Europe, et certainement encore inférieurs à 1,5% d'ici fin 2016 aux Etats-Unis. Ceci couplé aux niveaux très faibles des prix des matières premières, énergie en tête, nous donne un cocktail plutôt favorable aux marchés actions des pays développés pour l'année prochaine. Ce sont les actions européennes qui nous paraissent recéler le plus de potentiel. Déjà, les valorisations sont un peu plus faibles que celles des actions US et les perspectives de bénéfice par action largement supérieures, aidées en cela par une devise européenne qui devrait se maintenir à un niveau bas, dans une fourchette [1,05-1,15]. Devise faible et prix énergétiques bas composent un dopant très puissant pour nombre de grands groupes européens cotés. Ensuite, au niveau des surprises économiques, c'est sur la zone euro que l'on aura vraisemblablement le potentiel d'amélioration le plus important. Le risque politique s'équilibre lui plus ou moins, avec une tentation populiste visible des deux côtés de l'Atlantique. Derrière les actions européennes et américaines, nous mettons ensuite le Japon, qui devrait lui aussi maintenir ses politiques monétaires non-conventionnelles. Mais nous attendons, tout comme pour certains pays européens, France en tête, la mise en place de réformes de structures, car la perfusion des banques centrales ne peut durer *ad vitam aeternam*. Viennent ensuite les pays émergents qui se sont montrés cette année particulièrement volatiles. Les inquiétudes se sont en effet cristallisées sur les risques d'instabilité économique liés à la baisse des devises émergentes et des matières premières, risques qui peuvent eux-mêmes conduire à de l'instabilité politique dans plusieurs pays (Russie, Brésil, Afrique du Sud...). Ces inquiétudes pourraient perdurer en 2016, dans un monde qui change d'un point de vue de l'abondance de dollars dans le système. La dernière réunion de la FED marque un tournant et nous fait passer doucement d'un monde d'abondance de \$ à un monde de diminution progressive de l'encours de \$, ce qui historiquement n'a jamais été bon pour les pays émergents. Ceci étant dit, au vue des valorisations actuelles très faibles, on peut légitimement se demander dans quelle mesure tout cela n'est déjà pas en partie *priced* par le marché. Nous maintenons donc un positionnement mesuré sur ces marchés via de bons gérants de fonds généralistes, ainsi qu'une petite expo-

	YTD%	QTR%	Close 31/12/15
DOW JONES	-2.23%	7.00%	17 425.03
S&P 500	-0.73%	6.45%	2 043.94
FTSE	-4.93%	2.98%	6 242.32
BEL20	12.63%	10.64%	3 700.30
AEX	4.09%	4.91%	441.82
CAC 40	8.53%	4.08%	4 637.06
MSCI EM	-16.96%	0.26%	794.14
CRUDE OIL	-30.47%	-17.85%	37.04
GOLD	-10.42%	-4.81%	1 061.42
EUR/USD			1.0862
EUR/CHF			1.0882
EUR/GBP			0.7370
EURIBOR 1M			-0.205%

sition plus spécifique sur la Chine. L'Empire du Milieu a certes été source d'inquiétudes au cours de l'été dernier et un fort contributeur au mini-krach du mois d'août. Mais nous faisons partie chez 2PM de ceux qui pensent que la réaction des marchés l'été dernier a été exagérée. Certes, l'économie chinoise est en mutation. Certes, nous passons d'une économie auparavant tournée vers l'export et qui croissait de 12% par an à une économie qui se recentre sur son économie domestique, avec des taux de croissance de PIB autour de 6%. Pour autant, nous ne croyons pas pour l'heure à une *hardlanding* de la Chine et pensons qu'une petite exposition en actions sur la deuxième puissance économique mondiale constitue une allocation utile et diversifiante.

Si nous sommes raisonnablement optimistes pour les marchés actions en 2016, nous maintenons en revanche notre positionnement plutôt prudent sur l'obligataire. Nous l'avons expérimenté à nos dépens en 2015, le temps des performances faciles sur ce segment est terminé. Les perspectives de gains sont limitées, car il est difficile d'envisager plus en matière à la fois de baisse des taux et de compression des spreads de crédit. Et la plus faible liquidité du marché aujourd'hui fait qu'à la moindre mauvaise nouvelle sur un émetteur, les replis sont rapides et importants en terme d'ampleur, voir cette année ArcelorMittal, Portugal Telecom, Rallye... Nous préconisons donc une duration faible, une grande diversification en termes d'émetteurs ou de fonds, dans le cadre d'une allocation globale moins importante que par le passé, qui pourrait être compensée par la montée en puissance de la poche *absolute return*. Il conviendra également de veiller à la qualité et de se tenir prêt à se repositionner le cas échéant dans quelques mois sur la courbe US lorsque celle-ci aura décalée, afin d'insérer des protections dans nos portefeuilles.



(suite de l'édito) **En résumé :**

- Des marchés actions qui devraient être modérément positifs en 2016, avec un retour de la volatilité qui devrait favoriser quelques trous d'air, trous d'air qu'il faudra savoir mettre à profit pour se renforcer à bon compte, à l'aide d'une poche cash qu'il nous faudra réapprendre à gérer de manière plus dynamique et opportuniste.
- Prudence sur l'obligataire, tant en termes de qualité de papier que de durée, même si pour l'heure les risques de crédit semblent correctement *pricés*.
- Renforcement des instruments absolute return et des fonds d'allocation flexibles.
- Un (petit) pied sur les matières premières, en espérant enfin un redressement des prix après 5 années de baisse.

Plusieurs risques à ce scénario 2016 : Le risque lié au conflit qui oppose Daech à l'Occident, avec une multiplication des attentats qui pourrait potentiellement peser sur la consommation, le risque d'une crise sociale dure dans certains pays européens (France, Espagne, Italie...) si le chômage de masse ne parvient pas à baisser dans ces pays (avec le risque corollaire de voir émerger des votes protestataires qui pourraient mettre en péril l'unité et la pérennité de la zone euro). Le risque d'une économie américaine plus vigoureuse qu'attendue qui pousserait la FED à monter ses taux plus vite que prévu, ce qui serait sans doute mal pris par les marchés, tant au niveau des actions que des obligations. Enfin, le risque d'une dépréciation du renminbi qui pourrait entraîner d'autres dévaluations dans le monde émergent.

Macroéconomie

Contexte Global : Début de hausse des taux aux USA, une première depuis 9 ans et demi

Inflation :

Aux Etats-Unis l'inflation hors énergie et nourriture repart à la hausse à +2%. En Europe elle se stabilise autour de 0.9%.

Si l'on intègre les effets de la baisse des prix de l'énergie, ces taux baissent respectivement à +0.5% et +0.2%.

Avec des effets de base favorable sur les prix de l'énergie, l'inflation devrait surprendre plutôt positivement en 2016.

Activité Manufacturière :

Léger mieux au niveau mondial, avec un niveau global de 50.9 contre 50.7 le trimestre dernier, mais les disparités sont nombreuses.

On assiste à un rééquilibrage au sein des pays développés en faveur des pays à devises plus faibles ; 53.2 pour la Zone Euro, 52.6 pour le Japon, contre un niveau très décevant de 48.2 pour les Etats-Unis.

La détérioration manufacturière se fait aussi sentir sur les pays émergents, qui restent sur des niveaux de contraction.

Activité des services :

L'activité des services se stabilise en fin d'année sur des niveaux tout à fait corrects, une nouvelle fois les indices sont plus hésitants dans le monde émergent.

La baisse des prix des matières premières soutient les économies développées redistribuant du pouvoir d'achat aux consommateurs et des marges aux entreprises.

Sur décembre l'activité des services en Europe s'établit à un plus haut de l'année à 54.2, aux Etats-Unis par contre elle décélère sur des niveaux toujours corrects à 55.3.

Emploi :

Les Etats-Unis sont en plein emploi malgré les difficultés du secteur manufacturier, ce qui a incité Mme Yellen à un premier resserrement en fin d'année. En toute logique, des pressions sur les salaires devraient voir le jour en 2016.

L'amélioration salariale se poursuit en Zone Euro, avec un taux de chômage désormais à 10.7% contre 11.9% un an plus tôt.

L'inflation américaine, l'indicateur star de 2016 ?

Difficile de se projeter sur cette nouvelle année tant les inconnues sont nombreuses. Qui pensait pour 2015 que la Grèce, la Chine et les matières premières allaient voler la vedette à une hausse bien tardive des taux américains? Pour 2016 par contre, il est à peu près certain que le chiffre de l'inflation aux Etats-Unis sera l'un des indicateurs les plus scrutés et analysés par l'ensemble du marché (y compris par Mme Yellen). Trois scénarii s'offrent à nous : Le premier avec une croissance correcte, un niveau d'inflation relativement bas et des hausses de taux très progressives.

Cette situation, en partie escomptée par les marchés, est celle qui serait la plus favorable pour l'ensemble des actifs risqués, elle est aussi la plus probable. Le second scénario quant à lui serait celui d'une inflation américaine en hausse plus soutenue du fait d'une croissance plus dynamique et de tensions plus importantes sur les salaires, les loyers... et pourquoi pas les matières premières. Dans ce cadre, la Réserve Fédérale devra probablement accélérer le rythme des hausses de taux, ce qui serait neutre/ positif pour les marchés d'actions et assez négatif pour les mar-

chés obligataires. Le troisième scénario, le moins probable pour le moment, (également le moins favorable des trois pour les marchés dans leur ensemble) serait celui d'une rechute de l'activité avec de nouvelles craintes de déflation qui provoqueraient un arrêt des hausses de taux de la réserve fédérale américaine et un accroc sérieux quant à la crédibilité de la politique monétaire de Mme Yellen. Bref une année 2016 bien incertaine ce qui rend toute prévision sur l'ensemble de l'année, comme souvent, bien présomptueuse.