

Janvier 2015

Editorial

Quelle volatilité en ce dernier trimestre 2014 ! Et quelle brutale baisse sur la première quinzaine de décembre ! Pourtant, les marchés actions avaient bien rebondi depuis la mi-octobre après la sévère correction observée depuis la fin du mois de septembre. Après les inquiétudes sur le changement de cycle monétaire de la FED et le ralentissement de la croissance mondiale, les investisseurs avaient remis le focus sur la macro-économie et les bonnes nouvelles en provenance des banques centrales: L'économie US a progressé en effet à un rythme solide sur Q3, avec un PIB en hausse de +3.9% annualisé. Le principal moteur de cette économie, la consommation des ménages, est reparti de l'avant. Les ménages américains sont en effet confiants, bénéficiant de la baisse du prix de l'essence qui leur redonne un peu de pouvoir d'achat et d'un marché de l'emploi dynamique avec un taux de chômage sous les 6%. Le deuxième moteur, l'investissement des entreprises présente également une accélération de plus de 7.0% au troisième trimestre. En outre, les directeurs d'achats apparaissent confiants avec un indice ISM manufacturier qui demeure sur des niveaux élevés. Cerise sur le gâteau, la Réserve Fédérale sera visiblement très attentive à ne pas mettre en danger la reprise par un retrait des liquidités ou une hausse des taux trop rapide. Dans ce contexte, le S&P500 a volé en novembre vers de nouveaux plus hauts historiques à la faveur également de très robustes publications d'entreprises pour Q3. Et les opérations de fusion-acquisition ont contribué à soutenir les cours. Situation un peu différente en Europe avec une croissance qui reste atone et des perspectives incertaines. L'Allemagne souffre des difficultés de ses partenaires : la faiblesse de la conjoncture dans la zone euro, la crise ukrainienne, la récession russe, le ralentissement chinois, tout cela pèse sur l'activité outre-Rhin qui ne progresse que de 0.1% sur Q3. En France, la consommation des ménages et l'investissement privé restent à l'arrêt. Face à ces difficultés, Bruxelles a présenté un plan qui va dans le bon sens, avec 315 milliards d'euros destinés à financer des projets d'infrastructure énergétique, numérique ou de transport. La BCE de son côté maintient une politique monétaire de plus en plus accommodante et a fait part de son souhait d'augmenter à 1000 milliards d'euros la taille de son bilan. Et après l'abaissement du taux plancher à 0.05%, le TLTRO (programme de refinancement ciblé sur le privé), les plans de rachats d'ABS et de covered bonds, la banque centrale réfléchit désormais à la mise en place d'un programme de rachat de dette souveraine. Si l'efficacité d'une telle mesure, en ce qui concerne notamment la transmission de ces nouvelles liquidités à l'économie réelle, fait toujours débat, il n'en demeure pas moins que l'effet confiance est indéniable. La perspective d'un QE de grande ampleur a été bien perçue en novembre par les investisseurs, car preuve d'un engagement

ferme pour réussir. Tous les acteurs publics semblent vouloir prendre le problème à bras le corps pour éviter un scénario à la japonaise. Au niveau des marchés de taux, dans ce contexte très accommodant, le 10 ans allemand a poursuivi sa détente, atteignant le niveau record de 0.70 fin novembre. Détente également sur le 10 ans US, passé de 2.34 fin octobre à 2.16 fin novembre.

Alors, pourquoi cette chute brutale des marchés actions sur la première quinzaine de décembre ? C'est dans la conjonction de plusieurs sujets d'inquiétude ponctuels couplés à des configurations graphiques de prise de bénéfices qu'il faut chercher l'explication. La violente baisse des cours du pétrole, qui en soit n'est pas une mauvaise chose pour bon nombre de grosses entreprises, a entretenu la psychose déflationniste ambiante, faisant craindre qui plus est une hausse des défauts sur les dettes des plus petits acteurs du secteur pétrolier US, engendrant par la même des tensions sur le segment high yield. Concomitamment, les investisseurs se sont montrés de plus en plus préoccupés par la situation en Russie. Le pays, après une année 2013 déjà difficile (+1.3% de croissance seulement vs +5.0% en 2012), devrait être en récession cette année, avec une demande domestique en contraction sous l'effet des fuites de capitaux et des sanctions financières internationales. La devise continue de chuter fortement en dépit de la forte hausse des taux de 150bp le mois dernier et des interventions de la banque centrale de ces derniers jours qui ont propulsé les taux courts à 17%. Qui plus est, la baisse du baril, l'une des principales sources de revenus du pays, n'est pas une bonne nouvelle pour cette économie. Plus largement, ce sont l'ensemble des cours des matières premières qui peinent à se stabiliser, ce qui entretient les doutes sur les perspectives de croissance mondiale. Les craintes déflationnistes demeurent importantes en Europe et d'aucuns se sont émus du succès mitigé de la deuxième fenêtre du TLTRO de la BCE. En Grèce, A. Samaras a fait un pari risqué en convoquant l'élection présidentielle en décembre plutôt qu'en février. Les élections législatives anticipées font peur car Syriza, le parti de la gauche radicale, est en tête dans les sondages avec des propositions qui font frémir les autorités européennes : renégociation de la dette et rejet des mesures d'austérité imposées par la Troïka en échange d'un prêt de 230 milliards d'euros sur quatre ans. Ce scénario a provoqué un retour des craintes sur la zone euro, avec un flight to quality propulsant le 10 ans allemand à 0.54%. Cette conjonction d'évènements, responsable du mini-krach de décembre a fait passer au second plan un certain nombre de tendances favorables au marché qui devraient se matérialiser début 2015 :

La croissance américaine reste solide, tirée par les ménages et la FED veille au grain avec un discours récemment affiné. En Europe, la BCE est également à la manœuvre, prête à passer à des me-

	YTD%	QTR%	Close 31/12/14
DOW JONES	7.52%	4.58%	17 823.07
S&P 500	11.39%	4.39%	2 058.90
FTSE	-2.71%	-0.86%	6 566.09
BEL20	12.36%	1.98%	3 285.26
AEX	5.64%	0.79%	424.47
CAC 40	-0.54%	-3.25%	4 272.75
MSCI EM	8.69%	-0.72%	956.31
CRUDE OIL	-45.87%	-41.56%	53.27
GOLD	-1.72%	-1.93%	1 184.86
EUR/USD			1.2098
EUR/CHF			1.2029
EUR/GBP			0.77652
EURIBOR 1M			0.018

sures de soutien non conventionnelles. Elle sera le garant de la confiance, dans un contexte global amélioré notamment par la baisse du pétrole, qui pourrait donner un *kick* de croissance à la zone euro, jusqu'à 0.5%. D'autant que la montée du dollar contre euro ces derniers mois est également une excellente nouvelle pour nos exportateurs. Cela devrait se vérifier lors des publications de résultats du mois de janvier. En outre, même si les valorisations aux Etats-Unis sont un peu tendues par rapport à leur moyenne historique et incitent à la prudence, la situation en Europe est différente avec des valorisations en ligne, une prime de risque importante et un écart colossal entre rendement des actions et rendements des obligations corporates. Nous sommes enfin moins négatifs que le consensus sur le ralentissement chinois et ses conséquences et ne pouvons que nous féliciter de l'amélioration de la situation en Inde avec le retour des capitaux étrangers, séduits par les réformes du nouveau premier ministre.

Nous sommes donc modérément positifs pour les marchés actions en 2015, avec des performances qui devraient être en ligne avec la hausse des bénéfices, sans exclure une certaine volatilité. Le véritable enjeu de cette nouvelle année devrait plutôt se situer dans la sphère obligataire, avec pour la première fois dans l'histoire financière récente, des politiques monétaires divergentes des deux côtés de l'Atlantique qui justifient un positionnement plutôt prudent sur la courbe, comme nous le développerons dans notre Special Topic au verso.



Macroéconomie

Contexte Global :

Contre choc pétrolier avec un effondrement des cours du brut ces derniers mois. Historiquement c'est un facteur très positif à moyen terme pour la croissance mondiale, mais la rapidité du mouvement surprend et provoque des perturbations notamment sur la Russie, les autres pays producteurs et l'ensemble du secteur énergétique y compris américain.

Europe :

La croissance 2014 aura été assez décevante et loin des attentes de début d'année.

Toutefois, l'indicateur des surprises économiques depuis le mois de septembre est mieux orienté, ce qui suggère une stabilisation de l'activité.

L'évolution des prix inquiète, puisque la hausse des prix annualisée n'est plus que de +0.3%. La chute des prix du pétrole devrait amplifier le phénomène, mais en même temps apporter de la bonne « déflation ». Celle qui se traduit par une augmentation du pouvoir d'achat des ménages.

La Banque Centrale Européenne le répète, elle fera tout pour lutter contre la menace de déflation, les dissensions politiques et les difficultés de mise en place ralentissent toutefois le processus.

La France et l'Italie, où les réformes avancent à tous petits pas, restent des sources d'inquiétudes.

L'Espagne et l'Irlande à contrario font office de bons élèves, et les indicateurs d'activités sont bons, même si le chemin reste long. L'instabilité politique en Grèce reste de mise.

USA :

2014 : Malgré un premier trimestre perturbé par les intempéries, l'année aura été celle de la reprise économique.

L'année 2015 quant à elle devrait être celle de la confirmation avec le relai de l'investissement et la poursuite de la bonne tenue de la consommation; le taux de chômage bas, la baisse du pétrole et l'augmentation du prix des actifs sont autant de facteurs solides de soutien à l'activité.

Une inconnue cependant : les conséquences négative sur certains secteurs, si le prix du pétrole devait rester durablement bas.

Japon :

L'impact négatif de la hausse de la TVA a conduit les autorités monétaires à renforcer leurs interventions.

Les élections anticipées ont permis à M Abe de renforcer sa position, ce qui devrait lui permettre de mener à bien les réformes et peut être de sortir définitivement le pays du piège de la déflation.

Chine :

Le taux de croissance 2014 sera probablement autour de l'objectif des autorités soit +7.5%.

L'objectif affiché pour 2015 devrait être autour des +7%; une croissance plus faible mais toujours plus équilibrée. C'est une étape normale pour un pays devant digérer la formidable croissance de ces 15 dernières années.

La Chine s'installe définitivement comme une puissance économique incontournable.



2015: Découplage monétaire = découplage des performances obligataires ?

Dans l'histoire économique récente, avec des cycles économiques très proches, les politiques monétaires de la Réserve Fédérale américaine et de la Banque Centrale Européenne nous avaient habitués, avec quelques mois d'écart, à agir de concert sur le sens de l'évolution des taux d'intérêts. Or 2015 va nous offrir un scénario totalement inédit. Les autorités américaines vont en effet poursuivre une politique de normalisation monétaire avec dans le courant de l'année, un relèvement des taux d'intérêts directeurs à la faveur d'une économie américaine en plein essor. Dans le même temps, en Europe continentale, la hausse des taux directeurs n'est absolument pas d'actualité. La zone Euro a plutôt désespérément besoin de plus d'interventions. C'est dans ce sens que la BCE va probablement commencer l'année par des achats progressifs mais massifs d'actifs dans le but de maintenir des taux d'intérêts très bas et de faire fortement

baïsser les coûts de financement dans l'économie réelle. Condition sine qua non d'une reprise de l'activité et du recul des anticipations déflationnistes. Fort de ce constat, on pourrait s'attendre à des performances obligataires décevantes voire négatives sur les obligations américaines. A contrario, les actifs obligataires européens devraient théoriquement poursuivre sur leur lancée de ces dernières années et afficher des performances correctes pour 2015.

Ce scénario théorique binaire nous apparaît quelque peu simpliste dans la mesure où selon nous, deux éléments sont à considérer. Tout d'abord, le niveau global des taux est déjà très bas notamment sur les actifs les mieux notés. A titre d'exemple, le taux à 10 ans est à +0.6% pour l'Allemagne, +0.9% pour la France et largement à moins de 2% pour l'Espagne et l'Italie. D'autre part il existe une corrélation historique positive entre les

performances obligataires américaines et européennes, et à ce titre, tout pic de nervosité sur les taux américains en 2015 pourrait par contagion provoquer partiellement et ponctuellement des tensions sur les actifs obligataires européens déjà fortement *pricés* pour un scénario déflationniste.

L'an passé nous avons délivré un message de prudence sur l'obligataire, mais le ralentissement de l'activité en Europe en cours d'année nous a contredit. Nous réitérons cependant une nouvelle fois notre message et estimons qu'à moyen terme un portefeuille trop exposé pourrait souffrir de performances décevantes. Une diversification sur les marchés d'actions à travers une exposition en direct ou via des fonds d'allocation d'actifs ou de l'alternatif nous paraît plus que jamais judicieux.

AVIS AUX LECTEURS