

## L'heure du bilan 2015 et des perspectives 2016

### Une année 2015 pas si simple !

L'année 2015 aura été moins faste pour les marchés financiers que les prévisions de début d'année ne l'escomptaient. Trois facteurs sont venus perturber une année promise à une forte reprise.

1/ En mai, après une période faste pour toutes les classes d'actifs, la chute du baril de pétrole a jeté un doute sur les perspectives de croissance mondiale et a remis au-devant de l'actualité la géopolitique mondiale. Ainsi entre le 6 mai et le 18/12/2015, le WTI a perdu 46%, l'amenant à un prix proche de 34 \$ le baril. La décision de l'Opep de ne pas abaisser sa production en est la principale raison, l'Arabie Saoudite espérait ainsi faire plier les producteurs de schiste américains, mais ceux-ci ont montré jusqu'à maintenant une certaine résilience (réduction des dépenses d'investissement, fermetures des puits les moins rentables, ...). Néanmoins, le crédit high yield US commence à être impacté par les premières difficultés financières de ces sociétés et un mouvement de contagion s'opère sur cette classe d'actifs (fort élargissement des spreads) un peu partout dans le monde.

2/ En août, c'est la bourse chinoise qui connaît un effondrement et entraîne les autres bourses mondiales à la baisse. Les autorités chinoises ont pratiqué en plusieurs fois des dévaluations pour soutenir leur économie. Les investisseurs et les économistes ont commencé à douter de la solidité de la croissance chinoise et surtout craignent que cette contraction ait des répercussions sur la croissance mondiale. La poursuite de la baisse des matières premières tend alors à accréditer cette idée. Ce risque économique s'est alors transmis à la plupart des pays émergents liés aux matières premières (Russie, Brésil, ...).

3/ Enfin cette année aura été celle des banques centrales. En décembre, la FED vient d'augmenter ses taux directeurs de 0,25% pour les porter à 0,50%. L'économie américaine reste effectivement solide avec un taux de chômage qui correspond aux objectifs assignés à la FED. Nous assistons alors à une forte divergence entre les Etats-Unis et l'Europe sur la politique monétaire, la première devenant plus restrictive, la deuxième poursuivant pour pas mal de temps encore une politique toujours accommodante. L'inconnue de 2016 sera la réaction des marchés à cette divergence.

Ces éléments ont donc entraîné une assez forte volatilité des marchés financiers, que ce soit en actions mais aussi en obligations, où sur beaucoup de signatures nous avons assisté à un fort élargissement des spreads. D'autres facteurs ont engendré du stress à des degrés divers, les élections espagnoles, les attentats en France et aussi la crise des migrants. Ceci accroît le risque strictement politique en Europe sachant que la crise grecque peut ressurgir à tout moment et que nous parlerons de plus en plus en 2016 de l'hypothèse de la sortie de la Grande-Bretagne de la communauté européenne.

L'année 2015 aura aussi été marquée par le retour en force de la qualité du stock-picking dans la réalisation des performances, les marchés étant nettement moins directionnels et plus techniques. Dans les éléments positifs, notons aussi la dynamique des OPA qui a soutenu les valeurs moyennes en France (GFI Informatique, Montupet, Valtech, ....) avec beaucoup de grandes opérations internationales (rachat de Sabmiller, .....). Il y a eu enfin des déceptions fortes, évidemment la performance des matières premières et des pétrolières, la difficulté spécifique de Volkswagen, le quasi défaut d'Abengoa et l'accroissement des spreads de crédit des valeurs énergie et matières premières et aussi de certaines valeurs liées au Brésil (Portugal Telecom, Rallye, Casino,...).

Enfin, en dehors de leur performance quasi-nulle sur l'année 2015, les marchés obligataires ont connu récemment des changements structurels significatifs. La pression réglementaire avec la mise en place

des règles de Bâle III, l'environnement de taux très bas, voire négatifs, ont progressivement amené les banques à réduire leurs activités de market-making obligataires (baisse des allocations en fonds propres ou fermetures totales des départements obligataires). Cette évolution qui s'est accélérée en 2015 doit être prise en compte dans la gestion des portefeuilles et des risques car la réduction structurelle de la liquidité apportée par les banques entraîne une très forte hausse de la volatilité des marchés obligataires en particulier dans ses segments les plus risqués (signatures inférieures à BBB). Ce changement structurel dans la nature des marchés obligataires a été vraiment mis en évidence dans les moments de fort stress que nous avons connus au cours du deuxième semestre 2015.

### **Stratégie 2016 : quelques certitudes dans un univers qui va rester volatil**

Les politiques monétaires devraient beaucoup moins intervenir dans les mouvements des marchés financiers en 2016 puisque les stratégies sont connues. La FED doit poursuivre une hausse graduelle tout au long de 2016 afin qu'elle retrouve une marge de manœuvre, les objectifs de taux des Fed Funds sont à horizon de fin d'année d'atteindre 1,5%. En Europe, peu de mouvements significatifs sont à attendre, mais Draghi semble de plus en plus contraint par une opposition allemande pour aller plus loin dans la politique accommodante. En ce sens, les choses pourraient se compliquer en Europe si la dynamique de croissance devenait moindre puisqu'il n'y aurait plus d'instruments de soutien.

En dehors des banques centrales, l'économie réelle devrait assurer le principal facteur de l'évolution des marchés. Si c'est le cas, il n'y a pas de raison de s'inscrire dans un discours négatif puisque les perspectives de croissance restent assez largement maintenues partout dans le monde. D'après les dernières prévisions du FMI, la croissance mondiale de 2015 devrait être de +3,1% (en repli par rapport à 2014, +3,4%) et sur 2016, la progression devrait se situer à +3,6%, tirée par l'Asie, +5,9% dont +6,3% pour la Chine, et les pays développés, +2,2% dont +2,8% pour les Etats-Unis. Nous ne comprenons néanmoins pas les raisons pour lesquelles les matières premières sont à ce point déprimées, le seul facteur géopolitique ne saurait justifier une baisse aussi longue dans le temps. En d'autres termes, et nous devrions avoir les éléments de réponse au cours du premier trimestre 2016 - soit les prévisions de croissance se confirment et alors nous allons assister à une reprise des matières premières - soit l'évolution des matières premières constituait l'indicateur avancé d'une moindre croissance mondiale qui sera alors actée en 2016. Pour l'instant, nous retenons le premier scénario. Le maintien de ce niveau de croissance dépendra de l'intensité de la demande chinoise et de l'évolution des capacités de production qui sont toujours très excédentaires. En conclusion sur les matières premières, ce segment devrait rester assez volatil, surtout sur le début de l'année.

Ainsi, considérant un retour du « rationnel » et du fondamental, la priorité de l'investissement doit être donnée à l'Europe. Il existe au niveau des pays une forte hétérogénéité que l'on a pu constater cette année avec des performances boursières négatives en Espagne (-7,15%) et en Grande-Bretagne (problèmes politiques, -4,93%), alors que l'Italie (+12,66%), la France (+8,53%) et l'Allemagne (+9,56%) ont obtenu des performances boursières satisfaisantes. L'Allemagne est en ligne avec ce qui est attendu et la croissance est tirée par la consommation et l'immobilier. Ce sont l'évolution des salaires et la demande des ménages qui tirent la croissance et non l'investissement des entreprises. En Italie, toutes les enquêtes sont positives, les entreprises sont devenues confiantes suite aux réformes positives de Renzi (contrat de travail long, protection du travail, 200 000 emplois nouveaux ont été créés cette année). L'Espagne pourrait entrer dans ce même mouvement mais les élections de décembre compliquent le jeu politique en 2016 et la mise en place de réformes toujours nécessaires. Toutefois d'un point de vue économique, il y a des améliorations réelles, les coûts de production dans

l'industrie ont ainsi baissé de 20% et on constate une amélioration des emplois et des exportations. Ce pays ainsi que l'Italie ont des perspectives de croissance de l'ordre de 6 à 7%.

En France, la situation est plus délicate, il n'y a pas de hausse des budgets d'investissement alors que les marges des entreprises se sont redressées d'où la bonne progression du marché boursier. Les facteurs qui ont permis l'amélioration des marges sont connues : effet pétrole, Crédit d'Impôt pour la Collectivité et l'Emploi (Cice) et baisse de l'Euro. Il est ainsi à craindre une croissance plus faible en France en 2016.

La question de la croissance américaine va rester le point délicat de 2016. Considérant que ce pays a un rôle directeur pour l'ensemble des marchés financiers, les perspectives de croissance de l'économie et des entreprises sont fondamentales. Question clef : Les Etats-Unis vont-ils connaître une septième année de croissance où ce pays est-il en fin de cycle ? L'autre interrogation est de savoir s'il y aura un regain d'inflation aux US. La pression sur les salaires reste faible avec un taux de syndicalisation en baisse et un développement de travailleurs indépendants. Ceci a pour conséquence un marché du travail où les salaires réagissent très tardivement. Depuis 25 ans, 70% des américains ont le même pouvoir d'achat. Donc l'inflation devrait rester à un niveau relativement faible. Point positif, les Etats-Unis sont désendettés, donc le risque d'une nouvelle crise financière demeure très limité. Qu'est ce qui pourrait alors casser le cycle toujours vertueux attendu ? Nous considérons que le premier risque est une dégradation de la situation des entreprises avec une baisse de la compétitivité et surtout les marges sont à un niveau très élevé. Nous redoutons ainsi, suite à la progression du dollar, des publications de résultats du dernier trimestre décevantes, même si les analystes ont beaucoup révisé en baisse leurs estimations. Ceci est un risque pour le marché à court terme lors de ces publications qui vont démarrer mi-janvier 2016. Nous assistons aussi à une augmentation du taux de défaut, de 1,5% à 2,5%, et donc à une dégradation de la situation du crédit, en particulier sur le high yield. Le risque étant évidemment une contagion au plan européen. Une autre préoccupation est la fin du cycle d'investissement, l'économie étant davantage tournée vers la consommation. En conséquence, nous n'optons pas pour une récession aux Etats-Unis mais pour le début d'une dégradation avec une croissance plus modérée (entre 1,8 et 2%). Le point positif pour les investisseurs européens reste la tendance à la hausse des taux US qui nous permet d'envisager une hausse du dollar, allant au cours de l'année vers la parité avec l'euro, d'où le maintien de positions dollar au sein de nos allocations.

Dernier point sur les émergents où la situation reste préoccupante avec une assez forte dégradation en raison de la baisse des matières premières. Le Brésil est en position très délicate avec une baisse de la production industrielle de 12%, une stagflation et une hausse des taux d'intérêt. La baisse des investissements est forte, le déficit public atteint 9% du PIB, et le pays n'arrive pas à sortir de son état de corruption. La progression de l'offre ne parvient pas à faire reculer l'inflation. Sur la Chine, on constate une amélioration de la situation avec des mesures de relance annoncées presque chaque semaine, une baisse des impôts et un début de progression de l'inflation (hausse du ciment par exemple !). Les ventes de voitures repartent alors qu'elles avaient fortement chuté cet été et le crédit s'améliore également. En conséquence, la Chine est en train de redémarrer, et il semble que des flux d'investissements reviennent.

Un point clef sera aussi la tenue des devises des émergents qui pourraient être tirées à la baisse eu égard à la hausse des taux de la FED. Au final, il nous semble qu'il soit encore trop tôt pour revenir sur les émergents, mais dès la fin du premier trimestre, si se confirme bien la reprise des matières premières, un réinvestissement dans cette zone est souhaitable avec un sentiment toujours assez favorable pour l'Inde, qui se maintient avec une croissance de plus de 7% de son PIB ;

**En conclusion, les zones d'investissement à privilégier restent l'Europe, les Etats-Unis si on souhaite profiter de la hausse du dollar, mais il existe un risque de déception sur certains résultats d'entreprises et le retour sur les émergents est décalé à mi 2016.**

En termes de secteurs et de valeurs, nous avons quelques fortes convictions dont certaines sont dans la continuité de 2015. Première idée, l'année 2015 restera marquée par un nouveau record des fusions/ acquisitions dans le monde, cette dynamique devrait se poursuivre en 2016 dans un contexte de taux bas et de relative faible croissance organique. Au-delà d'opérations importantes, cette dynamique a beaucoup touché les valeurs moyennes françaises et ce segment reste toujours relativement attractif (valeurs protégées des disparités des croissances internationales), position de leadership pour certaines dans des niches (Faurecia, Plastic Omnium, Parrot...). D'une façon un peu plus générale, la qualité du stock-picking sera déterminante dans la réalisation des performances. En termes de style, nous préférons rester dans les valeurs de croissance (à prix raisonnable), car il est encore trop tôt pour rentrer sur des approches dites « value », sauf sur des valeurs qui nous semblent très décotées, comme Acerinox par exemple.

En termes sectoriels, nos options de ce début d'année sont les suivantes. Dans le secteur financier, nous restons en dehors du secteur bancaire, les contraintes réglementaires restent fortes et la difficulté du crédit high yield US pourrait avoir des répercussions assez négatives. Le segment des assureurs nous semble beaucoup plus porteur avec en particulier des titres français (Coface, Euler Hermes) mais aussi des grandes valeurs comme Generali, Aegon (typiquement valeur liée à la hausse des taux US et au dollar). Nos secteurs privilégiés font une assez large place aux valeurs de consommation discrétionnaire (Accor, Daimler, Michelin, valeo, Fnac, ...) et aussi en grande consommation (Unilever, Metro, Jeronimo Martins et Pernod Ricard). Nous sommes également positifs sur les valeurs technologiques Europe et Etats-Unis (Cap Gemini, Ingenico, Nokia, Apple, Google, Universal Display, ...). Nous privilégions encore les valeurs de santé (Essilor, Roche, Glaxo), secteur toujours relativement défensif avec des potentiels de hausse toujours élevés dans certaines valeurs biotech (Ipsen, Innate, ...). Nous restons aussi investis dans quelques valeurs industrielles (Gamesa, Saint-Gobain, Air Liquide, Thyssen, Siemens, ...). Enfin nous restons prudents sur le pétrole et les matières premières surtout en ce début d'année.

Sur les marchés de taux, la dichotomie entre les politiques monétaires de la FED et de la BCE va se traduire en 2016 par d'un côté l'aplatissement de la courbe des taux US avec une remontée progressive des taux à court terme et une relative stabilité des taux à long terme, et d'un autre côté une pentification de la courbe euro essentiellement par la baisse des taux courts et en fin d'année une légère remontée des taux longs. Pour ce qui concerne la zone euro, l'absence totale de pressions inflationnistes renforce notre conviction que les taux vont rester sur des niveaux historiquement bas pour une longue période de temps (jusqu'en 2018, voire 2020).

Du côté du crédit, on retrouve en grande partie la logique sectorielle énoncée précédemment pour le marché actions avec toutefois une pondération plus forte des valeurs financières qui restent toujours prépondérantes sur le marché obligataire de la zone euro. Compte tenu de l'incertitude créée par la mise en place de systèmes de bail-in nationaux et de l'impact potentiel sur la rentabilité des banques, nous continuerons à privilégier les assureurs plutôt que les banquiers dans le secteur financier.

Le marché du crédit se décompose actuellement en deux marchés : un marché des obligations de rating supérieur ou égal à BBB+ qui offre des rendements très faibles (<1% jusqu'à 5ans) et qui a un comportement proche de celui des obligations d'états, et un marché des obligations de rating inférieur ou égal à BBB dont les spreads se sont largement écartés au cours du deuxième semestre 2015 mais dont la volatilité est devenue structurellement et durablement plus forte. Pour des investisseurs à la

recherche de rendement, le secteur crossover (signatures BBB+ à BB-) nous semble actuellement être le secteur où se trouvent les meilleures opportunités. Nous privilégierons en 2016 les investissements dans ce secteur, mais pour tenir compte de la forte hausse de la volatilité du marché nous renforcerons la diversification de nos positions et limiterons notre exposition sur le High Yield.

Jean-Noël VIEILLE – Directeur de la Gestion

<b>jeudi 31 décembre 2015</b>						
	Indice	Var 5j	Var 1M	Var YTD	Var 1 An	
	PX_LAST	chg_pct_5d	chg_pct_1M	chg_pct_YTD	chg_pct_1YR	
MCSI World	1 676,43	0,29%	-1,06%	-1,94%	-1,94%	
<b>Etats-Unis</b>						
Dow Jones	17 512,52	-0,51%	-1,17%	-1,74%	-1,74%	
S&P 500	2 052,71	-0,56%	-1,33%	-0,30%	-0,30%	
Nasdaq	5 035,86	-0,20%	-1,43%	6,33%	6,33%	
<b>Europe</b>						
DJ Euro Stoxx	3 267,52	-0,58%	-6,81%	3,85%	3,85%	
DJ Small	261,79	0,51%	-3,06%	13,39%	13,39%	
FTSE	6 242,32	2,62%	-1,79%	-4,93%	-4,93%	
CAC	4 637,06	-0,80%	-6,47%	8,53%	8,53%	
DAX	10 743,01	2,34%	-5,62%	9,56%	9,56%	
<b>Asie</b>						
Nikkei	19 033,71	0,78%	-3,61%	9,07%	9,07%	
Kospi	1 961,31	-1,57%	-1,54%	2,39%	2,39%	
<b>BRIC</b>						
IBOV	43 349,96	0,35%	-3,92%	-13,31%	-13,31%	
Hang Seng	21 914,40	-0,57%	-0,37%	-7,16%	-7,16%	
Sensex	26 117,54	1,03%	-0,11%	-5,03%	-5,03%	
Micex	1 761,36	0,77%	-0,55%	26,12%	26,12%	
<b>Asie émergente</b>						
Taiwan	8 338,06	0,16%	0,21%	-10,41%	-10,41%	
Set	1 288,02	1,06%	-5,27%	-14,00%	-14,00%	
Jakarta	4 593,01	2,28%	3,30%	-12,13%	-12,13%	
KLCI	1 692,51	1,74%	1,22%	-3,90%	-3,90%	
Straits Times	2 882,73	0,67%	0,94%	-14,34%	-14,34%	
Vietnam	579,03	2,27%	1,02%	6,12%	6,12%	
<b>Europe Emergente</b>						
Pologne	46 467,38	0,48%	-3,02%	-9,62%	-9,62%	
Republique Tchèque	956,33	2,85%	-1,85%	1,02%	1,02%	
Hongrie	23 920,65	0,74%	0,64%	43,81%	43,81%	
<b>EUR/USD</b>						
		-0,70%	3,04%	-10,02%	-10,02%	
<b>EUR/YEN</b>						
		0,79%	-0,69%	10,61%	10,61%	