



FINANCIÈRE
ARBEVEL

Paris le 11 janvier 2016,

10-12, avenue de Messine
75008 PARIS - FRANCE
Tél. : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39
www.arbevel.com

«Serait-il raisonnable de capituler ?»

Les marchés financiers mondiaux semblent proches de la capitulation après une fin d'année difficile ainsi qu'un début d'année plutôt chaotique. Tout cela, alors même que des corrections de plus de 10% ont eu lieu chaque année depuis le rétablissement de 2009, parfois même plusieurs fois par an, cela n'empêchant pas les performances de fin d'année d'être satisfaisantes. Ce sont probablement les séquelles de 2008 qui nous poussent à craindre une catastrophe après chaque correction, à fortiori en début d'année. Pourtant rien aujourd'hui ne nous semble justifier un tel scénario.

«Croissance mondiale en 2016 »

L'économie mondiale sera en croissance cette année. Si nous nous calons sur les économistes les plus pessimistes, l'économie mondiale devrait croître à un rythme proche de 2,6/2,7% cette année. Si les investisseurs se concentrent sur les abaissements de prévisions récents réalisés par les instituts tels que la banque mondiale, le FMI et l'OCDE, ils oublient de mentionner que ces derniers ne font que s'aligner sur le consensus établi depuis le quatrième trimestre 2015. Les pays émergents seront à la peine, et le différentiel de croissance avec les pays développés sera historiquement bas – environ 2% contre 4% ces dernières années.

Etats-Unis – pas de récession cette année...

La croissance américaine ne faiblit pas, et nous pensons que la politique monétaire désormais plus restrictive ne la freinera pas avant 2017 au plus tôt. Le dynamisme du secteur de l'immobilier se confirme, et l'économie est toujours créatrice d'emplois, comme l'indiquent les derniers chiffres publiés, avec un taux de chômage à 5.0%, et 292 000 créations d'emplois sur le mois dernier. Même si les oiseaux de mauvais augure affirment qu'il faut le retraiter du travail intérimaire, ce dernier demeure toujours supérieur à la plus optimiste des prévisions.

Le secteur industriel continue à souffrir, surtout dans les secteurs liés à l'énergie, mais ne remet pas en cause le scénario global de croissance économique. La consommation (près de 2/3 du PIB US) demeure extrêmement dynamique, portée par la reprise de l'emploi et des salaires.

Le scénario américain est Main Street Friendly plutôt que Wall Street Friendly (il profitera aux consommateurs davantage qu'aux cours de bourse). Au lieu de saluer comme il se doit le chiffre de l'emploi et le dynamisme de l'économie américaine, les investisseurs préfèrent désormais s'inquiéter du timing de la prochaine hausse des taux, alors qu'ils s'inquiétaient récemment du risque de ne pas la voir se matérialiser au premier trimestre !



...la Chine, une transformation douloureuse mais bénéfique...

La transformation du modèle économique chinois d'un développement nourri par l'investissement et les dépenses d'infrastructures, vers un modèle supporté par les services et la consommation est inéluctable. Si cette phase de transition débute dans la douleur, le mouvement est indispensable, mais surtout bénéfique à long terme. Souhaité par tous il y a quelques années, il inquiète aujourd'hui !

La politique monétaire de la POBC (la banque centrale chinoise) qui consiste à dévaluer le Yuan vise à éviter d'importer le resserrement monétaire américain et à limiter la vitesse de décélération des exportations chinoises. Probablement un mal pour un bien.

Les réserves de change de la Chine sont très significatives (plus de 3000 Mds \$) et le pragmatisme chinois devrait permettre de gérer correctement la période de stress, même si le manque de transparence du pays amplifie les inquiétudes.

...l'Europe accélère de son côté...

Notre zone euro est une des seules mondiales qui connaisse une accélération de sa croissance. Celle-ci effectue enfin un retour qui aura mis des années à se dessiner. Les ajustements en termes de flexibilité (chômage en baisse) commencent à porter leurs fruits (malheureusement pas en France !).

Le décalage des cycles des banques centrales et des matières premières qui avait pénalisé l'Europe pendant des années est désormais favorable. La BCE est aux commandes pour supporter la relance du crédit. La politique de taux zéro qui affaiblit l'euro - élément bénéfique pour la compétitivité - et l'effet pétrole devraient être bénéfiques pour le consommateur ainsi que pour certaines industries.

La déflation semble être une menace désormais à regarder dans le rétroviseur.

Pétrole, ou le passager clandestin...

Perçue comme un moteur pour les économies développées l'année dernière, la baisse des cours du pétrole est aujourd'hui assimilée à un risque pour ces dernières, avec les conséquences financières directes sur les acteurs du secteur et indirectes sur les contreparties et fournisseurs. A ce stade, le combat de l'Arabie Saoudite pour empêcher le développement du gaz de schiste et conserver le nécessaire soutien américain dans la zone est remis en question par l'ampleur de l'impact sur le déficit des pays producteurs.

Le conflit Irano-Saoudien n'améliore en rien la visibilité sur l'évolution des cours du pétrole, l'Arabie pouvant continuer à inonder le marché pour faire baisser les prix rendant peu rentable son extraction tant pour l'industrie du schiste américain que pour les pays producteurs comme l'Iran. Les pourparlers sur l'IPO d'Aramco laissent sceptique sur une chance de remontée rapide des cours du pétrole, l'état Saoudien pouvant décider de combler son déficit en soldant les bijoux de la couronne aux investisseurs.

Enfin la hausse des taux?

La zone américaine est restée longtemps schizophrène ces derniers trimestres, redoutant que la conjoncture économique n'empêche la réserve fédérale de relever ses taux tout en s'inquiétant de l'impact éventuel d'un tel mouvement sur les valorisations des actifs américains. Il est clair aujourd'hui que la vigueur de la reprise de l'emploi aux Etats-Unis va pousser la FED à remonter ses taux, sans doute plus vite que le marché ne l'imagine. Si aucun impact n'est à attendre sur



l'économie réelle (il faudra des taux monétaires à plus de 2%, pas avant 2017 voire 2018), il faut rester à l'écart des actifs de taux américains qui sous-estiment ce mouvement.

L'argument des taux zéro justifiant de prendre plus de risque a fait long feu. Il faudra désormais rester prudent sur tous les actifs américains, même si le secteur du crédit ne nous semble pas si inquiétant que les nouvelles récentes le laissent entendre (en dehors de l'énergie et de l'effet taux, tout va bien).

La zone Euro, heureuse d'être en retard ?

Le décalage de cycle, initié en juillet 2008 par la hausse de taux tristement célèbre de la Banque Centrale Européenne menée par Jean-Claude Trichet, aura longtemps « plombé » l'Europe. Désormais, la politique monétaire de la BCE est un stimulus pour les marchés, et a globalement re-solvabilisé les acteurs et relancé le crédit bancaire. Ce stimulus devrait se poursuivre, et les taux resteront très bas en 2016, tout comme les défauts, en dehors du secteur de l'énergie.

En revanche, attention toutefois à l'effet contagion par les flux. Avec un différentiel de taux qui approche désormais les 2% entre les USA et l'Europe, et qui ne devrait faire qu'augmenter, les investisseurs réorientent de plus en plus leurs placements obligataires de qualité vers les Etats-Unis.

Dans cet environnement, il nous semble pertinent d'investir sur du crédit, mais couvert contre le risque de taux afin d'éviter ce risque de contagion.

Les actions à la peine en ce début d'année

Cédant au pessimisme ambiant, les indices actions ont entamé leur correction au cours de la deuxième quinzaine de décembre, pour la poursuivre dès la première semaine de la nouvelle année. Plus souvent habitués à observer un rallye en cette période, les investisseurs ont été surpris par ce mouvement. Puisqu'il faut désigner un responsable, la Chine fût rapidement pointée du doigt. Objectivement, rien de bien nouveau par rapport à l'été 2015, si ce n'est la levée de l'interdiction de vente à découvert sur le marché chinois qui entraîna rapidement le marché dans une spirale baissière. Le manque de transparence des autorités chinoises a rendu suspect ces mouvements de marchés provoquant une grande nervosité sur les places mondiales. Au delà de la Chine, nous pensons que le pétrole demeure la principale variable du mouvement de consolidation. Et le fait qu'un actif de cette importance pour l'économie mondiale baisse sans que personne ne soit en mesure d'identifier le point bas, ne peut être positif pour les marchés financiers.

Les marchés européens ont violemment consolidés, alors même que les données macro-économiques sont d'excellentes factures, et que les entreprises européennes devraient afficher les meilleurs taux de croissance bénéficiaire cette année. Idem pour le marché américain qui ne fût pas épargné, mais dont la consolidation nous paraît probablement plus légitime à court terme, compte tenu de l'absence de croissance des profits (effet dollar/dégradations sur le secteur énergie) et de valorisations plus généreuses que le marché européen par exemple.

Notre allocation conserve son biais résolument européen

Compte tenu de l'environnement complexe dans lequel nous évoluons, nous n'avons pas modifié notre allocation. Nous demeurons positifs sur les actifs européens – actions et crédit, sous-pondérons les actions américaines et restons à l'écart de tout actif émergent, quel qu'il soit.

Notre exposition à l'Europe se justifie par des niveaux de valorisations attractifs, eu égard à la visibilité sur la croissance macro-économique et aux perspectives de croissance des entreprises. Nous restons également exposés à quelques thématiques qui peuvent s'affranchir de l'environnement pour croître tels que la santé et la technologie par exemple.



L'environnement actuel nous oblige également à une très grande sélectivité dans nos choix de valeurs ou de thématiques, mais également à savoir réaliser des liquidités sur des actifs que nous maîtrisons. Nous restons à l'écart voire significativement sous pondérés sur les secteurs comme les matières premières et l'énergie.

N'oublions pas que c'est en mettant à profit ce type de correction, et en sachant prendre ses bénéfices par la suite que se sont dessinées les performances des années précédentes. L'heure n'est donc pas à céder à la panique ni capituler mais plutôt à saisir les opportunités européennes et domestiques, qui seront créatrices de valeur à long terme.

Achevée de rédiger le 11 janvier 2016

L'équipe de gestion

