

JUIN 2015

Principales Conclusions du Point Macro & Convictions Présentation du 20 mai 2015 au Travellers Club Paris

« Signaux de reprise dans la zone euro »

● Monde

- Malgré le fléchissement des indicateurs macroéconomiques aux Etats-Unis au premier trimestre, la croissance mondiale se situe toujours sur une trajectoire de 3 %.
- Dans l'industrie et les services, le niveau d'activité reste solide comme le confirment les indicateurs avancés.
- Les banques centrales maintiennent des politiques monétaires accommodantes dans le monde, soit pour soutenir l'économie, soit pour enrayer la baisse de l'inflation.
- La reprise des prix du pétrole est favorable aux pays affectés par la chute de l'inflation. Le prix du baril se stabilise dans une fourchette évoluant entre 50 \$ et 70 \$.
- Le mouvement récent de hausse des taux souverains est exceptionnel par son ampleur, mais pas si surprenant.

● Etats-Unis

- Le rythme de croissance devrait se maintenir entre 2,5 % et 3 % en 2015 avec des indicateurs macroéconomiques qui se redressent.
- Le taux de chômage a nettement décéléré mais les hausses de salaires sont encore insuffisantes.
- Le consommateur américain privilégie l'épargne et ne constitue pas encore un moteur assez puissant pour permettre une accélération de l'économie américaine.
- L'indice de l'emploi de la Fed va bientôt passer en territoire positif et confirmer l'hypothèse d'une hausse des taux directeurs au second semestre.
- L'évolution des salaires, de l'inflation et du dollar sont des éléments déterminants pour le timing de décision de la Fed.

➤ Conclusions opérationnelles :

- ♦ Le dollar a été victime d'un positionnement excessif à la hausse quand les mouvements de ventes se sont déclenchés mais il sera soutenu durablement par la première hausse des taux directeurs de la Fed.
- ♦ Sur le marché actions, privilégier les secteurs peu liés au dollar comme les petites et moyennes entreprises ou les entreprises de la nouvelle économie.
- ♦ Les obligations à haut rendement conservent de l'intérêt grâce à une rémunération attractive qui joue un rôle d'amortisseur.

● Europe

- La reprise se confirme à un niveau modéré. La distribution du crédit redémarre selon les données publiées par la BCE.
- La reprise économique dans les pays périphériques favorise la tendance à la hausse des indicateurs avancés de la zone euro.
- L'Espagne est le symbole du renouveau économique de la zone euro. Le pays bénéficie de ses réformes structurelles et de l'assainissement de son système bancaire.

- L'investissement reste en suspens, en particulier le plan de relance de 300 milliards d'euros décidé par la Commission européenne qui s'avère difficile à mettre en place.
- Le spectre de la déflation s'éloigne grâce aux rachats de dettes souveraines par la BCE et la remontée des prix du pétrole.
- La zone euro n'est pas à l'abri du risque grec car les négociations s'enlisent entre les dirigeants du pays et leurs créanciers et les caisses sont vides.

➤ **Conclusions opérationnelles :**

- ♦ Les actions constituent un axe stratégique privilégié avec une prédilection pour les grandes entreprises internationales et les pays périphériques.
- ♦ Les obligations à haut rendement et les obligations financières offrent des taux de rémunération attrayants ainsi qu'une bonne visibilité.
- ♦ La remontée des taux dans les pays périphériques et dans les pays « core » montre leur moindre attrait même dans une optique de diversification.

● Japon

- La croissance peine à rebondir selon les indicateurs avancés alors que l'inflation est orientée à la baisse avec les prix de l'énergie.
- La visibilité sur la hausse des salaires est limitée mais les grands conglomérats ont donné un signal positif en annonçant des augmentations salariales.
- La Banque du Japon n'augmente plus ses injections de liquidités car elle ne souhaite pas que la baisse du yen soit l'unique moteur de la reprise.
- Les entreprises japonaises exportatrices bénéficient de la dépréciation du yen.

➤ **Conclusions opérationnelles :**

- ♦ Les actions sont à privilégier car leur valorisation est raisonnable et l'orientation des bénéfices par action est positive.
- ♦ La baisse de l'impôt sur les sociétés favorisera leur rentabilité et soutiendra le marché.
- ♦ L'appréciation est moins négative sur le yen dont le potentiel de dépréciation est limité.

● Pays émergents

- Les dirigeants chinois prendront les mesures nécessaires pour atteindre un taux de croissance de 7 %.
- Les données macroéconomiques confirment le ralentissement de la croissance.
- La faible inflation en Chine laisse des marges de manœuvre aux autorités et à la banque centrale pour soutenir l'économie.
- Il ne faut pas s'attendre à un rebond de la croissance dans les pays émergents au cours des prochains mois mais les disparités restent importantes d'un pays à l'autre.
- La stabilisation du dollar serait une bonne nouvelle pour les entreprises dont les dettes sont libellées en devises étrangères.

➤ **Conclusions opérationnelles :**

- ♦ Il faut se montrer très sélectif sur le marché des actions des pays émergents.
- ♦ L'Asie qui profite de la reprise dans les pays développés et de l'effet pétrole offre de bonnes opportunités, notamment les pays comme l'Inde qui adoptent de vastes plans de réformes.
- ♦ Les obligations en devises locales offrent les meilleurs rendements dans plusieurs pays, mais il faut prendre garde à la volatilité sur le marché des changes qui affecte le rendement attendu.
- ♦ Les obligations libellées en devises étrangères dont les spreads sont élevés recèlent un véritable potentiel.

Focus de Philippe Delienne

« Quand les taux d'intérêt remonteront-ils ? »

● Les effets des taux de rendement négatifs

Depuis quelques temps, quatre banques centrales appliquent des taux d'intérêt négatifs soit pour réduire les entrées de capitaux (Suisse, Danemark) soit pour lutter contre le risque de déflation (zone euro, Suède). Les taux d'intérêts négatifs ont un fort impact psychologique sur les ménages, les investisseurs et les institutions financières. A priori les taux d'intérêt négatifs doivent inciter à la consommation plutôt qu'à la thésaurisation et provoquer une hausse de prix pour renouer avec l'objectif d'inflation. Les taux négatifs peuvent avoir des effets pervers: les contrats à taux variable nécessitent d'être revus. En effet comment l'émetteur peut-il récupérer les intérêts négatifs auprès d'une multitude d'investisseurs ? Par ailleurs quelle fiscalité appliquer dans cette configuration? L'interrogation se porte aussi sur la valeur d'un collatéral à taux négatif. Mais plus important encore les taux d'intérêt négatifs entraînent une baisse du profit des banques, une baisse de la rentabilité des placements des compagnies d'assurance et des caisses de retraite, et favorise des prises de risques excessives. Enfin, les taux d'intérêt négatifs donnent le signal du risque de déflation.

Malgré un début de reprise dans la zone euro et une amélioration dans la distribution de crédit, les anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans se sont certes stabilisés mais à un niveau bas, proche de 1,7 %. Quant à la croissance potentielle, véritable nerf de la guerre, elle se situe selon les prévisions entre 0,8 % et 1 %. C'est peu comparé à la période 2000-2008 où elle atteignait 2 %. L'écart de production s'est lui aussi creusé à -2 %. Une faible croissance potentielle se traduit par une baisse de la consommation, une décélération des investissements et une difficulté à se désendetter pour les Etats. Il y a une nécessité absolue, c'est celle d'augmenter le taux de croissance potentielle à un niveau suffisamment élevé. En effet si la croissance est faible, les perspectives de profits des entreprises et des ménages seront faibles elles aussi avec pour conséquences moins de consommation moins d'investissement et un chômage élevé. Dans un tel scénario l'inflation ne parvient pas atteindre 2 % et cela représente un défi pour la politique monétaire. Pour relancer l'activité il faut augmenter le taux de croissance potentielle, et cela passe entre autres par une augmentation des investissements par les entreprises et les Etats.

● Quels leviers d'action pour stimuler la croissance ?

➤ A court et moyen terme :

- ◆ L'urgence est de redresser la demande tout en préservant les équilibres de long terme.
- ◆ Cela passe forcément par une politique monétaire très accommodante et, notamment en zone euro, par un soutien décisif à l'investissement.
- ◆ La politique budgétaire doit s'adapter à la situation de chaque pays : la réduction des déficits publics doit être poursuivie en priorité car elle permet de conserver la confiance des investisseurs et d'alléger le fardeau de la dette.
- ◆ Les pays qui conservent une marge de manœuvre ont tout intérêt à mettre en place des politiques favorables à l'investissement et à la croissance.
- ◆ Profiter d'un environnement de taux bas pour investir dans les infrastructures est une solution intéressante.
- ◆ La BCE doit mener une stratégie pour faire baisser l'euro et stimuler les exportations

➤ A long terme :

- ◆ Renforcer le potentiel de production à long terme.
- ◆ Mettre en œuvre des réformes structurelles sur les marchés des biens et services et sur le marché du travail.
- ◆ Dans le cadre de la France, un alignement sur les meilleures pratiques au niveau international en matière de régulation des marchés des biens et des services et du travail permettrait d'augmenter la productivité d'environ 6 points en dix ans.

● Conclusion

Il faut parvenir à une normalisation du taux de croissance qui se matérialisera par une normalisation des taux d'intérêt et recréera un cercle vertueux. A cet égard, la BCE se montre très claire. Récemment, Yves Mersch, membre du directoire de la BCE traçait la voie à suivre : « Lorsque nous aurons une reprise plus forte et un taux d'investissement plus élevé, cela permettra de remonter le niveau d'équilibre des taux d'intérêt et de renormaliser la politique monétaire. »

● L'allocation privilégiée de Convictions AM

Actions	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Amérique du Nord		=		Petites cap. de croissance / Nouvelles technologies / Constructeurs immo. / Infra. Énergétiques / Sécurité
Europe			++	Pays du sud / Petites cap. / Banques / Valeurs de croissances / Agro alimentaires
Japon			+	Grandes cap. / Banques
Emergents		=		Chine / Corée du Sud / Asie / Inde
Obligations d'Etat	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Pays Core	–			Pentification des courbes de taux (Allemagne, USA) / Resserement du spread USA-Europe
Pays périphériques		=		Portugal 10 ans / Italie 15 ans
Emergents Devises Locales		=		
Emergents Devises Fortes		=		
Indexés Inflation	–			
Obligations d'entreprises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Investment Grade		=		RMB-ABS Europe du sud
High Yield			+	Taux variable high Yield
Titres Subordonnée			++	Tiers 1, Cocos
Emergents		=		
Diversification	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Convertibles			+	Profil mixte, Europe
Performance absolue			+	Merger Arb / CTA / Market Neutre
Devises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
USDEUR			+	
USDJPY		=		
Autres G10			+	Sterling vs EUR / DKK vs EUR
EM		=		

Pour de plus amples informations, vous pouvez nous joindre par téléphone au : 01 70 37 39 50 et par e-mail : info@convictions-am.com

Vous pouvez également consulter notre site internet : www.convictions-am.com

Le présent document est fourni à titre d'information et ne présente aucun caractère contractuel. Les informations contenues dans ce document sont remises uniquement à titre d'information et ne sauraient constituer une information contractuelle ou légale. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les prospectus de nos fonds sont disponibles sur notre site www.convictions-am.com ou sur simple demande auprès de nos commerciaux.

