

Principales Conclusions du Point Macro & Convictions Présentation du 8 juillet 2015 au Travellers Club Paris

« Le début de reprise se confirme en Europe »

● Monde

- La croissance économique mondiale atteindra un niveau modeste cette année avec une progression de 3 %.
- Dans l'industrie et les services, l'indice mondial confirme un niveau d'activité modéré.
- Les surprises macro-économiques rebondissent aux Etats-Unis, se stabilisent dans la zone euro et atteignent un niveau record au Japon.
- Les banques centrales maintiennent une politique monétaire accommodante dans le monde mais la Fed est prête à normaliser sa politique monétaire progressivement.
- Le prix du baril de pétrole s'est stabilisé dans une fourchette de 50 à 70 dollars, un élément favorable à la croissance mais pénalisant pour les pays producteurs.

● Etats-Unis

- La croissance devrait progresser de 2 à 2,5 % après un premier trimestre décevant en raison des intempéries et de la grève des ports à l'Ouest.
- L'évolution du marché de l'emploi, la légère hausse des salaires et le niveau du dollar constituent des éléments déterminants pour anticiper le premier relèvement des taux par la Fed.
- L'élément essentiel pour les marchés d'actions ne réside pas dans la première augmentation des taux mais davantage dans le rythme des relèvements futurs décidés par la Fed.
- Malgré la baisse du prix de l'énergie, les ménages américains privilégient l'épargne et manquent de dynamisme pour soutenir une accélération de la reprise.
- Les résultats des entreprises doivent encore s'ajuster pour profiter du rebond de l'activité.

➤ Conclusions opérationnelles :

- ◆ Il est préférable de rester neutre sur les actions. Cependant les opportunités existent sur les secteurs peu liés au dollar comme les petites entreprises de croissance, les banques où les entreprises de la nouvelle économie.
- ◆ Les obligations à haut rendement conservent de l'intérêt grâce à un rendement attractif (6,5 %).
- ◆ Les obligations souveraines et d'entreprises « Investment grade » assorties de rendement toujours bas restent vulnérables à la normalisation de la politique monétaire.

● Europe

- Le début de reprise se confirme. Les indicateurs avancés sont au plus haut depuis 4 ans. La distribution de crédit redémarre selon les derniers indicateurs de la BCE.
- Un compromis a été trouvé in extremis entre la Grèce et ses créanciers. On attend maintenant la mise en oeuvre effective du plan de sauvetage.
- Les pays d'Europe du Sud restent soutenus par les injections de liquidité de la BCE, mais il subsiste un risque politique.

- L'investissement reste en suspens, en particulier le plan Juncker qui semble difficile à mettre en place.
- Les résultats des entreprises s'améliorent mais cette tendance a déjà été anticipée.

➤ **Conclusions opérationnelles :**

- ◆ Les actions recèlent un potentiel d'appréciation important. Les banques, les pays périphériques et les petites entreprises sont privilégiés.
- ◆ Les obligations à haut rendement et les obligations financières offrent des taux de portage intéressants et une bonne visibilité.
- ◆ Avec la baisse récente des prix, les obligations des Etats périphériques présentent un rendement attractif. La corrélation avec le risque global pose toutefois un problème.
- ◆ Les obligations souveraines des pays core et les obligations d'entreprises « Investment grade » sont peu attractives sauf pour leur caractère protecteur en cas de crise.

● Japon

- L'inflation est orientée à la hausse car la croissance se rapproche de la croissance potentielle et l'output gap se referme.
- Le premier ministre Shinzo Abe est déterminé à réussir son pari de reflation de l'économie.
- La banque du Japon marque désormais un temps de pose dans l'injection massive de liquidité. Son objectif : que la baisse du yen ne soit pas le seul moteur de l'économie.
- La visibilité sur la hausse des salaires est limitée mais les augmentations décidées par les conglomérats vont dans le bon sens.

➤ **Conclusions opérationnelles :**

- ◆ Les actions sont privilégiées car la valorisation est raisonnable et l'orientation des bénéfices par action est toujours positive.
- ◆ La baisse de l'impôt sur les sociétés devrait être un catalyseur à la hausse du marché.
- ◆ Sur les taux souverains, la réussite des Abenomics ainsi qu'un niveau bas peuvent créer une opportunité pour une position vendeuse.
- ◆ Neutralité sur le yen malgré une Banque centrale toujours très accommodante, le potentiel de dépréciation est limité du fait de la forte correction récente.

● Pays émergents

- L'activité ralentit en Chine malgré les mesures de soutien du gouvernement et de la banque centrale. De nouvelles annonces sont prévisibles pour viser l'objectif de 7 % de croissance cette année ou atténuer le ralentissement.
- Le phénomène de bulle en Chine concerne davantage les actions continentales que celles cotées à Hong-Kong.
- Les investisseurs restent à l'écart des actifs émergents comme en témoignent les flux de capitaux négatifs (facteur positif).
- Le rythme de croissance des pays émergents devrait se stabiliser mais il ne faut pas s'attendre à un rebond rapide dans les prochains mois.

➤ **Conclusions opérationnelles :**

- ◆ Les obligations en devises locales apparaissent attractives, en particulier dans les pays offrant un rendement élevé (Brésil, Inde, Indonésie). Mais attention à la volatilité sur le change.
- ◆ Les devises émergentes ont connu des dépréciations importantes. La valorisation est à un niveau intéressant mais il faut sans doute attendre un vrai catalyseur (croissance).
- ◆ Les obligations en devises étrangères recèlent un potentiel très limité.
- ◆ Sur les marchés actions, la sélectivité reste clé. L'Asie est privilégiée, elle bénéficie de la reprise des pays développés et de l'effet pétrole. Les pays comme l'Inde qui engagent des programmes de réformes sont également bien orientés.

Focus par Véronique Riches-Flores, lors de son intervention au Point Macro et Convictions

« La dette et ses dimensions démographiques »

La dette, c'est pas fini !

Les niveaux d'endettement ont explosé ces dernières années. En voulant prévenir le risque systémique lié au surendettement public, les politiques de quantitative easing ont alimenté la dette ailleurs, notamment en Asie où l'endettement privé dépasse souvent ceux des plus endettés du monde développé. Que se passera-t-il au cours du prochain coup de froid conjoncturel qui forcément interviendra d'ici là ?

● Comment en est-on arrivé à de tels excès, à qui la faute ? Gouvernements, banquiers centraux, investisseurs ou simplement les effets d'une démographie inédite ?

Les trois décennies antérieures à la crise ont été celles d'une démographie porteuse successivement d'une explosion des ressources en main d'œuvre puis dans les années 90 d'une très forte augmentation de la population à fort taux d'épargne.

Il en est successivement résulté :

1. une augmentation inédite du socle de production mondial et une envolée de la productivité à l'origine d'un enrichissement planétaire.
2. une montée de la concurrence et d'un écrasement de l'inflation accompagné d'une décreue des taux d'intérêt.
3. une augmentation considérable de l'appétit pour le risque et de l'endettement.

● Cette dynamique est derrière nous aujourd'hui

La croissance de la population mondiale d'âge actif devrait considérablement décliner au cours des prochaines années et simultanément, la cohorte de la population à fort potentiel d'épargne entrera massivement dans l'âge post-actif.

- A l'image du Japon, l'accumulation d'épargne, donc le taux d'investissement devraient en être considérablement impacté.
- Les gains de productivité d'hier seront plus difficiles à reproduire.
- Les ratios d'endettement seront alors mécaniquement tirés à la hausse et le risque de défaut augmentera en proportion.

● Comment en sortir ?

Selon une étude publiée par S&P en 2006, le vieillissement ferait basculer la plupart des grands Etats développés en situation de Non-Investment grade d'ici 2040. Une telle situation aurait déjà dû faire remonter le niveau des taux longs. Les banques centrales auront de facto du mal à couper court à ces pratiques.

Mais trop de QE tue le QE, l'action des banques centrales, seules, ne peut suffire si des politiques de croissance ne sont pas actionnées.

● L'impératif environnement, une chance ?

- Pour reconstruire et créer de nouvelles sources de valeur
- Pour accélérer le passage de l'innovation dans le processus de production et de consommation
- Pour réduire le risque de long-terme
- Pour redonner une ambition à l'Europe (la crise peut-elle servir de catalyseur?)

● L'allocation privilégiée de Convictions AM

Actions	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Amérique du Nord		=		Petites capi, techno, banques
Europe			++	Pays périphériques, banques, petites capi
Japon			+	Nikkei 400; Large Cap
Emergents		=		Corée du Sud, Inde
Obligations d'Etat	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Pays Core	-			Etats-Unis, Japon
Pays périphériques			+	Portugal, Italie
Emergents Devises Locales		=		
Emergents Devises Fortes	-			
Indexés Inflation	-			
Obligations d'entreprises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Investment Grade		=		Europe
High Yield			+	Europe et Etats-Unis
Titres Subordonnée			++	Tiers 1
Emergents		=		
Diversification	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Convertibles			+	Profil mixte
Performance absolue			+	Merger Arb, Market Neutre, Long/short
Monétaire	Négatif		Positif	
Monétaire	--			
Devises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
USDEUR			+	
USDJPY		=		
Autres G10 vs EUR			+	GBP vs EUR; JPY 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.

