

Les deux dépressions ne se sont pas transformées en une tempête parfaite

En 2014, nous avons anticipé l'arrivée imminente et conjointe de deux séries d'événements dont la collusion devait constituer un énorme défi pour les marchés financiers, une « tempête parfaite » selon la terminologie maritime. En l'occurrence, les investisseurs allaient enfin s'ajuster par rapport à la chute continue et synchronisée des marchés émergents, des cours des matières premières et des réserves mondiales de change (comme en 1997-1998) au moment-même où la Réserve Fédérale américaine (Fed) allait normaliser sa politique monétaire pour des raisons liées à la performance de l'économie nationale (comme en 1994).

À l'évidence, l'ajustement des opérateurs face à la première vague d'événements s'est concrétisé dès le début de l'année 2015 pour s'accélérer à partir du mois d'août dernier, et ce avec une volatilité extrême. Depuis, le positionnement extrême des investisseurs par rapport à la problématique chinoise au sens large du terme s'est confirmé, et ce malgré la lente dégradation des fondamentaux macroéconomiques de la zone. Par exemple, les indices des directeurs d'achat (PMI) et les indicateurs de la production industrielle en Chine n'ont quasiment pas bougé depuis près d'un an, confirmant ainsi un ajustement de la croissance économique chinoise à la baisse, mais sans à-coup. Or, la prise de conscience tardive par le marché des difficultés structurelles de l'Empire du Milieu a créé un vent de panique excessif de la part d'investisseurs réclamant à corps et à cri la dévaluation de la devise chinoise. Ceux-ci étaient alors, et demeurent aujourd'hui très circonspects quant à la capacité des autorités de Pékin à procéder en douceur aux ajustements nécessaires et à garder le contrôle des sorties de capitaux.

La première crise a laissé quelques marques, mais se dissipe plus rapidement que prévu

Les récents événements montrent que le défi politique résultant du rattachement du renminbi à un panier de droits de tirage spéciaux a été provisoirement résolu par la suspension du processus de libéralisation de la balance des capitaux. Cette dernière pourrait par la suite faire l'objet de restrictions supplémentaires dans la mesure où il s'agit du moyen le plus efficace pour rétablir une politique cohérente et crédible. En Chine comme ailleurs, les autorités monétaires vont donc vraisemblablement s'appuyer sur un régime prolongé de taux de change quasi-fixes pour retrouver une certaine crédibilité. Les investisseurs seraient donc bien inspirés de tabler sur la stabilité des taux de change plutôt que de s'inquiéter d'ajustements soudains.

La Chine reste à moyen terme confrontée à de grosses difficultés structurelles. Ses problèmes devraient néanmoins être réglés au fil du temps, comme c'est généralement le cas dans ce pays. Le verrouillage de la balance des capitaux constitue une partie de la réponse. Toutefois, il ne s'agit pas de la seule difficulté : la Chine ne bénéficie pas encore de marchés libéralisés, de l'indépendance de ses autorités réglementaires et d'une forte coordination entre ses autorités politiques et monétaires. Or, ces conditions sont nécessaires pour procéder à des ajustements rapides, comme ce fut par exemple le cas en 2008 pour certains pays développés. Le marché va donc continuer de reconnaître progressivement les problèmes spécifiques liés à la Chine que sont les prêts improductifs, l'endettement et la capacité de production excédentaire.

Le passage de la première dépression laisse mal augurer de la seconde

Les risques macroéconomiques et de change s'avèrent aujourd'hui bien moins importants que ce que les valorisations reflètent. Par conséquent, le ralentissement de la croissance chinoise représente une menace relativement bénigne pour l'économie mondiale. Il est toutefois difficile de nier que le secteur manufacturier fait face à une crise dans les pays émergents et que le volume mondial des échanges commerciaux atteint des niveaux historiquement bas. Pourtant, la situation ne date pas d'hier et a commencé fin 2011. La contraction de l'activité manufacturière induite par l'effondrement des cours du pétrole aux États-Unis est la seule nouveauté et elle semble déjà se stabiliser. Le risque de crise aggravée au sein de ce secteur est désormais faible puisque le nombre de commandes dépasse à présent celui des stocks. Les chances d'observer un rebond dans les mois à venir ont augmenté, car deux contre-chocs pétroliers successifs (deuxièmes semestres 2014 et 2015) ont soutenu la consommation mondiale. En janvier, le taux d'utilisation des capacités de production progressait aux États-Unis. Cette évolution encourageante indique que le pouvoir d'achat des ménages commence à bénéficier au secteur manufacturier. La situation évolue de la même façon qu'en 1987 et en 1999, lorsque la consommation avait permis une reprise de la croissance, stimulant l'ensemble des secteurs économiques. En règle générale, des conditions de départ identiques et des circonstances analogues doivent aboutir aux mêmes résultats. L'instabilité macroéconomique mondiale est susceptible de s'amenuiser au moindre signe de rebond du secteur manufacturier par rapport à son point bas actuel. L'indice PMI des États-Unis a évolué en ce sens en février. Entre-temps, les consommateurs restent très confiants et le marché de l'emploi se raffermi dans les pays du G4, ouvrant la voie à une croissance stable pour les 85% de l'économie qui ne relèvent pas du secteur manufacturier.

Selon l'opinion positive qui prédomine, la faiblesse des cours des matières premières et la vigueur de la consommation intérieure continueront de soutenir la croissance. Pourtant, les récentes turbulences financières et macroéconomiques semblent déconcerter les analystes les plus chevronnés. En fait, c'est l'attention extrême que les investisseurs portent à la gestion des risques et les ajustements de positions auxquels ils ont procédé qui ont laissé croire que l'économie mondiale était en plein effondrement. La confirmation de la reprise de l'économie devrait refaire surface et prendre de l'ampleur auprès des investisseurs dès que les craintes se seront dissipées. Autrement dit, le spectre des risques devrait disparaître en laissant l'économie indemne. Aux États-Unis, cela se traduira par une baisse du taux de chômage, une pression accrue sur les salaires et une hausse du « pricing power » des entreprises. La tendance haussière de l'inflation sous-jacente devrait entraîner un resserrement de l'écart de production (output gap), lequel se rapproche de ses niveaux cycliques traditionnels. La normalisation des taux de la Fed devrait donc redevenir d'actualité. Par conséquent, la première tempête provoquée par la forte revalorisation de la prime de risque sur les marchés émergents et des matières premières, similaire à celle de 1997-1998, pourrait bientôt laisser place à une nouvelle dépression majeure, à savoir celle d'un cycle prolongé et complet de relèvement de ses taux directeurs par la Fed.

Profitez du calme avant la prochaine tempête qui devrait être pire encore

Bien que l'inflation de base (hors alimentation et énergie) affiche une tendance à la hausse, l'inflation totale devrait rester faible durant la majeure partie de l'année en raison du récent recul des cours des matières premières. De quoi favoriser la poursuite d'une économie « idéale », avec des bonnes surprises sur le front de la croissance et un certain attentisme de la part de la Fed. La prochaine réunion du comité de politique monétaire en mars devrait parfaitement illustrer cette heureuse combinaison entre poursuite de la croissance et repli de l'inflation. Les investisseurs devraient néanmoins garder à l'esprit qu'il ne s'agit que d'une phase transitoire, car le redressement de l'économie poussera inmanquablement l'inflation de base à

la hausse. Au second semestre, le taux d'inflation totale devrait en effet converger vers le taux d'inflation de base, dans l'hypothèse où les cours des matières premières demeurent inchangés. Nous sommes par conséquent entrés dans une période intermédiaire, raisonnablement calme et offrant une meilleure visibilité. Dans le même temps, la prochaine dépression va pouvoir se former avant que les investisseurs ne s'en aperçoivent.

Alors que le marché se trouve dorénavant rassuré quant à la trajectoire économique des pays développés et quant aux risques extrêmes en Asie, la prime de risque sur les classes d'actifs devrait dorénavant revenir à la normale après avoir récemment atteint des niveaux excessifs. Au-delà de cette période transitoire, la perspective de la normalisation des taux de la Fed – indispensable au vu des conditions macroéconomiques outre-Atlantique – constitue un autre facteur de revalorisation des actifs. Or, le niveau actuel des rendements des bons du Trésor américain contredit ces anticipations. Actuellement, leur prix ne tient quasiment compte d'aucun relèvement des taux jusqu'en 2017. Cela tient certainement au fait que la protection des portefeuilles constitue désormais la priorité des priorités, compte tenu de la correction brutale récemment intervenue sur le marché, et ce quels que soient les niveaux de valorisation. Le placement des liquidités importantes accumulées par les gérants de portefeuille expliquent la baisse de la partie courte de la courbe des taux américains. Si l'évolution des bons du Trésor américain est déjà mise à mal dans les conditions actuelles, la situation risque de devenir catastrophique dans le cadre d'une normalisation prolongée de la Fed.

Pour certaines sociétés de gestion, comme H2O AM, la panique récente s'est présentée comme une opportunité pour protéger les portefeuilles contre ce risque à venir, en vendant des bons du Trésor sur des niveaux extrêmement favorables. Cet arbitrage s'est fait aux dépens de ceux qui ont acheté ces mêmes titres dans l'espoir d'obtenir une protection immédiate mais brève contre les risques à court terme. La détention d'obligations gouvernementales américaines est désormais la lubie des investisseurs focalisés sur le court terme et ayant une vision quelque peu dépassée des marchés. En s'exposant à la dette souveraine américaine, ces investisseurs s'exposent en outre à la prochaine grande dépression. La normalisation de la politique monétaire de la Fed se présente comme un chien dans un jeu de quilles, et il est encore temps de s'en prémunir.

Rédigé à Londres, le 8 mars 2016.

Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans l'U.E. francophone Le présent document est fourni par NGAM S.A. ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Le présent document est fourni par NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse : Le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl. Registered office: Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les

fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés «Informations clés pour l'investisseur», les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 101, CH-8066 Zurich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP : 10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom, Management Company n°529105 FCA.

www.h2o-am.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A. : RCS Paris n° 453 952 681, 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris, Société anonyme au capital de 156 344 050 euros.

www.ngam.natixis.com