



Londres, le 10 février 2016

La forte volatilité observée sur les marchés financiers depuis le début de l'année justifie le triple état des lieux suivant (flux, macro-économie, positions en portefeuille) ainsi que la confirmation de nos perspectives 2016.

A – Etat des lieux concernant les flux vendeurs qui ont déferlé sur les marchés depuis six semaines.

- après un mois de janvier agressif, les sorties des fonds actions US s'avèrent plus modérées ;
- Les fonds émergents, obligataires comme actions, n'ont quasiment plus de rachats depuis novembre ;
- Les fonds High Yield US reçoivent des souscriptions depuis deux semaines.

Ces trois éléments semblent indiquer que **l'investisseur final américain a achevé ses ajustements**. Après deux années de prises de profits, il est désormais sorti des thèmes d'investissement post-2008, qui favorisaient les actifs soutenus par les programmes d'assouplissement monétaires, marchés émergents en tête.

- Les données officielles de janvier montrent que **l'investisseur japonais** profite du rebond du yen et de la correction des actions pour investir. Le flux mensuel d'achats d'actions étrangères est l'un des plus élevés jamais observé ;
- En revanche, les grands **fonds souverains** vont probablement continuer de vendre une part de leurs positions en actions, mais les montants sont modérés car ils détiennent surtout des obligations. Par ailleurs, ils étalent leurs ventes dans le temps et l'effet mécanique de la baisse récente a déjà réduit la part d'actions dans leur allocation ;
- Restent les **européens**, qui n'avaient pas bougé jusqu'en février, du fait de la faiblesse de l'euro et de leur exposition modérée aux actions. Mais l'accélération début février de l'écartement des spreads de crédit et la baisse concomitante des actions bancaires européennes, le tout enrobé dans le stress général des marchés, les ont finalement poussés vers la sortie. **Ce sont eux qui ont provoqué la rechute du mois de février.**

Plusieurs éléments nous amènent à maintenir notre prévision d'une **fin imminente du « nettoyage » en Europe** :

1. les spreads de crédit ont retrouvé des niveaux très attractifs, proche de ceux de 2013, et attireront rapidement les investisseurs ;
2. Mario Draghi s'est montré très clair dans son dernier discours: la BCE n'hésitera pas à intervenir de nouveau pour stimuler l'économie et combattre le risque déflationniste. Il faut s'attendre à une intervention très musclée en mars ;

3. autant les investisseurs européens sont volages sur les actions, autant ils ont toujours montré un comportement résilient sur le marché du crédit. Dans un contexte de croissance correcte et synchronisée dans la zone euro, il est peu vraisemblable d'observer des sorties massives des fonds crédit ;
4. les actions des pays émergents surperforment désormais, signe de capitulation du marché européen alors que les autres marchés commencent à se redresser.

B – Etat des lieux concernant l'environnement macro-économique.

Sur le front de la macro, et de notre point de vue, rien n'a vraiment changé :

- **La série des PMI manufacturiers publiée lundi dernier est rassurante** : la majorité dépasse les attentes (Asie, Royaume Uni, Allemagne,...) et l'importante composante du carnet d'ordres s'inscrit le plus souvent à la hausse, notamment aux Etats-Unis ;
- **Les sorties de capitaux de la Chine se sont révélés inférieures aux attentes** (\$90mds net d'effet de change, contre \$120mds attendus). La banque centrale de Chine contrôle et continuera de contrôler étroitement son taux de change face au panier de devises qui sert désormais de référence ;
- **Le rapport de l'emploi publié aux Etats-Unis vendredi confirme le rebalancement** : si le chiffre de création est inférieur aux attentes (150k contre 190), tous les détails vont dans le sens d'une économie locale florissante : le salaire horaire accélère (+0.5% sur un mois), l'enquête auprès des ménages affiche sa variation la plus élevée depuis fin 2013, le taux de chômage est passé sous les 5% ;
- **Les prix des matières premières** (et pas seulement du pétrole) se sont stabilisés et les discussions actuelles entre les membres de l'OPEC indiquent une volonté d'empêcher toute baisse supplémentaire. Cela freinera au moins les ardeurs spéculatives.

En conclusion, la macro valide progressivement notre **scénario de rebalancement de l'économie mondiale des émergents vers les développés, du producteur au consommateur de matières premières.**

C – Etat des lieux concernant les positions en portefeuille.

Au cours du mois de janvier, l'équipe de gestion avait procédé à quelques ajustements, essentiellement sur les marchés des changes.

Ainsi, n'offrant plus un profil attractif après son rallye des trois dernières années, la **position acheteuse de dollar US a été nettement réduite**, suite au **déboucement de la position vendeuse de devises matières premières**, dont les dollars australien et néo-zélandais. Certaines stratégies vendeuses de devises émergentes ont pareillement été liquidées, dont le ringgit malais, la roupie indienne, le peso colombien et le rand sud-africain. Les portefeuilles sont donc désormais **essentiellement vendeurs de devises émergentes asiatiques** (TWD, SGD, INR & KRW), et **acheteurs de peso mexicain**. Ils se retrouvent aussi **acheteurs de devises pétrolières (MXN, RUB & NOK)**. Ils demeurent enfin **très vendeurs de franc suisse**.

Sur le front des obligations souveraines et des actions, toutes nos stratégies sont maintenues :

- les actifs risqués, actions en tête, resteront certes volatils quelques mois encore, mais leur tendance se retournera progressivement. Nous confirmons notre **préférence pour les bourses de la zone euro, et, en particulier, pour son secteur bancaire** dont l'indice cotait hier sous les 90 alors qu'il traitait en moyenne sur des niveaux de 80 en 2012. Or les banques européennes sont aujourd'hui dans une situation autrement plus confortable qu'en 2012, en particulier en termes d'accès à la liquidité et de capacité de remboursement de leurs dettes. Les interrogations légitimes sur leur rentabilité future et leur capacité de recapitalisation selon les perspectives de croissance en Europe ne justifient pas leur déroute boursière actuelle. Le cas de Deutsche Bank est révélateur d'un marché plus animé par les flux de sortie et l'aversion au risque que par les fondamentaux et la raison (cf. notre note sur les marchés du crédit européen – accessible via la newsletter CGPInside disponible la semaine prochaine) ;
- après leur fort glissement des dernières séances, **les taux gouvernementaux américains devraient remonter dans les prochains mois**. En effet, rien ne justifie aujourd'hui que nous changions notre perspective sur la poursuite de la croissance américaine en 2016 et sur les pressions à la hausse sur les salaires et sur les prix qui devraient nécessairement en découler. Dans cette perspective, nous avons mis en œuvre des **stratégies optionnelles à la hausse des taux courts US** à un moment où le marché n'anticipe plus aucun resserrement de la Fed d'ici fin 2017.

Conclusion.

Les mouvements observés ces deux derniers mois dépassent ce que nous avons vécu en 2011 et se rapprochent de 2008 sur de nombreux actifs, dont le crédit.

Mais il faut le répéter, **les mouvements récents n'ont rien de systémiques**. Ils génèrent beaucoup de volatilité mais doivent être lus comme **créateurs d'opportunités**. L'absence de « leverage » dans le système bancaire comme chez les corporates, les taux extrêmement accommodants, les consommateurs américains et européens dont le pouvoir d'achat ne cesse d'augmenter, sont autant de raisons de ne pas craindre une nouvelle crise à la 2008.

Avec toutes nos excuses pour la forte volatilité que vous subissez actuellement à travers nos fonds, et avec tous nos remerciements pour votre soutien et votre patience.

Note rédigée par l'équipe H2O à Londres le 10 février 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 a 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