

GRAND ANGLE

#1

JANVIER 2017

Comité du 03/01/17 • Achevé de rédiger le 05/01/17

Nouvelle année, nouvelle thématique...



Jean-Marie MERCADAL

Directeur Général Délégué
en charge des gestions

Il y a un an, les craintes des investisseurs se focalisaient sur l'environnement potentiellement déflationniste, caractérisé par une croissance faiblissante et des taux orientés dangereusement à la baisse.

Un an plus tard, les perspectives 2017 s'annoncent meilleures sur le plan macroéconomique, sous l'effet du retour de la thématique de relance budgétaire, et sur le plan micro-économique. Mais les taux remontent rapidement...

Comment analyser ce revirement, quel bilan tirer de 2016 et comment aborder la nouvelle année 2017 ?

Notre allocation

au 05/01/17

Sous-pondéré		Neutre	Surpondéré	
--	-	=	+	++

CLASSES D'ACTIFS

Monétaire				→
Obligations				↓
			Convertibles	→
			Actions	→
		Matières premières		→
			Alternatif / Perf. absolue	→

La rotation des obligations vers les actions n'est probablement pas achevée. Le risque des obligations reste asymétrique dans le mauvais sens.

OBLIGATIONS

		Dettes souv. Euro Core		→
		Dettes souv. Euro périph.		→
		Euro Investment Grade		→
	High Yield			↓
			Index. inflation/Breakeven	→
			Dettes émer. devises fortes	↑
			Dettes émergentes locales	↑

Une stabilisation des taux autour des niveaux actuels semble possible à court terme. Mais fondamentalement, il y a peu d'espoir de performance sur la classe d'actifs. Les obligations émergentes semblent plus intéressantes à moyen terme.

ACTIONS

		États-Unis		→
			Zone Euro	→
	Royaume-Uni			→
		Japon		→
		Émergents		→
			Chine	→

Les flux d'allocation de début d'année devraient favoriser les actions. Les perspectives bénéficiaires s'améliorent de part et d'autre de l'Atlantique. Nous conservons une préférence pour les actions européennes, surtout pour leurs dividendes.

ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

		Croissance		→
			Value	→
		Small / Mid caps		→
			Cycliques	→
			Financières	→

Les valeurs plus cycliques et financières devraient encore surperformer dans les prochaines semaines. Il est préférable d'éviter les secteurs sensibles aux taux d'intérêt.

DEVICES

		Dollar US		→
	Yen			→
		Livre sterling		→

Le dollar devrait rester assez fort à moyen terme.

ALLOCATION D'ACTIFS

Le changement de problématique s'est fait progressivement en 2016. Dans la première partie de l'année, les logiques « déflationnistes » de ralentissement économique ont pris le dessus avec les craintes sur l'économie chinoise et la baisse du pétrole. Les investisseurs ont ensuite repris confiance sur la constatation que les perspectives de croissance n'étaient pas si mauvaises. Et ce d'autant plus que, **après plusieurs années de dogme de l'austérité** (ce qui n'est pas pour rien dans les succès électoraux des mouvements dits populistes), **une nouvelle logique a vu le jour** et a animé les instituts de conjonctures internationaux aussi bien que les « Think Tanks » économiques : **pour sortir de la « stagnation séculaire », et ce en dépit d'un montant de dettes inégalé, il faut s'endetter encore davantage pour être en capacité de réduire sa dette dans le futur par des investissements favorables à la croissance à long terme.** Cette idée a été reprise et mise en avant par Donald Trump durant sa campagne, avec le succès que l'on connaît. Parallèlement les Banques Centrales ont, elles aussi, amorcé un virage avec un pilotage plus fin et qualitatif des courbes des taux et, plus globalement, la fin d'un cycle de baisse des taux et de Quantitative Easing illimité.

“ **S'endetter plus, pour réduire sa dette !** ”

avec une mention spéciale pour le réal brésilien qui progresse de 22 % contre le dollar. Parmi les devises faibles, la livre qui a subi le Brexit et perd 13,5 % contre l'euro, le peso mexicain qui recule de 17 % contre le dollar et, plus inquiétant à moyen terme pour diverses raisons, le yuan chinois qui enregistre sa plus forte baisse depuis plus de 10 ans, -7 % vis-à-vis du dollar.

ÉCONOMIE

Des espoirs d'amélioration crédibles en 2017 avec la thématique de la relance budgétaire

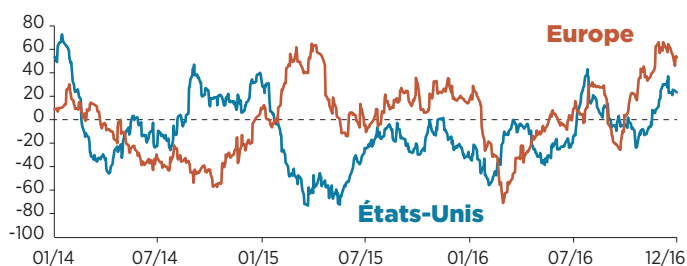
Depuis plusieurs années, la croissance mondiale faiblit et a fini par tomber progressivement jusqu'au seuil très important de 3 %. Il semble cette fois-ci qu'une inversion de tendance se manifeste, sous l'effet notamment des espoirs liés aux changements de logiques évoqués plus hauts. L'indice de « surprises économiques », qui mesure l'écart entre statistiques publiées par rapport aux attentes, est au plus haut depuis 2 ans.

La croissance mondiale est ainsi attendue en amélioration en 2017 par le FMI, à 3,4 % contre près de 3 % en 2016. Aux États-Unis, l'élection de Donald Trump conforte les espoirs : même si aucune action concrète n'a encore été prise, notamment en ce qui concerne la mise en place du plan d'investissement en infrastructures, mais l'esprit a l'air d'aller dans un sens positif aux yeux des entreprises, et donc des marchés. Reste le cas d'un éventuel « repli sur soi » et protectionnisme, qui serait très négatif pour le commerce international. Là aussi rien n'est vraiment clair pour le moment, mais les investisseurs considèrent que les positions extrémistes prises durant la campagne ne pourront pas être tenues. Par exemple, pour ce qui concerne la Chine, le déficit commercial américain avec ce pays avoisine 370 Mds\$ par an, ce qui représente la moitié du déficit commercial américain. Mais les intérêts des deux pays sont très imbriqués : d'une part, une partie de ce déficit provient d'entreprises américaines produisant en Chine. Par ailleurs, ces produits à bas coûts ont redonné du pouvoir d'achat aux ménages américains, soutenant ainsi la consommation et donc la croissance domestique. Enfin, la Chine constitue le troisième importateur de produits américains, après le Canada et... le Mexique. Enfin, gardons à l'esprit que la Chine finance largement la dette américaine et détient près de 3 000 Mds\$ de titres du Trésor américain.

Au final, l'économie américaine devrait maintenir un taux de croissance de l'ordre de 2,5 % au cours des prochaines années. En zone Euro, les indicateurs instantanés sont également plutôt bien orientés. L'activité reste positive globalement dans l'industrie et les services. Par ailleurs, le domaine des exportations tend aussi à accélérer, ce qui est peut-être le signe d'une compétitivité accrue liée à la baisse de l'euro. De ce fait, le PIB instantané a accéléré, si bien qu'une **croissance légèrement supérieure à 1,5 % en 2017 sur l'ensemble de la zone paraît crédible.**

L'économie japonaise tarde à accélérer après pratiquement 4 ans d'« Abenomics ». Cependant la baisse du yen redonne du potentiel aux exportations, alors que pour l'économie domestique il y a peu d'accélération, mais pas non plus de risque majeur. **L'économie devrait donc croître à un rythme modéré autour de 1 %.**

CITI SURPRISES INDEX (EUR ET US)



Source : Bloomberg

Dans ce contexte, le bilan boursier 2016 s'avère donc plutôt bon et conforme à nos anticipations initiales, même si le cheminement a été plus heurté que prévu : toutes les grandes classes d'actifs obtiennent des performances positives, et quelquefois significatives, à l'exception toutefois notable des placements monétaires (-0,32 % pour l'Eonia en 2016). L'indice des obligations gouvernementales de la zone Euro progresse ainsi de 3,1 %, celui des obligations « Investment Grade » de l'ordre de 4,4 %. Sur les actions, le bilan est très positif avec une progression de 11 % de l'indice des actions internationales (en euro). Notons encore une fois la surperformance des actions américaines par rapport aux actions de la zone Euro : 12 % contre 4,1 % pour l'indice EuroStoxx et 1,7 % pour l'indice Stoxx Europe 600, en monnaies locales. La zone Euro a en effet été pénalisée par la composante Italie, fortement impactée par son secteur bancaire. Ce changement d'environnement, perceptible à partir de juin, a aussi provoqué de fortes rotations sectorielles : les secteurs dits « value », plus sensibles aux anticipations de reprise économique et bénéficiant d'une « repentification » de la courbe des taux (comme les valeurs bancaires) ont surperformé. Ainsi, après avoir compté jusqu'à 7 % de retard à mi-année, les valeurs « value » de l'indice Stoxx Europe 600 finissent l'année en hausse de près de 7 % contre -2 % pour les valeurs du style « croissance »... Sur les devises, le dollar a progressé modérément contre l'euro de près de 3 %. Notons une reprise globale des devises émergentes,

Source des indices cités : www.bloomberg.com

Parmi les autres grands pays occidentaux, la croissance du Royaume-Uni est restée satisfaisante autour de 2 % du fait de la baisse de la livre. Mais les perspectives sont très incertaines compte tenu de la perspective du Brexit dont les modalités restent encore complètement floues et qui seront une source d'incertitude pour les marchés européens en 2017.

Le monde émergent va globalement mieux à la faveur d'une reprise des matières premières, notamment mais pas uniquement. Un certain nombre de réformes structurelles ont été décidées dans certains grands pays : Inde en 2015, puis Brésil en 2016. Le cas de la Chine continue à intriguer : le rythme de croissance reste très satisfaisant autour de 6/6,5 %, en raison de plans de stimulation, mais l'immobilier commence à ralentir et l'économie est très endettée. De plus, le RMB a accéléré sa baisse en 2016 (-7 % vis-à-vis du dollar), ce qui laisse planer un doute sur l'éventualité d'une dévaluation rapide décidée par les autorités. Cela serait en contradiction avec leur objectif de faire du yuan une monnaie de réserve internationale, surtout après s'être fait accepté par le FMI dans le panier des monnaies éligibles aux paniers de DTS (Droits de Tirage Spéciaux). Mais en contrepartie, cela mettrait une fin rapide aux mouvements de sortie de capitaux et pourrait réorienter l'investissement dans le pays, en particulier vers la bourse, atone depuis 1 an et demi.

TAUX D'INTÉRÊT

L'inflexion des politiques monétaires implique probablement une hausse des taux, mais à quel rythme et de quelle ampleur ?

Après plusieurs années de politiques monétaires très accommodantes, l'année 2016 a marqué un revirement : l'objectif n'est plus de laisser les taux à un niveau très bas (pour favoriser les prix des actifs et stimuler l'investissement et la consommation), mais plutôt de piloter une normalisation progressive en essayant de formater les courbes des taux. Ceci est vrai, avec des degrés évidemment différents, pour la Fed, la BCE et la BoJ (Banque du Japon).

La Réserve Fédérale américaine est en avance dans ce processus, ce qui est logique car elle est partie la première dans ces politiques non conventionnelles. Par ailleurs, l'économie a rempli ses objectifs de chômage (largement en dessous de 5 %), de croissance, et l'inflation commence à remonter et atteindre la cible des 2 %. Les taux américains ont donc été relevés une fois en 2016 et le seront à nouveau probablement à trois reprises en 2017, **ce qui portera le niveau des Fed Funds autour de 1,25/1,5 % d'ici un an**. Les marchés obligataires ont déjà anticipé ce mouvement, si bien qu'une stabilisation des taux à 10 ans autour de 2,5 % semble possible dans les prochaines semaines, avant d'atteindre éventuellement la zone des 3 % à terme.

En zone Euro, la BCE n'a pas encore modifié le niveau des taux d'intérêt et ne devrait pas le faire dans un avenir proche, ce qui devrait laisser l'Eonia en territoire négatif pendant la totalité de l'année 2017. Pour le reste, elle a légèrement modifié sa politique d'achat de titres en diminuant le montant mensuel et en allongeant la durée d'intervention, de 6 à 9 mois. Il s'agit d'une forme de « tapering soft » (réduction du montant des achats) qui n'a pas et ne va pas affoler les marchés, surtout dans un contexte d'amélioration de l'économie. Nous anticipons de ce fait un taux d'équilibre du Bund compris entre 0,4 et 0,8 % dans les prochains mois.

En ce qui concerne **les « spreads périphériques »**, nous avons noté un mouvement d'écartement inhabituel de la France ces derniers mois, en liaison avec les aléas qui ont touché la dette italienne au moment du référendum et des questions autour du système bancaire. Ces doutes au sujet des fondamentaux budgétaires de la France ne sont pas illogiques, ils pourraient prendre de l'ampleur à l'occasion des élections du printemps, quand les observateurs internationaux se focaliseront sur notre pays.

Nous ne pensons pas que **les spreads « corporate »** présentent un potentiel de détente, nous les attendons stables au cours des prochains mois. En ce qui concerne le segment « **High Yield** », les valorisations nous semblent peu attractives après une performance de près de 8 % depuis le début de l'année et des rendements qui ont nettement baissé sur les meilleures signatures de la catégorie. Nous réitérons notre vue positive sur **les obligations émergentes** à moyen terme et la volatilité récente donnera des points d'entrée intéressants. Il s'agit d'une consolidation finalement assez saine après plusieurs mois de forte performance. Les rendements ont remonté : nous estimons qu'ils sont encore intéressants en comparaison des taux occidentaux, et avec des devises qui restent encore dans l'ensemble sous-évaluées, même s'il y aura certainement une phase d'agitation à court terme. Les rendements s'établissent ainsi autour de 7 % sur la dette locale et 6 % sur la dette émise en devises fortes. Par ailleurs, nous conservons une vue positive sur **les obligations indexées inflation**. Aux États-Unis, la reprise de l'inflation « core » est liée à la hausse des coûts de logement, de santé et aussi des salaires. Nous assistons donc à un retour vers la zone cible de la Fed à plus de 2 % mais il n'y a, semble-t-il, pas trop de risque d'accélération dangereuse à ce stade. En zone Euro, l'inflation est également attendue en hausse, légèrement au-dessus de 1 %, ce qui est encore assez éloigné de l'objectif de 2 % de la BCE. Les obligations indexées se sont rapidement ajustées et reflètent aujourd'hui ces niveaux. Le « Breakeven » apparaît ainsi plus intéressant en zone Euro car il y a encore un potentiel pour atteindre l'objectif de 2 %, mais même aux États-Unis, il constitue une protection en cas de dérapage inattendu. Le « Breakeven » se situe à 1,9 % aux États-Unis et 1,05 % sur le Bund.

Nous aimons également **les obligations convertibles** dans ce contexte pour leur convexité. La volatilité implicite sur le gisement européen a remonté ces dernières semaines mais reste encore dans des zones convenables.

ACTIONS

Les conditions d'une poursuite du mouvement haussier semblent réunies à court terme, surtout si les bénéfices des entreprises donnent des signes encourageants. L'année du stock picking, enfin ?

Nous assistons actuellement à un retournement à la hausse des perspectives bénéficiaires des entreprises.

Aux États-Unis, le Q3 2016 a mis fin à 5 trimestres consécutifs de baisse des bénéfices, en global. Les résultats du Q4 2016, qui seront publiés prochainement, devraient confirmer cette tendance. Pour 2017, le consensus s'attend à une progression de 10 %, ce qui semble élevé, la majorité des gérants s'attendant plutôt à une progression de l'ordre de 5 à 6 %. Mais si la réforme fiscale promise

Source des indices cités : www.bloomberg.com

ALLOCATION D'ACTIFS

par Donald Trump est mise en place, le taux d'impôt sur les sociétés passerait de 35 à 15 %, ce qui aurait un impact positif sur les résultats des entreprises, même si en moyenne elles ne paient pas le taux de 35 %. Selon diverses sources, le taux effectif payé par les entreprises non financières est plutôt de 20 à 25 %. Ce taux est bien sûr inférieur pour les entreprises très internationales. Dans ce cas, la franchise d'impôt sur les rapatriements de cash pourrait également avoir un impact positif sur les cours de bourse, une partie de ce cash serait consacré à des rachats d'actions... Les valorisations d'ensemble des actions américaines sont certes élevées au regard des normes historiques, mais une dynamique positive sur les résultats devrait soutenir le marché.

En Europe, les valorisations sont bien moins élevées (PER 2016 de l'ordre de 14 avec des perspectives bénéficiaires des entreprises attendues en hausse de 13 % l'année prochaine et des révisions plutôt à la hausse ces dernières semaines, ce qui les rend plus crédibles). Nous pensons qu'il y a donc un potentiel d'appréciation supplémentaire à moyen terme, d'autant plus que les dividendes restent encore attractifs par rapport aux rendements des marchés obligataires : 3,5 % contre 0,2 % pour le Bund et 0,8 % pour l'OAT 10 ans correspondante.

En zone Euro, nous nous attendons désormais à une progression de 13 % cette année. Nous pensons que la rotation entre les secteurs et les styles, qui a commencé dès le mois de juin, n'est pas encore achevée et va favoriser la « gestion active ». D'ailleurs, l'alpha créé par les gérants est en hausse. Aux États-Unis, par exemple, les corrélations entre secteurs étaient montées à 80 % depuis quelques années alors que ce mouvement tend à s'affaiblir, laissant augurer un terrain plus favorable pour les « stock pickers ».

Les fonds de gérants « actifs » ont enregistré près de 480 Mds\$ de rachats sur les trois dernières années, sur un total d'actifs de 5 400 Mds\$ désormais. Dans le même temps, les fonds « passifs » ont bénéficié de plus de 914 Mds\$ de souscriptions, pour un total d'actifs de près de 4 200 Mds\$.

EUROZONE 10Y GOV. BOND YIELD



Source : Factset

Notre scénario

Au final, les espoirs nés d'une nouvelle logique à la fois plus libérale et interventionniste, surtout pour les dépenses, créent un choc positif sur les marchés qui y voient une manière de sortir de la « stagnation séculaire ». Nous adhérons à ce scénario et restons pour le moment positifs sur les actions et prudents sur les classes d'actifs obligataires d'une manière générale. La tendance positive pour les actions a toutes les chances de se prolonger dans les prochaines semaines car les flux devraient revenir. Un potentiel de 10 à 15 % nous paraît possible. À plus longue échéance, il y aura des phases de volatilité : on ne passe pas si rapidement entre deux environnements de marché si différents sans à-coups. Il y aura donc des « retours de logique ». Par ailleurs, nous allons probablement vivre des périodes propices à la gestion « agile » : les fonds d'allocation dynamiques et de performance absolue auront matière à tirer parti des opportunités de marché.



AGENDA

19

JANVIER

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

26

JANVIER

Réunion de l'Eurogroupe

30

JANVIER

Réunion de politique monétaire de la BoJ (Banque du Japon)

1^{er}

FÉVRIER

Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)



Suivez-nous !



Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Investir sur les marchés actions comporte des risques, notamment un risque de perte en capital. Source des indices cités : www.bloomberg.com

Ce document est destiné exclusivement à des clients professionnels/non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les

informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'OFI Asset Management. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, OFI Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions. Photos : Shutterstock.com