



LA NOTE TRIMESTRIELLE

PAR MARC CRAQUELIN, DIRECTEUR DE LA GESTION D'ACTIFS

CE QUE NOUS OBSERVONS

Dans l'histoire boursière des trente dernières années, seules 1988 et 2008 ont plus mal commencé que 2016. De fait, les premières semaines de l'année ont été marquées par une très forte volatilité sur l'ensemble des actifs risqués, notamment le pétrole et les actions. Et les déclarations récentes et apaisantes de Mario Draghi et de Khalid al-Falih, Président de la Saudi Aramco, ne pourront à elles seules dissiper les craintes plus fondamentales des investisseurs :

- **craintes sur la Chine**, qui avaient déjà été un élément d'alerte en août dernier et vont nous accompagner au cours des mois qui viennent,
- **craintes sur le marché obligataire en général** – du fait d'un couple rendement-risque défavorable et du manque de liquidité sur la classe d'actifs – et craintes ponctuelles d'un risque systémique sur le High Yield US, liées à la baisse des prix du pétrole,
- **craintes sur les perspectives de croissance en général.**

CE QUE NOUS PENSONS

Les craintes relatives à la croissance chinoise = exagérées.

Nous restons sur un scénario de *soft landing* et pensons que l'économie chinoise est en cours de transformation d'une industrie manufacturière à une économie de services et de consommation. Les statistiques de décembre publiées cette semaine (production industrielle, vente de détail, PIB T4...), bien que légèrement décevantes, restent en ligne avec une croissance du PIB autour de 6,0-6,5% cette année compatible avec notre scénario. Le yuan va continuer de baisser face au dollar, mais cette baisse sera très probablement relativement ordonnée et pilotée par la Banque populaire de Chine.

Les craintes sur le High Yield US = exagérées.

Relativisons : s'il est clair qu'un certain nombre de producteurs de pétrole américains feront faillite, la dette des

entreprises de ce secteur ne représente que 3% du PIB. Pour rappel, la dette hypothécaire des ménages US était proche de 70% du PIB en 2006. Les ordres de grandeur n'ont donc rien de comparable.

Les craintes sur la croissance = l'Europe poursuit son redressement.

Euro et pétrole faibles, hausse du crédit, réduction de l'austérité budgétaire avec, à la clé, la poursuite du rattrapage en termes des BPA des entreprises... : les indices PMI de janvier restent en ligne avec une croissance économique qui pourrait approcher 2% cette année contre 1,7% attendu par le consensus. La zone euro est le seul endroit où il existe un (petit) potentiel de bonnes surprises en termes de croissance économique. Et le soutien de la BCE reste entier.

CE QUE NOUS AFFIRMONS

Au total, l'année s'annonce compliquée. L'économie mondiale se situe dans une phase de reflation lente, avec toujours beaucoup de liquidité. Cela étant, les pressions déflationnistes restent latentes : la moindre crainte sur la croissance provoque une volatilité importante sur les marchés.

Malgré cette hausse de la volatilité, il n'y a pas eu de vraie capitulation de marché. De ce fait, nous restons prudents et privilégions les solutions de mobilité – en particulier le dernier-né de notre gamme, Echiquier Global Allocation. Nous mettrons également à profit le cash de nos fonds actions pour saisir des opportunités sur les entreprises européennes, dont il nous semble qu'elles bénéficient aujourd'hui d'un meilleur momentum macroéconomique et de bénéfice net par action.