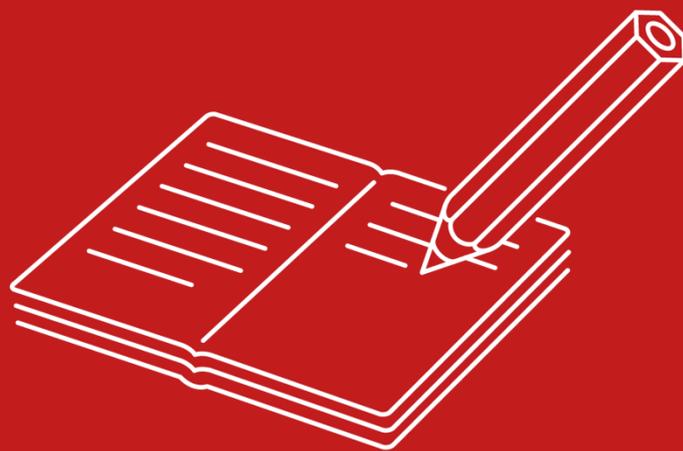


## Generali Investments

### Commentaire Marchés

16 février 2016



#### Point Macroéconomique

Les premières semaines de l'année ont été marquées par une correction des marchés financiers internationaux, les investisseurs étant de plus en plus inquiets face au ralentissement de l'économie chinoise, à la baisse des cours du pétrole et aux interrogations sur la santé du secteur financier alors que les rendements obligataires sont très faibles, voire négatifs, depuis plusieurs mois. Plus récemment, le spectre d'une récession aux Etats-Unis a même resurgi.

L'inquiétude actuelle quant à la croissance de l'économie mondiale découle essentiellement du fléchissement des chiffres de la production industrielle, qui ralentit en Chine et enregistre même une contraction en Russie et au Brésil. Dans les économies développées, la contraction de la production d'énergie pèse lourdement dans les données.

Le rebond du secteur industriel à l'échelle mondiale ne devrait pas intervenir à court-moyen terme et certains pays émergents, producteurs de matières premières, seront pénalisés par la forte baisse des cours du pétrole.

En revanche, dans la plupart des économies développées, le raffermissement de la demande intérieure devrait compenser en grande partie les effets négatifs de la conjoncture morose à l'international. Aux Etats-Unis, les créations d'emplois soutenues, les hausses de salaire et les faibles cours du pétrole soutiendront la consommation.

Dans le même temps, force est d'admettre que les récentes turbulences sur les marchés risquent d'avoir des répercussions sur l'économie réelle. Plus frappant encore, la trajectoire de plus en plus incertaine de la croissance mondiale et le resserrement des conditions financières sont de mauvais augure pour les décisions d'investissement, qui demeurent une variable clé du cycle économique. Enfin, un cercle vicieux risque de se former entre la dégradation des indicateurs économiques et la montée de l'aversion au risque.

Ces menaces surgissent à un moment où la confiance des marchés dans le pouvoir des banques centrales, qui ont permis d'atténuer les crises précédentes, est sévèrement ébranlée. Malgré les nouvelles mesures d'assouplissement de la Banque du Japon et la perspective d'un nouveau coup de pouce de la BCE en mars, les anticipations d'inflation telles que mesurées par les indicateurs de marché sont en nette baisse tandis que la correction des actifs risqués se poursuit.

Dans l'ensemble, la crainte d'une récession mondiale nous semble exagérée. Cependant, pour les semaines à venir, il est peu probable que les publications de statistiques macroéconomiques enrayent le récent accès d'aversion au risque.

#### Point sur le marché des emprunts d'Etat

Depuis décembre 2015, les investisseurs redoutent que l'économie mondiale n'entre en récession en 2016. Les statistiques récentes envoient des signaux contradictoires et soulignent les risques extrêmes qui pèsent sur la croissance mondiale tandis que les banques centrales se montrent plus attentistes. Mercredi dernier, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a déclaré qu'elle voulait être prête au cas où il faudrait que la banque centrale américaine se montre plus accommodante.

En janvier dernier, la BCE a véhiculé un message apaisant en déclarant qu'il n'y avait « pas de limites à sa détermination et à sa volonté » de ramener l'inflation au niveau souhaité. Le Conseil des gouverneurs a été unanime quant à la formulation du communiqué diffusé à l'issue de sa réunion. Enfin, au cours du même mois, la Banque du Japon a abaissé ses taux d'intérêt, qui sont désormais négatifs.

Dans cet environnement de risque défavorable, "la fuite vers la qualité" a été le principal thème, avec à la clé une performance des obligations souveraines européennes de +1,8 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier. La progression est plus marquée en Allemagne (+3,5 %) tandis que les pays périphériques ont plutôt sous-performé (-0,5% pour l'Italie et +0,1% pour l'Espagne). L'Espagne et le Portugal ont été pénalisés par l'incertitude politique et l'Italie était sous les feux des projecteurs compte tenu de la défiance des investisseurs à l'égard des banques italiennes.

Le rebond s'est traduit par un aplatissement de la courbe (-15 pb pour l'échéance 2 ans et -35 pb pour l'échéance 10 ans).

	Total return	
	YTD	Since 1st December 2015
<b>Europe</b>		
<i>Global index</i>	1.8%	0.7%
<i>Germany</i>	3.5%	2.5%
<i>France</i>	2.6%	1.5%
<i>Italy</i>	-0.5%	-1.5%
<i>Spain</i>	0.1%	-1.4%

## Perspectives pour les emprunts d'Etat européens Résumé

A leur niveau actuel, les rendements allemands semblent onéreux au regard des fondamentaux. Toutefois, en l'absence d'une dissipation des incertitudes mondiales et d'une stabilisation des actifs risqués, nous restons optimistes à l'égard des pays *Core* de la zone euro, en particulier à long terme.

A la périphérie de la zone euro, l'Italie demeure notre marché favori car les craintes autour du système bancaire italien nous semblent exagérées et nous pensons que le spread à 10 ans entre l'Italie et l'Allemagne convergera vers 90 pb. Concernant l'Espagne, nous restons neutres en l'absence de coalition gouvernementale et en raison des velléités d'indépendance de la Catalogne.

Quant au Portugal, les récents mouvements des *hedge funds* ont fait augmenter le spread par rapport à l'Allemagne d'environ 200 pbs, à 381 pbs, au plus haut depuis le lancement du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Compte tenu des valorisations actuelles, nous sommes positifs sur le Portugal, en particulier à court terme (la rémunération des emprunts à 3 ans est supérieure à 2 %).

## Point sur le marché des obligations d'entreprises

Tous les actifs risqués, en particulier le crédit, sous-performent depuis le 1<sup>er</sup> décembre 2015. Les secteurs de la banque (+74 pbs pour les obligations subordonnées) et de l'énergie sont les plus malmenés. L'actualité du secteur bancaire a été négative (faible ratio de solvabilité de Deutsche Bank, impact négatif du QE en cours sur les marges des banques, vulnérabilité du secteur bancaire italien).

Le montant total d'obligations émises par les émetteurs *Investment Grade* est l'un des plus faibles depuis 2008 (21 milliards d'euros seulement en janvier). Les demandes de rachats des investisseurs ont également pesé sur les cours tandis que la liquidité est très limitée sur le monétaire. A l'heure actuelle, le spread des obligations *Investment Grade* libellées en EUR est plus élevé que lors de la récession de 2002.

Concernant les obligations *High Yield*, le marché primaire a été quasiment déserté (900 millions d'euros émis le mois dernier). Les obligations du secteur bancaire ont sous-performé (-1 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier YTD, -7,4 % depuis le 1<sup>er</sup> décembre 2015).

	Total return	
	YTD	Since 1st December 2015
<b>Total return HG</b>		
<i>Global index</i>	0.3%	-0.6%
<i>Financial</i>	-0.4%	-1.1%
<i>Subordinated</i>	-3.2%	-4.0%
<i>Non financial</i>	0.8%	-0.2%
<i>Energy</i>	-0.4%	-2.7%
<i>Basic Industry</i>	0.1%	-2.2%
<b>Total return HY</b>		
<i>Global index</i>	-3.3%	-5.6%
<i>Financial</i>	-4.1%	-7.4%
<i>Non financial</i>	-3.1%	-5.1%

## Perspectives pour les obligations d'entreprises Résumé

Nous restons neutres à l'égard des obligations *Investment Grade* libellées en EUR et en USD, nous sous-pondérons les obligations *High Yield* libellées en EUR et en USD malgré leur valorisation attrayante. La décollecte devrait reprendre, en particulier pour les fonds en obligations *High Yield*. Les investisseurs commencent à intégrer dans les cours une composante de risque systémique qui était inexistante depuis 2012.

Il s'agit d'un des principaux facteurs qui soutient la réévaluation des primes de risque.

Dans ce contexte, notre priorité consiste à sélectionner rigoureusement les émetteurs car les risques idiosyncratiques jouent un rôle clé à nos yeux.

Les spreads des obligations d'entreprises devraient diminuer, avec à la clé un rendement excédentaire appréciable par rapport aux emprunts d'État de référence dans les douze prochains mois. Toutefois, les obligations subordonnées financières pourraient être sous le feu des projecteurs à brève échéance en raison de l'évolution de la réglementation (renflouement interne) et d'une moindre bienveillance des émetteurs à l'égard des investisseurs (OPA, privilège de remboursement anticipé à l'initiative de l'émetteur, etc.).

La BCE reste conciliante et devrait annoncer dans les mois à venir de nouvelles mesures d'assouplissement pour soutenir la croissance dans la zone euro. Dans ce contexte, le crédit demeure une classe d'actif attrayante avec un spread de 155 pbs par rapport aux obligations souveraines (rendement de 1,36% contre -0,21% pour les obligations souveraines de durée similaire).

### Point sur les actions européennes

Après quatre années consécutives de hausse, les marchés actions européens (indice Euro Stoxx) sont en repli de 15,5 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier. Nous pensons qu'il s'agit d'un réajustement des marchés financiers et non de l'amorce d'une tendance baissière à plus long terme.

Il est vrai que les trois principaux facteurs de performance des marchés européens ces dernières années, à savoir la baisse significative des taux d'intérêt, la dépréciation de l'euro et la croissance des marchés émergents, sont moins porteurs aujourd'hui.

Néanmoins, les entreprises européennes profitent toujours de taux d'intérêt historiquement bas, d'un euro plus faible et de matières premières abordables. En outre, il existe toujours des opportunités dans les pays émergents comme le secteur des biens de consommation en Chine.

Certaines entreprises américaines enregistrent un ralentissement après sept années de croissance. En effet, au dernier trimestre 2015, les entreprises américaines ont fait état d'un repli de leur BPA (Bénéfice par Action) de 6 % en glissement annuel (abstraction faite du secteur de l'énergie, la tendance est à la stabilité), le plus mauvais chiffre depuis 2009.

Toutefois, nous pensons toujours que les entreprises européennes enregistreront cette année encore une progression de leur bénéfice. La reprise économique en Europe semble solidement ancrée et les résultats publiés récemment sont rassurants : 61 % des entreprises ont annoncé un chiffre d'affaires meilleur que prévu pour le quatrième trimestre 2015 (en hausse de 2 %) et, jusqu'ici, 51 % d'entre elles ont annoncé un BPA supérieur aux estimations. Même les entreprises cycliques comme les agences de publicité et les équipementiers automobiles devraient voir leur chiffre d'affaires augmenter en 2016. Enfin, concernant les banques qui sont régulièrement contrôlées par l'autorité de réglementation européenne, nous ne prévoyons pas de mauvaises surprises significatives pour ce secteur.

Dans ce contexte, les valorisations d'entreprises sont attrayantes, avec un ratio cours/bénéfices prévisionnel de 13 en 2016. Ce niveau est conforme à la moyenne historique tandis que les taux d'intérêt à long terme sont nettement inférieurs à leur moyenne historique. Cela aboutit à un rendement sur dividende attrayant et, plus généralement, à une prime de risque intéressante pour les marchés actions européens, ce qui conforte notre optimisme à l'égard des actions au vu des cours actuels.

### [www.generali-invest.com](http://www.generali-invest.com)

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information et repose sur des informations publiques qui nous semblent fiables. Néanmoins, nous ne faisons aucune déclaration et ne donnons aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations ou données contenues dans le présent document, auquel les investisseurs ne sauraient se fier en tant que tel. Les opinions exprimées dans le présent document reflètent l'opinion de Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio et sont susceptibles de changer sans préavis. Elles ne sauraient être considérées comme une recommandation, explicite ou implicite, d'une stratégie ou d'un conseil d'investissement. Le présent document ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre des instruments financiers. Aucune partie du présent document ne saurait être (i) copiée, photocopiée ou dupliquée de quelque forme ou quelque moyen que ce soit ou (ii) redistribuée sans le consentement écrit préalable de Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio. Cette dernière ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage ou de toute perte occasionnée par ou découlant d'une utilisation inappropriée du présent communiqué de presse ou d'erreurs ou d'omissions dans son contenu. Generali Investments fait partie du Groupe Generali créé en 1831 à Trieste sous le nom de Assicurazioni Generali Austro-Italiche. Generali Investments est la marque commerciale de Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio. © 2016 - Generali Investments Europe S.p.A. Società di gestione del risparmio