



FLASH

MARCHÉS

Achévé de rédiger le 26/01/16

JANVIER 2016

CONVERGENCE ÉCONOMIQUE... DIVERGENCES POLITIQUES...

Le premier mois de l'année 2016 s'achève et il est négatif pour les marchés actions et les « actifs à risque ». Le climat boursier est en effet particulièrement anxiogène et exacerbé par des marchés soumis à des flux négatifs ... Quelle est la problématique actuelle et quelle analyse porter sur cette situation ?

Un monde en convergence économique... à de faibles niveaux

Il paraît loin le temps des années 2000 durant lesquelles la croissance mondiale était tirée par les pays émergents, sous l'impulsion impressionnante de la Chine notamment qui est passée entre 2001 et 2015 de près de 3,5 à 15 % du PIB mondial. Ces dernières années, au contraire, l'écart de croissance entre le monde émergent et les pays développés est au plus bas à près de 2 %, 4 % contre 2 % schématiquement. Ceci est assez logique d'un certain point de vue : à partir d'un certain niveau de développement et de revenu par habitant (autour de 10 000 dollars), le taux de croissance tend mécaniquement à baisser, et c'est donc « normal » que la Chine soit passée d'un taux de 15 % il y a 10 ans, à autour de 6/7 % actuellement. Mais cette évolution normale est accentuée actuellement par la baisse des matières premières, et notamment du pétrole, qui provoque un transfert de richesse du monde émergent (beaucoup de pays émergents comptent sur les exportations de matières premières pour équilibrer leurs budgets : Brésil, Russie, Moyen Orient...) vers les pays développés. Certains spécialistes

estiment ce transfert à quelques 2 500 Mds\$, soit davantage que le PIB de la France. Cette évolution est donc positive dans l'ensemble pour l'occident, surtout l'Europe et le Japon qui ne sont pas producteurs. C'est assez neutre pour les États-Unis : l'effet négatif sur le secteur des gaz et pétroles de schiste sera compensé par le surcroît de pouvoir d'achat des ménages dans un pays où la consommation domestique représente près de 70 % du PIB. En revanche, pour ce qui est des marchés, il est fort probable que les quelques 7 000 Mds\$ de fonds souverains de par le monde, issus en grande partie des ressources énergétiques, soient mis à contribution pour financer le manque à gagner. Ils sont largement investis en actifs financiers occidentaux (obligations, actions, immobilier, Private Equity...). Les marchés actions étant les plus liquides, il est probable que ces sorties accentuent le mouvement d'aversion au risque déjà constaté. Par ailleurs, il est également probable que les gérants de Hedge Funds se soient positionnés sur cette tendance.

Le monde est donc en renversement d'équilibre, dans une période de croissance assez faible qui sera autour de 3 %.

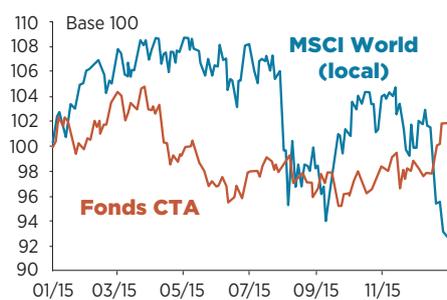
Par ailleurs, un monde où le « gâteau » est plus petit et où les équilibres se modifient est propice à des réflexes d'agressivité (dévaluations en chaîne dans les pays émergents par exemple...) et de repli sur soi. **Nous sommes donc également dans une phase où la gouvernance mondiale est assez pauvre et on assiste ainsi à des mouvements de « divergence politique ».**

Le cas des États-Unis est symptomatique. Depuis que le pays a investi dans ses propres ressources pétrolières, il a eu tendance à se désengager du Moyen-Orient et à se concentrer davantage sur sa propre situation. Le leadership américain s'étant estompé, on a vu des tensions latentes se manifester plus clairement au Moyen-Orient. Cet état d'esprit se reflète bien dans les sondages pour l'élection présidentielle qui donnent Donald Trump gagnant chez les Républicains avec des thèmes autocentrés...

En Europe, 2015 est un bon exemple de sa construction bancaire où il y a de plus en plus de divergences entre les pays sur les grands sujets : discipline budgétaire (à l'occasion de l'épisode grec), politiques d'immigration... Bref, nous en sommes arrivés à un point où l'éventualité d'un Brexit n'est plus une vue de l'esprit. Par ailleurs, la « posture » de la Chine a changé depuis l'élection du Président Xi ; elle devient plus « agressive » internationalement (route de la soie, revendications sur des îles du Pacifique...).

En résumé, le contexte d'ensemble pèse

PERFORMANCE DES FONDS CTA
Nette amélioration avec la chute des marchés actions



Source : Morgan Stanley

sur le sentiment des investisseurs. Dans ce contexte délicat, quels sont les repères ?

• **Analyse technique** : pratiquement tous les indices boursiers internationaux sont « entrés en Bear Market », ce qui signifie en langage boursier des corrections de plus de 20 %. Il n'y a plus que les actions américaines à être encore seulement « en phase de correction », avec une baisse en extrêmes de « seulement » 15 % ! Historiquement, depuis 1928, 10 des 15 « Bear Markets » américains se produisent quand il y a une récession. Dans ce cas de figure, les baisses boursières sont plus intenses (- 44 % en moyenne) et plus longues (20 mois). S'il n'y a pas de récession, les baisses sont moins importantes (- 28 % en moyenne) et plus courtes (5 mois). Aujourd'hui, nous ne sommes pas dans le cas de figure d'une récession américaine. Techniquement, les indices testent actuellement des supports très importants, autour de 1 800/1 850 sur l'indice S&P 500 et la zone des 4 000 points sur le CAC 40. Il peut y avoir des rebonds intermédiaires à partir de ces niveaux, surtout que nous nous approchons de la fin du mois et il peut également y avoir des « rachats de short » pour clôturer des positions mensuelles. Selon la nature et la qualité du rebond, nous pourrions alors apprécier s'il ne s'agissait que d'une correction violente et soudaine, mais courte, ou si nous sommes partis pour une période boursière plus troublée et qui peut durer. Si le rebond est de faible intensité et si nous ne tenons pas sur les supports, les prochains objectifs de baisse sont autour de 1 600 points sur le S&P 500 et de 3 600 points sur le CAC 40. Pour les « Elliotistes » (spécialistes qui suivent les décomptes de phases de marché selon le principe des vagues d'Elliott), il est possible que toute

l'agitation boursière depuis l'été dernier ne soit qu'une vague « 4 » d'un grand mouvement haussier amorcé en 2009, ce qui signifie que la phase haussière de long terme ne serait pas finie et qu'il manquerait donc une « vague 5 » qui permettrait aux marchés d'enregistrer de nouveaux « plus hauts ».

• **Les Banques Centrales** : il n'y a pas vraiment de sujet avec la BCE qui poursuivra sa politique pro-cyclique avec le maintien de taux monétaires en territoire négatif et sa politique de QE d'achat de titres. Concernant la Fed, le sujet est plus délicat car elle a commencé une phase de remontée de ses taux directeurs le mois dernier, timing qui a pu semer le trouble à l'heure où l'économie américaine donne des signes de ralentissement. Elle est donc dans une phase de communication délicate, mais nous pensons que les taux directeurs ne seront pas relevés à court terme et que le mouvement pour l'ensemble de l'année sera très modéré et inférieur à 1 %. Les taux d'intérêt obligataires resteront donc globalement bas au cours des prochains mois.

• **Les valorisations** : pour l'instant, il n'y a pas encore eu vraiment de révisions à la baisse des bénéfices attendus pour 2016. Nous attendons ainsi près de 125 dollars par indice S&P 500, ce qui donne un PER 2016 de 15. Pour ce qui concerne les actions européennes, le consensus s'attend à une progression de l'ordre de 7 % des bénéfices attendus, en 2016. Cela donne donc un PER 2016 de l'ordre de 13, avec des rendements des dividendes entre 3,5 et 4 %.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Nous sommes en régime de volatilité élevée et, comme à chaque fois dans de tels cas de figure,

il y aura des opportunités d'investissement.

• **Sur les taux d'intérêt**, garder une poche de trésorerie qui sera facilement mobilisable pour investir. Nous pensons que segment « High Yield » devient intéressant à de tels niveaux de rendement, autour de 6 % en Europe, en évitant le secteur de l'énergie américain ainsi que les banques régionales qui peuvent être touchées par des créances sur les entreprises d'extraction. Nous aimons également les obligations indexées contre l'inflation : avec le ralentissement économique et la baisse des matières premières, l'inflation implicite est très basse actuellement (1,3 % aux États-Unis et 0,9 % en zone euro). Avec une gestion fine de la sensibilité ou en prenant des fonds spécialisés, il y a matière à un rattrapage. Les obligations convertibles qui, même si elles ne sont pas spécialement décotées, présentent actuellement une bonne corrélation aux marchés actions (delta autour de 35 en Europe) tout en étant pas trop loin des planchers obligataires à ce stade. Elles présentent donc une assez bonne convexité. Les obligations émergentes, en devises fortes et en devises locales : les rendements atteints après les « sell off » de ces derniers mois deviennent intéressants en comparaison des taux occidentaux et les devises ont beaucoup baissé, jusqu'à des niveaux qui commencent à être intéressants dans une optique de long terme.

• **Concernant les actions**, il convient de privilégier l'Europe. Les actions européennes présentent actuellement, à notre avis, le meilleur profil « dynamique économique/valorisation/qualité ».

Jean-Marie MERCADAL,

Directeur Général Délégué en charge des gestions

Suivez-nous !



Ce document est un document d'information, il ne revêt aucun caractère contractuel. Les informations qu'il contient ne sont fournies qu'à titre indicatif. Ce document ne constitue en rien un conseil ou une recommandation personnalisée, une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers, ni une offre de commercialisation d'OPC ou de services financiers. Les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi, cependant OFI ASSET MANAGEMENT ne peut pas garantir qu'elles sont complètes et sans erreurs. Avant d'envisager toute souscription, il est recommandé de lire attentivement le prospectus le plus récent et de consulter le dernier rapport financier publié par l'OPC, disponibles sur simple demande auprès d'OFI ASSET MANAGEMENT, 22 rue Vernier - 75017 Paris ou des entités qui commercialisent l'OPC. Seuls le prospectus complet de l'OPC et ses derniers états financiers font foi. Le traitement fiscal propre à l'investissement en parts ou actions d'OPC dépend de la situation individuelle de chaque investisseur potentiel et est susceptible d'être modifié. Il appartient à l'investisseur potentiel de s'entourer, à sa discrétion, des conseils

(fiscaux, juridiques, financiers...) de son choix. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les chiffres cités dans ce document ont trait aux années écoulées. OFI ASSET MANAGEMENT ne saurait en conséquence être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations contenues dans ce document. Toute reproduction partielle ou totale et toute utilisation de l'information figurant dans ce document sont interdites sans autorisation écrite préalable d'OFI ASSET MANAGEMENT. Aucune exploitation commerciale même partielle des données qui sont présentées dans ce document ne pourra être effectuée sans l'accord préalable d'OFI ASSET MANAGEMENT. OFI ASSET MANAGEMENT décline toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourrait être faite des informations contenues dans le présent document et des conséquences qui pourraient en découler. Toute reproduction, utilisation ou exploitation non autorisée de ces informations engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites judiciaires.