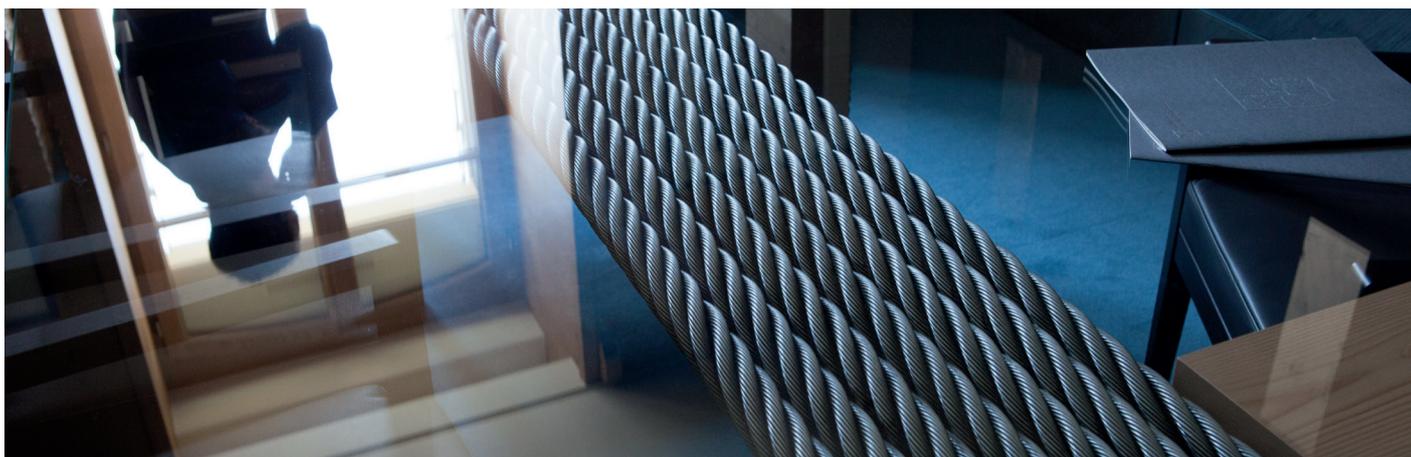

LE BULLETIN PERSPECTIVES

Février 2016



Philippe Uzan

DIRECTEUR DES
GESTIONS LONG ONLY
EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT

2016 : L'EUROPE AU CŒUR DE NOS INVESTISSEMENTS

Après une année 2015 rythmée par la politique des banques centrales, la croissance et l'inflation – ou leur absence – devraient modeler les performances en 2016. À l'image de ces derniers mois, c'est surtout le regain de volatilité qui continuera à agiter les marchés.

Les causes sont nombreuses : le resserrement (certes progressif) de la politique monétaire américaine, le découplage croissant avec l'Europe où les taux sont même parfois négatifs, les soubresauts récurrents des marchés chinois, la chute du cours du pétrole ou encore la disparité au sein des pays émergents font tour à tour douter ou espérer les marchés. Dans cet environnement mouvant qui milite en faveur d'une gestion flexible et sélective, l'Europe est clairement la région offrant le plus d'attractivité.

SOMMAIRE

L'EUROPE A-T-ELLE LIVRÉ
TOUTES SES PROMESSES ?

Page 2

ÉTATS-UNIS, MARCHÉS ÉMERGENTS,
JAPON : QUELS ACTIFS PRIVILÉGIER ?

Page 3

OÙ CHERCHER
DE LA VALEUR EN 2016 ?

Page 5

Le Vieux Continent offre une **grande visibilité** et tire parti de facteurs de **soutien puissants**

L'an dernier, l'économie de la planète a évolué vers une phase d'expansion structurellement plus faible avec une croissance mondiale qui devrait atteindre 3,1 %, soit 0,3 % de moins qu'en 2014. Le résultat de 2015 porte la marque du ralentissement et du rééquilibrage de l'activité en Chine qui a conduit à un décrochage de l'activité d'autres marchés émergents, notamment des pays producteurs de matières premières. Pourtant, depuis 2009, le pessimisme l'a emporté à plusieurs reprises chez les investisseurs sans que les anticipations les plus négatives se soient matérialisées. Sont-elles plus fondées aujourd'hui ? S'il est une région qui a particulièrement cristallisé les crispations ces dernières années, c'est bien l'Europe.

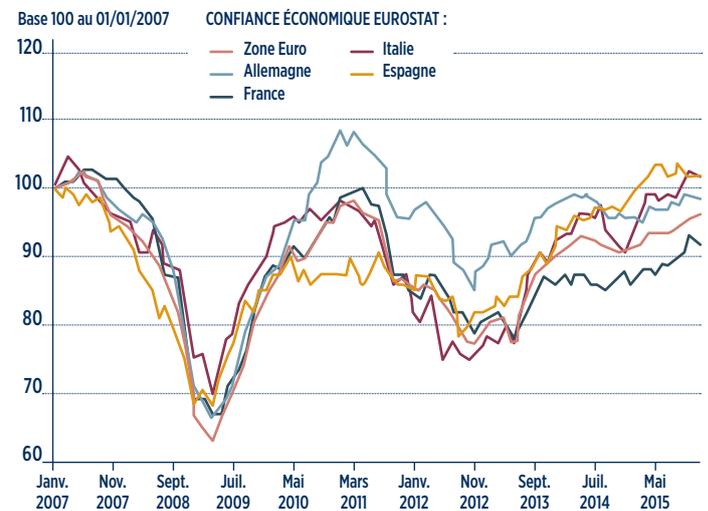
» L'EUROPE A-T-ELLE LIVRÉ TOUTES SES PROMESSES ?

Le Vieux Continent offre une grande visibilité et tire parti de facteurs de soutien puissants. Une meilleure distribution du crédit, la dépréciation de l'euro, le maintien des taux au plancher ou encore la poursuite de la baisse des cours du pétrole favorisent la progression des marges et des résultats des entreprises. Le baril de Brent, échangé à Londres, a franchi à la baisse début janvier le seuil des 35 dollars pour la première fois en plus de onze ans. Les indicateurs avancés confirment la poursuite de la reprise. Depuis la crise financière de

l'été 2012, les pays européens ont fait preuve d'un dynamisme sans doute très variable mais qui contredit les analyses les plus alarmistes d'il y a trois ans. L'amélioration des conditions financières, le retour progressif de la confiance des consommateurs, moins de rigueur budgétaire, le recul des défaillances d'entreprises mais aussi l'assainissement des bilans bancaires ont contribué à une conjoncture plus favorable. Enfin, le retour à la croissance des pays périphériques, notamment en Italie, met un terme à la période de « partition économique » entre l'Europe du Nord et l'Europe du Sud et installe un environnement beaucoup plus stable. L'économie européenne a bénéficié de la demande intérieure, plus particulièrement en Allemagne, en Espagne, en Irlande ou encore en Italie.

La reprise se poursuit et des progrès restent à faire. Le taux de chômage s'affiche à des niveaux élevés sur le continent (avec d'importants contrastes) et les problèmes budgétaires n'ont pas disparu. Si les bilans bancaires doivent encore s'améliorer, le dernier examen de la BCE (SREP) a confirmé que les efforts des banques en matière de capitaux

ÉVOLUTION DE LA CONFIANCE EN ZONE EURO DEPUIS 2007



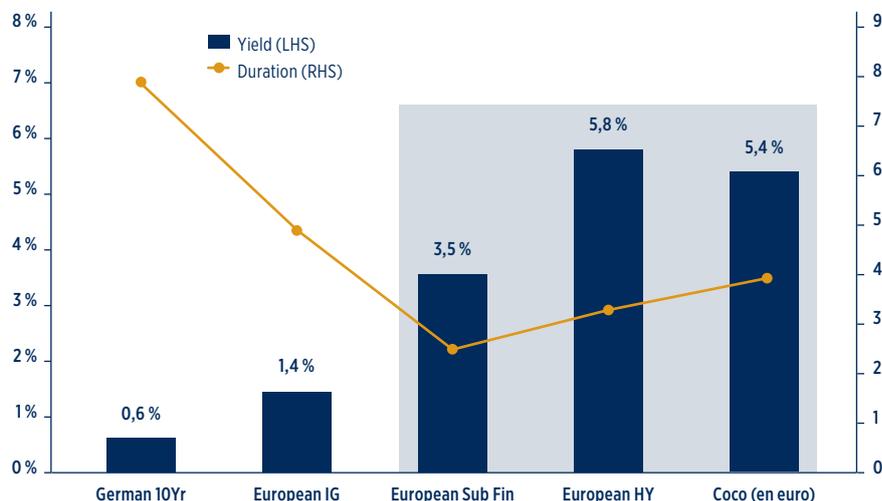
Source : Eurostat. Données au 04/01/2016.

propres portent leurs fruits. La mise en place des dispositions de Bâle III en 2019 est une incitation à poursuivre, sous l'œil attentif du régulateur. Le cadre institutionnel européen continue son évolution dans ce domaine (supervision et résolution bancaire, garantie des dépôts).

À sa manière, la demande de crédit montre la réalité de la conjoncture européenne. Si beaucoup d'emprunteurs cherchent encore à réduire leur endettement, les encours de crédit sont en hausse sur un an. La progression est faible (1 % sur un an en octobre 2015) mais c'est la plus forte depuis 2012 : les banques comme les emprunteurs (entreprises et particuliers) ont changé d'attitude. Par ailleurs, l'image d'une Europe en déflation ne correspond pas à la réalité. Hors alimentation et énergie, la hausse des prix est proche de 1 %, un rythme trop faible au regard de l'objectif déclaré de la BCE mais qui n'est pas négatif. La reprise des salaires est presque générale et le prix des actifs réels est en général orienté à la hausse. Les influences déflationnistes importées sont plutôt vouées à s'infléchir, voire à se retourner. Sauf nouvelle et forte étape de baisse des cours de l'or noir (toujours possible à court terme), les effets de base annuels devraient peu à peu se modérer.

Sur le front de la politique monétaire, la BCE (Banque Centrale Européenne) devrait quitter le devant de la scène mais jouer pleinement son rôle de garde-fou. Annoncé au début du mois de décembre, l'allongement de la durée du programme d'achat d'obligations au-delà de septembre 2016 (et la baisse du taux de facilité de dépôt à -0,30 %) n'aura pas d'impact immédiat mais il doit

DES TAUX DE RENDEMENTS ATTRACTIFS



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild Asset Management, données au 04/01/2016. European IG = Barclays Capital EuroAgg Corp, European HY = BofA ML Euro HY, European Sub Fin = BofA ML Sub Fin, Coco (en €) : souche euro de l'indice ML Contingent Capital Index.

être considéré comme une assurance pour 2016. Mario Draghi n'exclut pas d'aller encore plus loin. La politique monétaire accommodante qu'il conduit pourrait donc s'intensifier dans les prochains mois. La Réserve fédérale américaine a pris quant à elle le chemin de la normalisation. Ainsi, de part et d'autre de l'Atlantique, la divergence s'accroît, plaidant encore un peu plus pour l'Europe.

Bon nombre d'indicateurs américains attestent de la bonne santé de l'économie du pays

» ÉTATS-UNIS, MARCHÉS ÉMERGENTS, JAPON : QUELS ACTIFS PRIVILÉGIÉS ?

Si la croissance mondiale devrait atteindre environ 3,5 % en 2016, la distorsion est forte à l'intérieur des marchés. Aux États-Unis, l'horizon de politique monétaire est désormais dégagé. Mi-décembre, la Réserve fédérale américaine a relevé d'un quart de point ses taux directeurs, pour

la première fois depuis juin 2006. Cette décision marque le début d'une normalisation sans être l'amorce d'une politique restrictive. La Fed s'est engagée à plusieurs reprises à rester accommodante. Seule une accélération de l'activité et des salaires pourrait entraîner celle de l'ajustement monétaire. En dépit de la modération annoncée, le changement de politique

sur les taux (et son anticipation) a eu et aura des effets sur les devises. Concernant les taux d'intérêt à long terme, la volatilité du marché obligataire est inévitable quelle que soit l'habileté de la banque centrale dans sa communication.

Bon nombre d'indicateurs américains attestent de la bonne santé de l'économie du pays, à commencer par les chiffres de l'emploi, laissant présager quelques bonnes surprises en 2016. De futures hausses de salaires ne sont pas à exclure. En outre, le secteur immobilier reste solide, tandis que la consommation des ménages constitue le principal moteur de la croissance. Au cours des précédents cycles de hausse des taux de la Fed, les crédits aux ménages ont continué leur progression au même rythme. Néanmoins, le ralentissement du secteur de l'énergie (pétrole mais aussi charbon), largement à l'origine de la tendance médiocre des investissements, ainsi que la hausse du dollar vont continuer à affecter l'activité industrielle.

La décélération de la croissance, la baisse des exportations, la faiblesse récente du yuan et le niveau élevé de l'endettement sont régulièrement cités parmi les facteurs d'une récession à venir en **Chine**, mais nous jugeons ce risque modéré pour l'année qui s'ouvre. Longtemps fondé sur l'investissement (secteurs industriels lourds, infrastructures) et les exportations, le modèle économique voulu par Pékin est progressivement réorienté vers la consommation et les services. Le mode de gestion est également en voie de transformation : l'économie centralisée et planifiée, le poids des entreprises publiques cèdent peu à peu la place

au rôle du marché. La réalité de la fin de 2015 est celle d'une stabilisation des prix immobiliers et d'une reprise des ventes sur les principaux marchés urbains. Encore trop élevés, les stocks freinent le redémarrage de la construction. L'inertie est réelle mais la politique économique a été radicalement

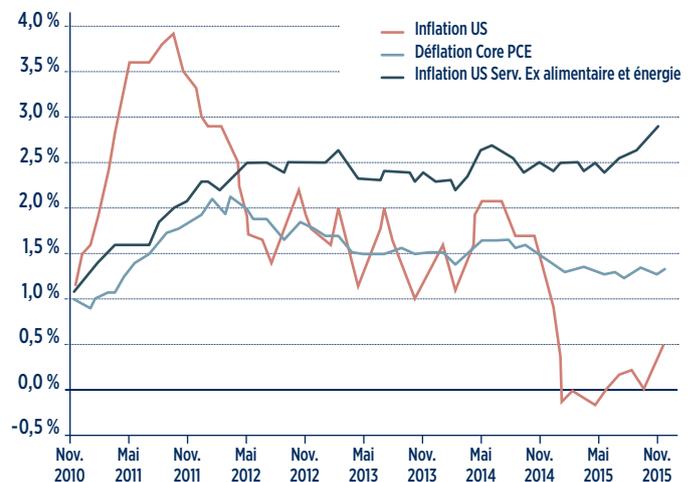
réorientée : levée des mesures de restriction, politique monétaire de relance (taux, liquidités). Quelle sera son efficacité en 2016 ? Les dernières statistiques (consommation, production, investissement) indiquent plutôt un arrêt de la dégradation.

Le ralentissement chinois a provoqué celui des pays fournisseurs à travers la baisse des volumes de matières premières

importées et de leur prix (du minerai de fer au cuivre et au pétrole). En revanche, les pays importateurs de matières premières et ceux dont l'activité dépend plus de la demande occidentale conservent une croissance plus qu'honorable. La transformation de la croissance chinoise n'est toutefois pas le seul handicap des **pays émergents**. Après avoir constitué un élément moteur depuis plusieurs années, l'endettement intérieur, en particulier celui des ménages, est maintenant devenu un frein car il a atteint les limites du supportable dans plusieurs pays. Cela étant, en dépit de cet environnement

Dans les émergents, les restructurations en cours semblent commencer à porter leurs fruits

INFLATION AUX US ET SES COMPOSANTES



Source : Bloomberg. Données au 04/01/2016.

déprimé, les restructurations en cours semblent commencer à porter leurs fruits. Ainsi, le fait que les marges des entreprises se stabilisent voire se redressent dans certains cas alors que le ralentissement économique se poursuit laisse entrevoir une fin prochaine à la spirale baissière du cycle.

Par ailleurs, la consommation constituera le principal moteur de la croissance en 2016 au **Japon**, caractérisé par une politique budgétaire toujours accommodante et un Yen fortement sous-évalué. L'immobilier, secteur robuste, jouera également un rôle important. Les entreprises japonaises restent dynamiques. Par conséquent, une reprise modérée des investissements s'amorce. Néanmoins, le réveil de l'économie japonaise prend davantage de temps que prévu.

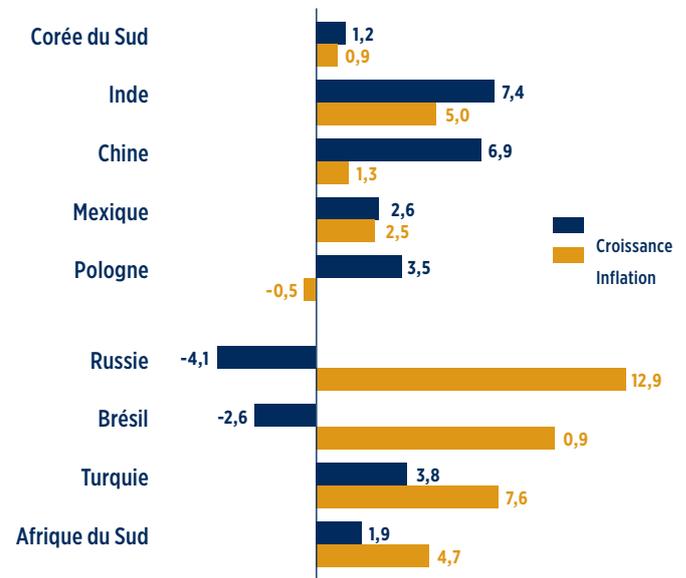
» OÙ CHERCHER DE LA VALEUR EN 2016 ?

MARCHÉS ACTIONS

Dans un environnement mondial mouvant, l'Europe reste une zone attractive. Les marchés **actions européens** profitent d'une conjoncture favorable et de la bonne santé des entreprises, dont les marges présentent un potentiel de progression. Nous affichons notre optimisme sur les actions européennes mais également une certaine prudence. Après quatre années de hausses sur les marchés, les valorisations paraissent dans l'ensemble raisonnables. C'est désormais à la croissance bénéficiaire de prendre le relai, ce qui passera par la croissance des chiffres d'affaires et surtout celle des marges.

La thématique des fusions/acquisitions devrait continuer à animer les marchés au cours des prochains mois. Les bilans le permettent encore et les entreprises cherchent des relais de croissance. Le cycle, entamé au premier semestre de l'an dernier et d'une durée habituelle de trois à quatre ans, devrait se poursuivre encore plusieurs mois. Une croissance modeste, des taux d'intérêt bas et une inflation toujours au plancher favorisent les opérations de croissance externe, visant à maintenir le niveau des prix, soutenir les marges et créer de nouvelles synergies. Les opérations, de tailles de plus en plus importantes à mesure que le cycle avance et payées pour bon nombre en actions, voient leur valeur augmenter, néanmoins sans excès jusqu'à présent. Un euro faible aiguise l'appétit des entreprises américaines pour des cibles européennes. Outre-Atlantique, les grands groupes rencontrent des difficultés pour soutenir la croissance des bénéficiaires. L'effet relatif de certains projets d'acquisition peut séduire les acheteurs. En termes de secteurs, la consommation non cyclique (luxe ou encore spiritueux), les télécommunications et les médias offrent des perspectives attrayantes.

ÉVOLUTION 2015 CROISSANCE & INFLATION (% A/A)



Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France), Bloomberg, Données au 05/01/2016.

Toutefois, en dépit de facteurs de soutien puissants et de la résistance de l'économie, les marchés européens n'ont pas été épargnés par le regain de volatilité (trois phases de 15 à 20 % d'amplitude en 2015). Tout comme en 2015, la volatilité des marchés devrait rester le trait marquant en 2016. Il est donc important de recourir à une gestion flexible pour traverser les phases successives de doutes et d'espoirs sur les marchés et bénéficier des opportunités créées par la volatilité.

Sur les **actions américaines**, nous observons de fortes dispersions au sein du marché. Force est de constater que la Value n'a pas performé en 2015. Bon nombre de titres souffrent de l'intégration d'un scénario pessimiste concernant la croissance américaine, le sentiment de déflation et de sombres hypothèses sur la trajectoire des bénéficiaires. Les investisseurs n'attachent plus assez d'importance aux ratios de valorisation et à la génération de liquidités, pourtant essentiels dans le processus de sélection de titres.

Le High Yield européen offre un rendement attractif

Ainsi, l'écart de valorisation entre les actions à faible volatilité et les actions Value est à un plus haut historique. Toutefois, les doutes devraient se dissiper progressivement, avec la normalisation de la politique monétaire outre-Atlantique. Janet Yellen, la présidente de la Réserve fédérale américaine, a clairement affiché ses intentions en matière de remontée des taux, permettant aux investisseurs de mieux comprendre la direction que souhaite prendre la Fed. Un changement de perception sur l'inflation constituerait également un puissant catalyseur pour impulser une nouvelle dynamique sur le marché. Les valeurs cycliques, telles que les bancaires ou certaines matières premières non liées à la Chine, ainsi que les thématiques de long terme comme la santé ou le big data, pourraient plus particulièrement tirer leur épingle du jeu.

Sur les **marchés émergents**, le contexte économique, quoiqu'encore fragile, devrait se stabiliser et permettre à certains actifs de faire un retour en grâce après une période difficile. L'essentiel de la correction a peut-être déjà été enregistrée en 2015. Par conséquent, revenir sur certains actifs émergents nous semble intéressant, tout en gardant en tête qu'une forte hétérogénéité caractérise cette région du monde. En particulier, tous les regards se portent sur la deuxième économie mondiale ; depuis ces derniers mois, quand la Chine tousse, c'est le reste du

monde qui s'enrhume. Pourtant, si les marchés sont volatils, l'économie, qui se rééquilibre de plus en plus vers les services, reste robuste et dynamique. En particulier, l'essor des secteurs dits de la Nouvelle Economie se poursuit. Ces sociétés aux bilans solides et aux taux de croissance soutenus, affichent de surcroît des valorisations bien en-deçà de celles de leurs concurrents des pays développés. Une croissance économique chinoise moins forte pourrait donc paradoxalement aboutir à une meilleure progression des bénéfices moyens.

MARCHÉS OBLIGATAIRES ET DEVICES

Les propos rassurants de Mario Draghi sur le maintien d'une politique monétaire accommodante promettent des taux durablement bas. Toutefois, les niveaux d'inflation anticipés par les marchés aux États-Unis comme en zone euro sont faibles et constituent un point de fragilité, en particulier en cas de retour du pétrole vers les 50 dollars le baril. Un potentiel supplémentaire de resserrement existe sur les actifs à spread. En particulier, le **High Yield** européen offre un rendement attractif et affirme sa différence par rapport au marché américain, détenu à 50 % par les fonds d'investissement. Outre-Atlantique, 15 % des sociétés appartiennent au secteur de l'énergie. Avec la chute des cours du pétrole, beaucoup d'entreprises dans ce secteur font défaut ou vont faire défaut, ce qui conduit à une forte volatilité.

Il y a par ailleurs au sein du High Yield américain beaucoup plus de « CCC », donc des entreprises qui sont plus volatiles en termes de résultats et de leviers. Sur le marché en euro, bon nombre d'investisseurs institutionnels, à la recherche de rendement, sont détenteurs de High Yield, et contribuent à la stabilité de la classe d'actifs. Néanmoins, une sélection rigoureuse s'impose afin de tirer le meilleur parti de la classe d'actifs. Il existe une vraie différence de qualité entre les différents émetteurs. Les obligations notées B présentent un intérêt certain, par rapport aux obligations notées BB. En effet, les taux de défaut restent faibles, autour de 2 %. Comme toujours sur cette classe d'actifs, il est nécessaire de savoir lire au-delà du rating des émetteurs.

Par ailleurs, la **dette subordonnée financière** profite de la mise en place d'un nouveau cadre réglementaire pour les banques et les assureurs, avec l'émergence de nouveaux instruments de capital et l'amélioration de la qualité des émetteurs. Les établissements concernés afficheront des profits moindres mais aussi plus stables. Enfin, les perspectives attractives des marchés actions et la bonne santé des entreprises, dont les bilans sont assainis, constituent des facteurs de soutien puissants pour les **obligations convertibles**, permettant de réduire le risque

d'un compartiment actions en limitant la volatilité ou d'améliorer la performance d'un portefeuille d'obligations classiques.

Concilier recherche de rendement et maîtrise du risque

La mise en place effective d'une politique graduelle de remontée des taux courts par la Réserve fédérale est un élément de soutien pour le dollar mais l'ampleur de la hausse du billet vert sur les 18 derniers mois et la croissance robuste mais sans éclat des États-Unis limitent le potentiel de progression supplémentaire. Le Yen, pour ses vertus de réduction du risque et les devises des pays émergents en bonne santé constituent pour les mois qui viennent des opportunités de diversification.

CONCLUSION :

Il nous semble important de souligner les bons fondamentaux des entreprises européennes. En termes de classes d'actifs, nous privilégions les actions aux obligations. Avec de faibles anticipations d'inflation, la rémunération sur le risque de taux demeure faible, mais ce n'est pas le cas sur le crédit. Enfin, le regain de volatilité attendu milite en faveur de solutions de gestion permettant de concilier recherche de rendement et maîtrise du risque.

Achévé de rédiger en janvier 2016. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investissement comporte des risques spécifiques. Principaux risques d'investissement : risque de perte en capital, risque actions, risque de crédit, risque de taux. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. À cet effet, il devra prendre connaissance du document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management (France) ou sur le site www.edram.fr.

Avertissement spécifique pour la Belgique : cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET
MANAGEMENT (FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire
et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015
332.652.536 R.C.S. Paris

Partenariats & Distribution – Tél. +33 (0)1 40 17 23 09
Institutionnels France – Tél. +33 (0)1 40 17 23 44
Développement International – Tél. +33 (0)1 40 17 27 04
www.edram.fr
