



**Perspectives Economiques et
Financières
Covéa Finance**

JUIN 2016



Sommaire

Introduction 3

Evolution et niveau des principaux indices et indicateurs de l'OCDE	4
Evolution et niveau des principaux indices et indicateurs des BRIC's	5

I. Bilan et constats 6

II. Analyse du consensus 8

III. Les conséquences de la modération de la croissance économique mondiale 8

A la source : la faillite de Lehman Brothers 8

Une conséquence: la dangereuse montée en puissance des banques centrales 9

Analyse de la politique de la Banque centrale européenne (BCE) 11

Les risques 12

Synthèse 12

IV. Analyse des marchés financiers 13

Marchés Taux 13

Marchés Actions 13

Conclusion : un monde de paradoxes 15



Introduction

Les marchés financiers ont continué d'évoluer dans un contexte économique et financier difficile.

Après avoir fortement chuté en début d'année, les bourses ont récupéré en partie ou totalement le terrain perdu. La plupart des bourses des pays les plus importants, développés et émergents, ont participé au mouvement.

Les taux d'intérêt sur l'ensemble des places financières de ces mêmes pays sont tombés au plus bas depuis le début de l'année.

Le dollar est resté fébrile et reste marqué par une certaine faiblesse qui a profité aux devises émergentes, beaucoup ont ainsi pu se redresser. La faiblesse de la devise américaine a conduit également à une appréciation conséquente de l'euro et du yen.

Le prix du pétrole, quant à lui, qui s'était littéralement effondré en début d'année, est revenu à 50 dollars le baril, soit une hausse de 82 %.

Le redressement de l'ensemble de ces marchés financiers s'est opéré néanmoins dans un contexte de forte volatilité.

Pour anticiper ce qui attend demain les investisseurs, nous avons travaillé à l'identification de variables clés nous permettant de décrypter l'évolution future des marchés. Nous en avons ainsi déterminé trois : la croissance mondiale, le prix des matières premières et l'évolution du niveau général des prix, en particulier dans les pays développés.

Evolution et niveau des principaux indices et indicateurs de l'OCDE

Évolution et niveau des principaux indices et indicateurs de l'OCDE

	Niveaux			Variations		Extrêmes		Ecart	
	10/06/2016	PEF - 18/02/16	31/12/2015	Depuis 18/02/16	Depuis 31/12/15	Depuis le 31/12/15 Haut	Bas	Max - dernier point	Max - début année
Taux Directeur (%)									
BCE	0,00%	0,05%	0,05%	-0,05	-0,05	0,05%	0,00%	0,05	0,00
FED	0,50%	0,50%	0,50%	0,00	0,00	0,50%	0,50%	0,00	0,00
BOE	0,50%	0,50%	0,50%	0,00	0,00	0,50%	0,50%	0,00	0,00
BOJ	0,10%	0,10%	0,10%	0,00	0,00	0,10%	0,10%	0,00	0,00
Banque de Corée	1,25%	1,50%	1,50%	-0,25	-0,25	1,50%	1,25%	0,25	0,00
Ecart (Etats-Unis - Zone Euro)	0,50	0,45	0,45						
Taux 10 ans (%) et Iboxx									
Etats-Unis	1,64%	1,74%	2,27%	-0,10	-0,63	2,27	1,64	0,63	0,00
France OAT	0,39%	0,58%	0,99%	-0,19	-0,60	0,99	0,39	0,60	0,00
Allemagne	0,02%	0,22%	0,63%	-0,20	-0,61	0,63	0,02	0,61	0,00
Royaume-Uni	1,23%	1,45%	1,96%	-0,21	-0,73	1,96	1,23	0,73	0,00
Japon	-0,14%	0,02%	0,27%	-0,16	-0,41	0,27	-0,14	0,41	0,00
Corée du Sud	1,65%	1,80%	2,09%	-0,15	-0,43	2,09	1,65	0,43	0,00
Ecart (Etats-Unis - France)	1,25%	1,16%	1,28%						
Indice IBOXX Eur Global	229,2	224,4	220,7	2,2%	3,9%	229,2	220,7	0,00	8,6
Actions									
S&P (\$)	2 096,1	1 917,8	2 043,9	9,3%	2,6%	2119,1	1829,1	23,0	75,2
S&P (€)				7,7%	-1,2%				
Nikkei 300 (Yen)	266,8	265,4	311,1	0,5%	-14,2%	311,1	242,8	44,3	0,0
Nikkei 300 (€)				4,9%	-7,3%				
CAC 40	4 306,7	4 239,8	4 637,1	1,6%	-7,1%	4637,1	3896,7	330,3	0,0
DAX	9 834,6	9 463,6	10 743,0	3,9%	-8,5%	10743,0	8752,9	908,4	0,0
MSFE (€)	1 038,6	1 030,7	1 145,6	0,8%	-9,3%	1145,6	952,7	107,0	0,0
KOSPI (Won) - Corée du Sud	2 017,6	1 908,8	1 961,3	5,7%	2,9%	2027,1	1835,3	9,4	65,8
KOSPI (€) - Corée du Sud				9,6%	-0,4%				
Change									
Euro / \$ (1 Euro =... \$)	1,1278	1,1115	1,0866	1,5%	3,8%	1,15	1,07	0,02	0,1
\$ / Yen (1 \$ = ...Yens)	107,12	113,47	120,20	-5,6%	-10,9%	121,0	106,3	13,9	0,8
\$ / Won (1 \$ = ...Wons)	1 170,37	1 231,48	1 175,87	-5,0%	-0,5%	1244,5	1128,1	74,2	68,7
Pétrole									
Pétrole (Brent, \$ par baril)	50,54	34,28	37,28	47,4%	35,6%	52,5	27,9	2,0	15,2

Source : Covéa Finance, Bloomberg

Evolution et niveau des principaux indices et indicateurs des BRIC's

Évolution et niveau des principaux indices et indicateurs des BRIC's

	Niveaux			Variations		Extrêmes		Ecart	
	10/06/2016	PEF - 18/02/16	31/12/2015	Depuis 18/02/16	Depuis le 31/12/15	Depuis le 31/12/15 Haut	Bas	Max - dernier point	Max - début année
Taux directeur (%)									
Brésil	14,25%	14,25%	14,25%	0,00	0,00	14,25	14,25	0,00	0,00
Russie	11,00%	11,00%	11,00%	0,00	0,00	11,00	11,00	0,00	0,00
Inde	6,50%	6,75%	6,75%	-0,25	-0,25	6,75	6,50	0,25	0,00
Chine	4,35%	4,35%	4,35%	0,00	0,00	4,35	4,35	0,00	0,00
Taux 10 ans									
Brésil	12,60	15,74	16,39	-3,15	-3,80	16,68	12,17	4,1	0,3
Russie	8,21	9,96	9,39	-1,75	-1,18	10,63	8,21	2,4	1,2
Change contre \$ *									
Real (1 \$=...Réal)	3,43	3,98	3,96	-13,9%	-13,5%	4,15	3,38	0,72	0,19
Rouble (1 \$=...Rouble)	65,1	76,2	72,9	-14,5%	-10,7%	82,3	63,7	17,20	9,36
Roupie (1 \$=...Roupie)	66,9	68,5	66,2	-2,4%	1,0%	68,9	66,1	2,02	2,69
Yuan (1 \$=...Yuan)	6,57	6,52	6,49	0,9%	1,3%	6,60	6,45	0,02	0,11
Actions									
Brésil - Bovespa	49422,2	41630,8	43350,0	18,7%	14,0%	54477,8	37497,5	5055,6	11127,8
Russie - MICEX	1903,6	1807,2	1761,4	5,3%	8,1%	1969,9	1608,4	66,3	208,5
Inde - SENSEX	26635,8	23381,9	26117,5	13,9%	2,0%	27020,7	22951,8	384,9	903,1
Chine - Shanghai	2927,2	2862,9	3539,2	2,2%	-17,3%	3539,2	2655,7	612,0	0,0
Hong Kong - Hang Seng	21042,6	19363,1	21914,4	8,7%	-4,0%	21914,4	18319,6	871,8	0,0
MSCI - BRIC*	750,9	664,1	751,7	13,1%	-0,1%	780,6	627,2	29,7	29,0

Source: Covéa Finance, Bloomberg

Notes sur les indices actions : 1/Brésil Bovespa - indice non sectoriel, l'unique du Brésil ; 2/Russie Micex - indice non sectoriel, le plus représentatif ; 3/Inde Sensex - indice non sectoriel 30 entreprises ; 4/Chine Shanghai Composite - Indice sectoriel (Immobilier, Matières premières, Utilities, Industriels, "Conglomérats") le plus utilisé pour refléter la performance du marché de la bourse de Shanghai ; 5/Hong Kong Hang Seng - Indice sectoriel (Matières premières, Utilities, Industriels, Financières), l'unique de Hong Kong ; 6/Corée du Sud Kospi - indice principal, sectoriel.

* Une variation négative du change indique une appréciation de la devise du pays, ie une dépréciation du \$



I. Bilan et constats

Les marchés financiers ont clairement montré une remarquable capacité de résistance malgré le grand plongeon des cours en tout début d'année.

Depuis le point touché le 11 février dernier, les marchés financiers ont repris entre 40% pour le meilleur (le Brésil) et 4,716% pour le moins performant en devise locale (le Japon).

La fin d'année 2015 avait vu se multiplier les discours optimistes tant sur la croissance économique dans les pays occidentaux que sur la progression attendue des marchés financiers. Les signes de ralentissement de l'économie mondiale observés en 2015 et la multiplication de foyers de risques, pourtant suggérés par plusieurs organismes internationaux, n'avaient pas non plus réussi à déstabiliser l'optimisme ambiant.

Trois raisons expliquent cette capacité de résistance :

- Les marchés boursiers avaient déjà corrigé en 2015. La baisse avait en quelque sorte déjà acté la santé fragile de l'environnement économique de l'entreprise.
- Les signaux envoyés par l'économie américaine laissaient supposer une santé moins florissante qu'escompté au début de l'année 2015 ;
- La fragilité de l'économie mondiale et le rythme de l'activité plus modéré aux États-Unis donnaient suffisamment d'arguments pour compter sur des banques centrales extrêmement accommodantes et ce, durablement. Même la FED, qui a procédé aux premiers changements dans la conduite de sa politique avant le départ de Ben Bernanke, devait très probablement rester très précautionneuse avant de procéder à une nouvelle augmentation de ses taux d'intérêt. Des taux d'intérêt très faibles suggéraient que la prise de risque sur les actions, classe d'actifs par nature au rendement plus incertain, était essentiel pour les investisseurs et soutenaient les flux en faveur des actions.

Une quatrième raison naît des trois précédentes: l'adaptation des entreprises dans un contexte économique difficile et un environnement financier exceptionnellement favorable, en apparence tout au moins.

Tous ces éléments n'ont pas empêché le grand plongeon du début d'année. L'absence d'anticipation explique en partie l'ampleur de la purge mais cet événement, d'ordre planétaire, doit nous interpeller : comment les bourses ont-elles pu ainsi craquer malgré le soutien évident des banques centrales, y compris de la FED, de la banque centrale et du gouvernement chinois ?

Croissance molle dans les pays occidentaux, ralentissement sérieux en Chine, effondrement des pays émergents comme le Brésil ont été des catalyseurs en raison de leurs effets sur les cours des matières premières et les effets de dominos que la chute des prix devait entraîner. La baisse du prix du pétrole a fini par avoir raison de l'optimisme des financiers

Face à ce contexte, quelle crédibilité, quelle efficacité accorder à nos institutions, notamment les banques centrales qui sont en première ligne ?

En effet, la croissance mondiale reste désespérément modérée. Elle s'établit à 2,4% en 2015 et s'accompagne d'un commerce mondial qui tourne au ralenti. En volume, les échanges n'ont progressé que de 1,6 %. En valeur, le recul est significatif, à - 11,9 %.

La croissance a-t-elle un potentiel d'accélération? Si oui, dans quels pays, quand pourra-t-elle se produire et quelles économies la soutiendront ? L'Allemagne et le Japon ont pu retirer des bénéfices d'une dynamique d'activité supérieure aux États-Unis ces dernières années. Cependant, ces derniers n'ont pas réussi à retrouver un statut d'économie moteur comme lors des deux décennies précédentes.

La résistance des bourses est donc bien liée davantage à l'action des banques centrales et à l'adaptation des entreprises et des investisseurs à cet environnement pesant. Près de huit ans après la faillite de Lehman Brothers, la route est longue et semée d'embûches. Les cycles boursiers semblent de plus en plus courts et les hausses de moins en moins fortes.

Les craintes qui ont dominé les marchés en début d'année semblent écartées : la FED a renoncé aux quatre hausses de taux d'intérêt que les marchés avaient anticipées, la Chine communique sur ses prises de décision pour soutenir et restructurer son économie, l'Inde est en train de devenir le nouvel eldorado, etc.



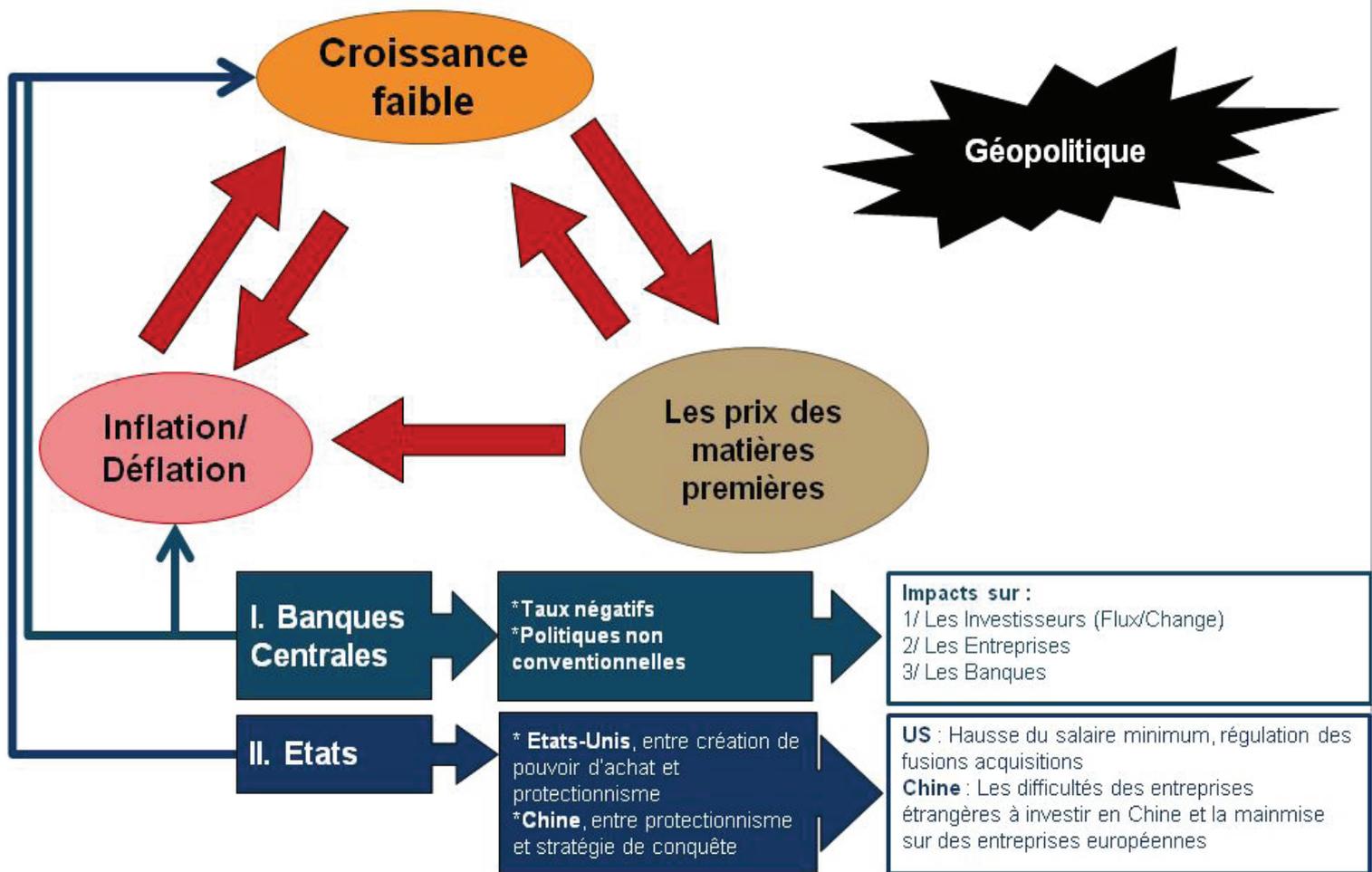
Nous observons en effet des signaux « faibles » depuis quelques semaines qui se traduisent par un léger mieux en zone euro :

- La remontée des cours sur les marchés de matières premières vient opportunément soutenir les pétroliers américains, les économies du Moyen-Orient en grande difficulté, les autres pays émergents producteurs de matières premières. Un premier axe de transfert de richesse entre pays avancés et pays émergents s'est ainsi réactivé.
- La consommation américaine mais aussi le retour de la consommation en Europe, en particulier en France, constituent un deuxième axe de transfert de richesse qui redémarre timidement.

La pérennité de ces deux axes de transfert reste néanmoins fragile.

Environnement Economique

Les 3 axes de lecture de l'environnement mondial ... et les réponses apportées par les banquiers centraux et les gouvernements





II. Analyse du consensus

Comme en 2015, les économistes ont été amenés à corriger leurs prévisions trop optimistes sur la croissance dans les pays développés. L'embellie, globalement anticipée pour 2017, reste modeste.

Quatre éléments remarquables émergent cependant de ce consensus :

- La croissance attendue en zone euro s'est stabilisée après une nouvelle révision opérée en début d'année : elle est désormais attendue autour de 1,6% avec une amplitude de l'ordre de 0,5% entre les plus optimistes et les plus pessimistes. L'écart de croissance entre la zone euro et les États-Unis se resserre avec une nouvelle révision des attentes vis-à-vis de l'économie américaine.
- Dans la logique de diverses annonces et données émanant des autorités chinoises, le consensus a également marqué un arrêt dans ses révisions baissières de l'activité dans ce pays, donnant du crédit aux plans et initiatives que le gouvernement chinois a multipliés ces derniers mois. C'est donc une décélération « encadrée » de l'activité que le consensus valide pour l'année prochaine.
- L'écart est significatif entre les prévisions les plus optimistes et les plus pessimistes relativement à la croissance au Japon, ce qui révèle la perte de visibilité des experts sur l'économie japonaise, ses modifications structurelles, l'évolution de ses ressorts.
- La sortie de récession anticipée des pays émergents producteurs en 2017, ce qui confirme la conviction des experts en un redressement durable du prix des matières premières et du pétrole. Néanmoins, les pays émergents dans leur ensemble n'échappent pas aux révisions baissières des pays développés pour l'année en cours. L'époque où de nombreux experts soutenaient l'idée que les pays émergents étaient en capacité de maintenir une croissance forte malgré la crise financière et l'effondrement des économies développées est révolue.

Ce nouveau consensus reste également marqué par des paradoxes.

Premier paradoxe, les croissances économiques modérées des pays analysés convergent mais tout en affichant des niveaux de taux de chômage très hétérogènes. Si les conditions de l'emploi sont

aussi hétérogènes, ils laissent supposer que la reprise d'activité se fait dans des conditions de créations d'emplois très disparates. Il serait hasardeux de s'arrêter aux seules grandes données macroéconomiques pour comprendre les ressorts de la croissance mondiale.

Second paradoxe : les conditions de prix. Le consensus semble valider un environnement généralisé de faible inflation, une situation assez nouvelle dans l'histoire économique récente. Il prévoit une convergence des rythmes d'inflation entre pays développés et pays émergents, par l'accélération des prix chez les uns et la décélération chez les autres...un paradoxe au regard de l'explosion des bilans des banques centrales. L'indice des prix est attendu en forte hausse dans les pays développés, en particulier aux États-Unis où il passerait de 1,2 % à 2,3 %. Cette hausse est-elle cohérente avec les rythmes de croissance anticipés ?

Nous aurions pu attendre des anticipations de croissance et d'inflation plus « agressives » en raison de l'ampleur des liquidités créées par les banques centrales. Les experts expriment ainsi leur réserve sur la solidité de l'économie mondiale et laissent entrevoir une certaine réserve vis-à-vis de la capacité des banques centrales à soutenir les économies et éviter la trappe de la déflation. Plusieurs pays examinés par nos experts offrent des taux de chômage suffisamment faibles pour susciter des tensions sur les salaires.

C'est un fait assez paradoxal de constater que les experts d'aujourd'hui n'associent plus croissance, baisse du chômage, hausse des salaires et accélération de l'indice des prix finaux.

III. Les conséquences de la modération de la croissance économique mondiale

A la source : la faillite de Lehman Brothers

Les pays développés ne se sont pas encore remis de la crise financière de 2008, marquée par la faillite de la quatrième banque d'investissement mondiale, Lehman Brothers.

L'économie américaine n'a pas retrouvé la dynamique pré-crise malgré tous les éléments de soutien dont elle a pu bénéficier et les économies émergentes ont été rattrapées malgré l'utilisation massive de l'endettement public et privé et la tentative d'un développement de commerce international dit Sud-Sud.

Les mécanismes qui nourrissaient les transferts de richesse entre pays développés et pays émergents



se sont cassés. La crise financière, partie des États-Unis, est venue frapper des pays déjà fragilisés par leurs propres déséquilibres.

Les pays constitutifs de la zone euro ont vu dans la création d'un espace monétaire unique l'occasion de profiter d'un vaste marché débarrassé du voile monétaire que constituait la mosaïque de monnaies européennes. Ils en ont négligé les responsabilités associées.

Les pays émergents n'ont pas su résister au mirage d'une croissance forte et durable que de nombreux experts leur promettaient.

Dans de nombreux pays, ménages, entreprises, États ont eu un accès facilité à la liquidité et donc au financement très facile tout en profitant de la baisse des taux d'intérêt orchestrée par la FED et des effets déflationnistes de la production chinoise sur les prix des biens de consommation de masse.

Une conséquence: la dangereuse montée en puissance des banques centrales

La faillite de Lehman Brothers est venue briser les circuits de financement. Pour des raisons diverses, de nombreux pays ont perdu la capacité de mener des politiques économiques cohérentes.

La conséquence majeure a été le rôle dévolu aux banques centrales. Certaines d'entre elles s'en sont emparées comme la BCE « grâce » à la quasi absence d'inflation dans la zone euro, d'autres agissent sous l'impulsion des dirigeants politiques comme au Japon, alors que la FED agit davantage, au moins en apparence, en concertation avec le pouvoir politique.

La question essentielle, qui se pose aux financiers que nous sommes, est celle des chances de succès des politiques monétaires avec une question sous-jacente : la convergence des valorisations des classes d'actifs artificiellement soutenues par le maintien de taux d'intérêt à long terme proche de zéro, et même en dessous pour l'Allemagne et le Japon.

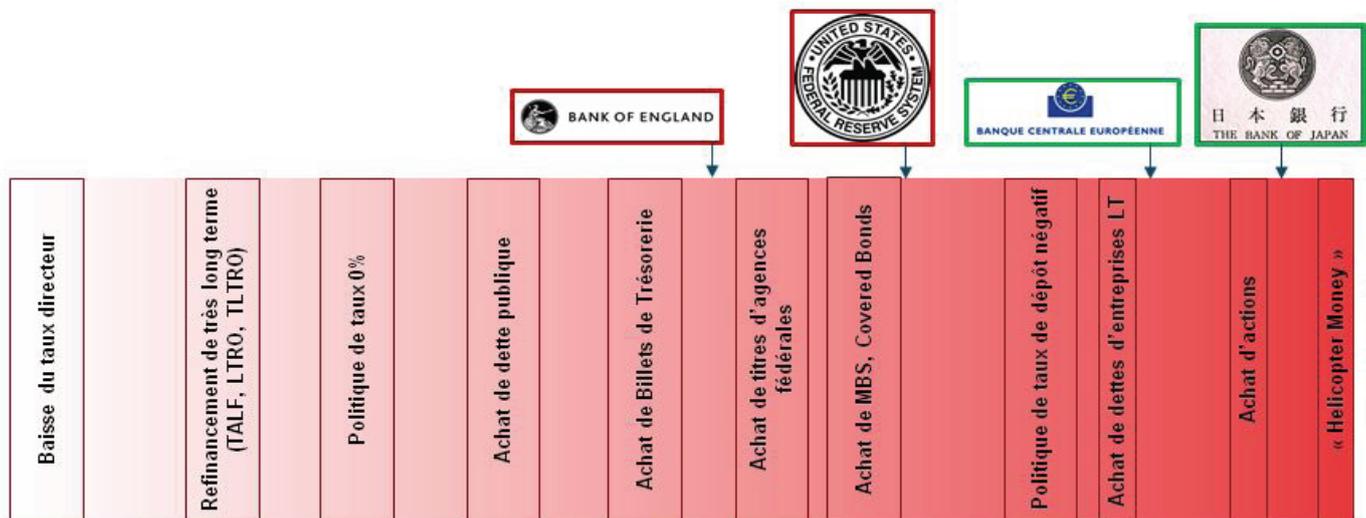
Donner aux banques centrales trop de crédit revient à leur accorder une puissance, celle d'agir sur le comportement des agents économiques. Ceci revient aussi à se poser la question du rôle économique des États en tant qu'organismes mais aussi en tant qu'acteurs.

Les Banques centrales peuvent-elles amener les ménages à s'endetter pour consommer, les entreprises à investir, les États à promouvoir des politiques économiques capables d'orchestrer une

sortie de la quasi-stagnation par le haut ?

L'action des banques centrales n'est pas sans effet et beaucoup sont en passe de contrecarrer la volonté première : dégripper par le canal du crédit l'investissement des entreprises et l'accès à la consommation de biens durables par les ménages. Un objectif curieux si l'on se souvient des origines de la faillite de Lehman Brothers. La crise financière a été, ces dernières années, abondamment documentée et analysée et l'excès d'endettement y est constamment mis en cause.

Ce qu'ont fait les Banques Centrales depuis la crise de 2008...



- Banques Centrales n'amplifiant plus leur actions
- Banques Centrales en cours d'amplification de leurs actions

Helicopter Money pour Hélicoptère Monétaire : distribution de billets gratuitement aux citoyens ou politique budgétaire expansionniste de l'Etat financée par la banque centrale

37

CO
vea Finance

Les conséquences des politiques non conventionnelles



Analyse de la politique de la Banque centrale européenne (BCE)

La BCE sera notre principal centre d'intérêt car c'est aujourd'hui la plus influente sur les économies et marchés financiers européens qui restent, de par l'activité de nos mandats, le cœur de nos placements.

Ses choix très agressifs provoquent de multiples perturbations.

- En pratiquant des taux négatifs à - 0,40% pour les banques déposant à la banque centrale les liquidités excédentaires, au-delà des réserves obligatoires, la BCE a espéré pousser les banques commerciales à prêter davantage à l'économie, autrement dit à transformer des dépôts de court terme en emplois à moyen/long terme alors que toute la réglementation dont elle est aujourd'hui le superviseur, cherche à limiter la capacité de transformation des banques.
- La BCE a poussé à la renégociation des prêts déjà engagés. Le FMI, dans son rapport publié en avril dernier sur la stabilité financière, évoque le chiffre faramineux de 900 milliards d'euros à fin juin dans l'objectif de faire baisser les frais financiers des entreprises déjà très endettées et de redonner ainsi des marges de manœuvre pour investir.

Si les banques peuvent tirer profit d'une meilleure solvabilité de leurs emprunteurs par l'action de la banque centrale, cette dernière n'en hypothèque pas moins la rentabilité du secteur bancaire et donc à terme sa résistance aux chocs qui ne manqueront pas d'arriver.

L'action de la banque centrale obère déjà leur capacité de financer les nouveaux prêts par la réglementation et l'effondrement des marges d'intérêt que sa politique de taux amène. Sans marge d'intérêt, les banques peuvent-elles couvrir les risques futurs de défaillance ?

- Enfin, en s'en prenant au cœur du métier de banquier, la BCE contribue à l'accélération de la « marchandisation » des économies européennes en poussant les entreprises à émettre des obligations de moyen et long terme. Elle espère ainsi réduire les risques portés par les bilans bancaires en infléchissant sur le modèle économique. Les banques deviennent des monteurs d'emprunts obligataires et perçoivent pour cela des commissions. Elles ne prêtent plus directement et donc ne fondent plus leur rentabilité sur la marge d'intérêt perçue sur la différence entre

son coût de financement et celui de son client. D'où viennent les milliards déposés chaque jour par les banques commerciales auprès de la BCE ? Beaucoup proviennent des avoirs laissés en dépôt sur les comptes bancaires par leurs clients.

En pratiquant des taux négatifs associés à des programmes d'achats de dettes, d'abord souveraines et maintenant étendus aux obligations privées, la banque centrale a renchéri artificiellement le prix des obligations par l'effondrement des taux d'intérêt à long terme qu'elle a provoqué.

Qu'est censé rémunérer le rendement d'une émission de dette à long terme ? Il rémunère en principe deux types de risque :

- L'érosion monétaire dans le temps. Le taux d'intérêt aide au déplacement dans le temps de la valeur du capital initial.
- Le risque de défaut, soit le non-paiement des intérêts et/ou du capital à l'échéance. Il rémunère aussi l'arbitrage du consommateur-épargnant. Le taux d'intérêt rémunère le renoncement à la consommation immédiate.

Le premier des risques peut survenir potentiellement dans un futur plus ou moins rapproché si l'on suit certaines théories monétaires mettant en avant le lien entre masse monétaire et inflation (donc l'érosion de la valeur de la monnaie au fil du temps sous l'effet de l'emballement du niveau général des prix). La masse monétaire nouvelle créée sous le seul effet de la politique monétaire « extra-ordinaire » mise en œuvre par la BCE et plus largement par les banques centrales d'importance pour l'économie mondiale est colossale au regard de l'évolution du PIB réel. La sagesse actuelle de l'inflation dans les pays occidentaux ne peut en aucun cas signifier que le risque n'existe pas.

Le second risque s'est déjà matérialisé dans un passé même récent et le niveau croissant des dettes souveraines dans le monde rend hautement probable la matérialisation de ce risque à plus ou moins brève échéance.

La dette française s'élève à 2 097 milliards d'euros. Réduire la dette passe par le remboursement de titres arrivant à échéance. Pour cela, notre pays doit consacrer 4,3 %¹ (en 2015) de son PIB annuel à la réduction de la dette. Or la France continue de s'endetter pour faire face aux échéances obligataires et couvrir le déficit annuel. Elle fait un double pari.

1 NB : Si nous prenons le pic des tombées prévues pour le moment en 2019 (152Md€) rapportées au PIB prévu par le gouvernement en 2019 (2453Md€) ce poids se monte à 6,2%



La hausse du PIB en est le premier. Beaucoup espèrent que cette hausse finira bien par arriver permettant la baisse du ratio dettes/ PIB si la hausse du PIB n'est pas consommée par des dépenses récurrentes supplémentaires. Le second est qu'il y aura toujours suffisamment d'épargne dans le monde intéressée par la dette française. Avec à fin 2015 un déficit de -77.4 Md, une balance de -45.8% et un taux de chômage de 10.1%¹ à la fin du premier trimestre 2016, si l'économie française continue de sous-performer ses concurrents, c'est un pari risqué.

Les banques centrales ne font pas que perturber la valeur des obligations souveraines, elles influencent également le prix d'autres actifs et participent ainsi à la création de bulles qui finiront certainement par éclater. Les obligations des entreprises privées comme les dettes d'État n'offrent plus de primes couvrant les risques énoncés plus haut, risques dont la matérialisation se manifeste souvent plus rapidement que pour les États qui ont le pouvoir de lever l'impôt. Elles ne couvrent plus non plus le risque de liquidité.

La réduction des activités de banques de marché en Europe a conduit à une perte de la capacité de pouvoir acheter ou vendre à tout moment un actif financier. C'est le risque dit de liquidité. Ce dernier est particulièrement élevé sur les obligations de crédit. Acheter des obligations privées aujourd'hui est un acte qui doit répondre à deux questions :

- Suis-je capable de porter les obligations jusqu'à leur terme ? autrement dit, suis-je en mesure d'isoler mon capital sur une durée plus ou moins longue ?
- Suis-je capable de résister à un défaut en coupons et/ou capital sur les obligations achetées ? Autrement dit, suis-je suffisamment riche pour supporter le défaut de l'émetteur des obligations que je détiens ?

La BCE pousse à une forme de perversion des stratégies des entreprises tout comme la politique d'émissions des États. Nous reviendrons plus en détail sur ce point dans les paragraphes suivants.

Les risques

Le premier des risques est lié à la phase dans laquelle se trouve le cycle économique. L'économie mondiale toujours convalescente va devoir subir le ralentissement de l'économie américaine, celui de la Grande-Bretagne mais aussi celui de la Chine tandis que l'économie européenne n'aura pas les moyens d'insuffler un quelconque renouveau à l'économie mondiale. Or ceci intervient à un mo

ment où les banques centrales n'ont quasiment plus de moyens à proposer pour enrayer ce nouveau reflux de la croissance et où le contexte géopolitique est très anxiogène.

Le second, et non des moindres, est la question de la confiance dans la monnaie. La monnaie est fiduciaire, ce n'est pas par hasard. La confiance des citoyens est essentielle pour asseoir le pouvoir de la monnaie.

La BCE, par son action sur l'ensemble des taux d'intérêt en zone euro (taux directeurs, taux de dépôt, primes de risque sur les dettes souveraines des membres les moins bien notés comme le Portugal, primes de risque sur les obligations privées), contribue à accentuer la déflation des revenus en s'attaquant à la rémunération de l'épargne. Celle-ci cherche à sortir la zone euro de la crise dans laquelle elle s'est installée tout en laissant des forces contraires se déployer. En s'attaquant aux revenus de l'épargne, elle s'attaque à la capacité de consommation d'une part importante de la population vieillissante européenne.

Cet effet pourrait bien l'emporter avant que son action sur le canal du crédit parvienne à réenclencher un redémarrage de l'investissement des entreprises. Dans le cas contraire, un succès indirect sur la reprise de l'investissement ne sera que de courte durée. L'endettement généralisé de tous les agents handicape la reprise.

Enfin, la BCE, comme ses consœurs, accroît l'instabilité du système bancaire et financier. Aucun continent n'est épargné.

Synthèse

Notre monde économique apparaît miné par l'excès d'endettement et l'insuffisance d'investissement généralisé mais aussi par l'installation durable d'une déflation des revenus. Au fil des années, les banques centrales des zones économiques majeures (États-Unis, Japon, zone euro et Chine) sont apparues comme les seuls acteurs en mesure de permettre à nos économies de sortir de l'état critique dans lequel elles se trouvent depuis 2008. Aujourd'hui, on ne peut que constater leur échec et leurs effets dévastateurs et s'inquiéter des effets qui sont encore à venir. Néanmoins, nous observons des signaux faibles de stabilisation des économies des pays développés et émergents. Le pire est peut-être derrière nous mais la question du traitement de l'endettement est une clé essentielle pour retrouver une croissance durable.

¹ Chiffre à la fin du 1er trimestre 2016 (INSEE)

IV. Analyse des marchés financiers

Marchés Taux

Aujourd'hui, la Banque centrale américaine absorbe 125 milliards d'obligations émises par le trésor américain et 194 milliards pour 2017 soit 12% des titres émis par le Trésor. Elle détient 18% de la dette obligataire.

La Banque centrale européenne absorbe 720 milliards des obligations souveraines européennes, 80 milliards de la dette privée².

Les banques centrales agissent sur le marché comme n'importe quel investisseur institutionnel mais leur puissance de feu est sans commune mesure. Par le poids de leurs interventions, elles « font le marché » et donc le prix.

Les taux d'intérêt à long terme ont considérablement baissé partout dans le monde. L'impensable est arrivé : l'État japonais et l'État fédéral allemand émettent des emprunts à long terme à 10 ans à taux d'intérêt négatifs.

L'investisseur paie en quelque sorte un droit de souscription pour placer son capital pendant 10 ans et renonce à percevoir un intérêt. Il renonce ainsi à percevoir une rémunération alors qu'il investit l'argent que lui confient ses clients. Eux-mêmes ne perçoivent aucune rémunération et paient pour la préférence donnée à l'épargne plutôt qu'à la consommation.

Malgré des situations sensiblement différentes, le marché obligataire américain subit la politique monétaire de la BCE et de la Banque du Japon. Pour échapper aux taux négatifs, les investisseurs japonais ont effectué un gros retour sur les obligations étrangères, et plus particulièrement américaines.

Malgré l'agressivité des politiques monétaires, les courbes de taux au cours du premier semestre ont maintenu une pente historiquement élevée. L'écart de taux entre les emprunts à 10 ans et à 30 ans pour la France était de 130 le 31/12/2015 et 83 le 26/06/2016 jusqu'à une date récente en France. La baisse des taux d'intérêt américains dans le sillage des taux européens a été moins importante comme en témoigne l'écart historiquement élevé entre le taux à 10 ans français et américain (écart négatif jusqu'en 2010).

La FED a laissé ses taux directeurs inchangés alors que la BCE déclenchait son programme d'achat de dettes privées avec trois semaines d'avance. Son renoncement a fini par avoir raison des courbes anormalement pentues. Les courbes de taux en Europe comme aux États-Unis

se sont fortement aplaties.

Taux d'intérêt absolu à très long terme historiquement faible, taux réel négatif, soit pour le rendement de la part des investisseurs acculés, trois facteurs qui ont conduit les États et les entreprises à modifier la gestion de la dette. Les entreprises et les États ont profité des taux bas pour allonger la maturité des obligations émises. La SNCF a ainsi émis une obligation de maturité 2115 à un taux de 2.77% et l'État belge s'est endetté à 100 ans sur le marché obligataire à 2.30%.

Enfin la politique monétaire de la BCE encore plus « extra-ordinaire » que ne l'a été celle de la Banque centrale américaine pousse à l'offre de « papier ». Les émetteurs se pressent à l'émission. La hausse des volumes de dettes sur les marchés de taux européens n'a pas enrayé la chute des rendements. C'est clairement l'expression d'une certaine forme de panique de la part des investisseurs institutionnels, contraints par les nouvelles formes de régulation de privilégier les placements obligataires. Cet état de panique nous semble confirmé dans leurs placements. Ils acceptent une prise de risque non rémunérée, ils acceptent de ne plus être en capacité d'évaluer, calculer les risques avec les traditionnels outils que sont par exemple la durée et la convexité.

Cependant, les pays dits périphériques profitent moins de ce puissant mouvement de baisse des rendements. La menace d'une sortie de la Grande Bretagne de l'Union européenne a pesé sur les marchés de taux du sud.

Marchés Actions

Jusqu'au résultat du référendum britannique, les marchés actions étaient bien orientés après la dépression du début d'année. Pourtant, la modeste croissance et la relative médiocrité de la qualité de la croissance ne laissent pas espérer un soutien du côté des résultats des entreprises. Le rebond du second trimestre a été davantage porté par le retournement sur les marchés des matières premières et l'atténuation des inquiétudes sur la Chine que sur les performances opérationnelles des entreprises. La BCE elle-même ne semble plus un véritable soutien. Nous avons bien au contraire observé une remontée de la volatilité des marchés actions depuis que l'institution monétaire a annoncé la mise en place de taux de dépôt négatifs et un nouveau programme d'achats de titres obligataires constitué de davantage de dettes d'États mais aussi depuis juin de titres de dettes obligataires privées.

2 Chiffres estimés



Les résultats et chiffres d'affaires du premier trimestre 2016 ont confirmé la médiocrité déjà observée les trimestres précédents.

Autant d'éléments qui a rendu fragile la remontée des cours jusqu'à la veille du « Brexit ». La hausse s'est faite dans de faibles volumes.



Conclusion : un monde de paradoxes

L'environnement économique mondial dans lequel nous évoluons reste très déprimé, quelle que soit la zone. La situation est particulièrement compliquée pour les pays développés, minés par une inflation basse et des revenus des ménages et des entreprises mal orientés, et au bord de la déflation.

Cette configuration impose aux entreprises comme aux investisseurs d'adapter leur stratégie. Pour les entreprises, l'heure n'est pas à l'expansion des chiffres d'affaires et des bénéfices par la croissance de la richesse. L'économie ne saurait donc être un support à la valorisation des actions. Malgré les risques futurs que génère implicitement cette situation, les taux d'intérêt à court et à long terme sont sous pression et sont appelés à rester faibles durablement.

Les banques centrales, par leurs actions, perturbent la valorisation des actifs financiers et physiques. Les banques centrales européenne et japonaise semblent également perturber la prise de décision de la Fed qui n'ose plus poursuivre sa politique de normalisation.

Parmi les actifs à valorisation artificielle, la dette souveraine des pays développés nous paraît particulièrement risquée. L'endettement des Etats ne cesse de croître, le remboursement des dettes accumulées s'avère de plus en plus hypothétique. Or, des taux d'intérêt trop bas ne rémunèrent plus le défaut potentiel d'un émetteur souverain, défaut rendu plus aisé avec l'introduction de clauses plus favorables sur les émissions souveraines en Europe.

Le risque de crise financière mondiale nous paraît ne pas devoir être non plus sous-estimé tout comme le risque de fuite devant la monnaie.

Trois variables clés émergent dans ce panorama dont nous suivrons avec attention et une grande vigilance les évolutions: le prix du pétrole, les matières premières et le dollar.

- Un dollar trop fort devrait gêner la Fed dans son action de normalisation de sa politique monétaire centrée sur des hausses de taux d'intérêt en ligne avec l'état de l'économie américaine. Un dollar faible devrait faire souffrir les pays émergents et leurs devises.
- Un pétrole trop cher obère la compétitivité des entreprises européennes mais soutient la croissance américaine. Un prix du pétrole trop bas pèse sur l'activité aux Etats-Unis mais soutient une plus grande convergence des conditions de compétitivité entre les entreprises américaines et les entreprises européennes.
- Des prix de matières premières élevés améliorent le sort des pays producteurs. Ils augmentent leur pouvoir d'achat et soutiennent donc la demande adressée aux pays développés. Un élément favorable donc aux entreprises occidentales mais qui doivent alors faire face à un renchérissement de leurs coûts de production. Des prix plus bas améliorent leur compétitivité mais pèsent sur une partie de leurs débouchés.

Alors qu'aucune des configurations n'est plus favorable qu'une autre dans le contexte actuel, la prise de risque est aujourd'hui quasi impossible et une réduction des revenus récurrents des portefeuilles est clairement visible. De ce fait, il nous est impossible de réinvestir sur des obligations trop chères.

Notre premier objectif est d'éviter de perdre de l'argent, ou en tout cas le moins possible. Il faut évaluer la capacité à prendre du risque en fonction de la richesse historique accumulée dans ses portefeuilles et être capable de se donner du temps, c'est-à-dire être en capacité de supporter de la volatilité dans ces derniers.

Dans ce contexte, nous estimons qu'un mouvement de diversification vers d'autres classes d'actifs et zones géographiques est nécessaire, ce qui induit un positionnement plus important sur le marché des devises.

Ainsi, nous envisageons un renforcement de notre positionnement sur les pays émergents (actions et dettes) en fonction de l'évolution du dollar et du prix du pétrole. Nous préparons des coupes circuits



sur notre position actions américaines, qui seront suivis d'un abaissement de notre exposition sur la devise américaine si le dollar franchit le couloir 1,09; 1,10.

Nous continuons d'augmenter notre exposition sur le Japon au travers des leaders mondiaux et nous investissons sur le marché des actions anglaises. Par défaut, nous nous positionnerons sur le marché européen des actions, avec une forte exigence portée à la fois sur le point d'entrée, sur la délivrance de dividende, et sur le choix de sociétés dont la valeur d'inventaire est supérieure à la valorisation actuelle en tenant compte des éventuels excès de survaleurs. Nous restons en dehors du marché du crédit.

L'évolution de notre positionnement sur l'environnement économique à Juin 2016

	Février	Juin	Octobre	Février	Juin	
Etats-Unis	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Neutre / Prudence	Opinion négative	Opinion négative	↓
Royaume-Uni	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	↓
Zone Euro	Opinion positive / Favorable	Opinion positive / Favorable	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	↓
Japon	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	↓
Autres Asie	Neutre / Prudence	Neutre / Prudence	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	↓
Chine	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	↓
Brésil	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	→
Russie	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	Opinion négative	→

