

Avril 2015

## Editorial

L'Europe a montré quelques signes d'amélioration depuis le début de l'année avec une croissance du PIB un peu meilleure qu'attendue à +0.4% sur Q4 2014 vs +0.3% sur Q3 et une accélération en Allemagne et en Espagne (+0.7%), contrastant avec l'atonie franco-italienne (+0.1%). Cette tendance à l'amélioration semble se poursuivre sur Q1 2015, comme en témoigne la hausse du PMI composite à 53.5, ainsi que la hausse de la confiance des consommateurs. Cette petite embellie devrait être soutenue dans les prochains mois par plusieurs facteurs puissants, à commencer par le Quantitative Easing présenté par Mario Draghi le 22 janvier dernier, qui devrait améliorer les conditions de financement des entreprises et des ménages et soutenir ainsi la consommation et l'investissement. Pour rappel, la BCE achètera tous les mois 60 milliards d'euros d'obligations d'Etat et privées jusqu'à constater « un changement soutenable de la tendance inflationniste, cohérent avec l'objectif de 2% ». Tout un programme ! Qui devrait occuper la banque centrale jusqu'à septembre 2016 pour une enveloppe représentant +/- 9% du PIB de la zone euro. Une ampleur comparable donc au QE américain et japonais. Deuxièmement, le prix du pétrole. La baisse vertigineuse des prix du brut depuis l'été dernier devrait réduire les coûts de transport et de production et augmenter ainsi les marges des entreprises. Enfin, la baisse de l'Euro (-23% depuis mai 2014) devrait favoriser les exportations, tout spécialement vers les pays où la croissance de la demande est forte comme le Royaume-Uni ou les Etats-Unis. Il convient cependant de rester vigilant sur la zone euro car malgré tout, les niveaux absolus de croissance restent faibles (+1.2% prévus en 2015, +1.4% en 2016, +1.7% en 2017 selon le FMI). Qui plus est, le cas grec n'est pas réglé et les disparités entre pays demeurent importantes entre ceux qui ont fait les réformes de structures qui s'imposaient comme l'Allemagne et ceux qui comme la France restent à la traîne.

Aux Etats-Unis, le FMI attend pour cette année une croissance de +3.6%, avec un marché du travail robuste (295 000 créations d'emploi en février, 5.5% de chômeurs et des salaires qui commencent à se tendre dans certains secteurs) et un marché immobilier toujours soutenu (permis de construire et mises en chantier supérieures au million d'unités, prix stables). En outre, la confiance des consommateurs est au plus haut. Il convient toutefois de ne pas tomber dans l'euphorie car le dollar fort pourrait sérieusement commencer à peser sur les exportations américaines tandis que les conditions de financement pourraient graduellement se détériorer avec la hausse attendue, quoique mesurée, des taux directeurs dans le courant de l'année 2015.

La décision de la BCE a déjà lourdement impacté les taux longs européens. Les courbes de taux ont continué de s'aplatir et les spreads avec le Bund allemand sont au plus bas. Cette tendance ne devrait pas s'inverser à court terme avec la poursuite de l'action de la banque centrale d'autant que les perspectives d'inflation ont été revues à la baisse (0% pour 2015). Cette situation de taux extrêmement bas (et même négatifs sur les emprunts d'état

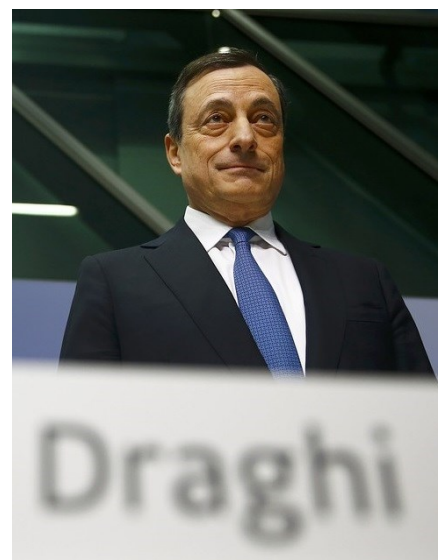
allemands et français jusqu'à 5 ans) devrait favoriser le segment corporate, particulièrement dans les tranches de rating BB et B. Avec la divergence des politiques monétaires (rappelons que la FED a fermé les robinets de la liquidité il y a quelques mois maintenant), les longs européens se sont décorrélés des taux US et l'écart entre le US Treasury 10 ans et le Bund 10 ans est désormais à son plus haut (172 bp) et devrait continuer à augmenter car les fondamentaux restent plutôt en faveur d'une hausse modérée des taux américains. Autre conséquence visible de ce découplage en termes d'activité et de politique monétaire : la poursuite de la tendance haussière sur le \$, qui a testé il y a deux semaines la barre des 1.05 contre EUR.

Dans ce contexte, c'est fort logiquement que l'Europe mène la danse d'un point de vue boursier, avec une forte hausse de 17.51% YTD pour l'Eurostoxx50, contre 0.44% seulement pour le S&P500 en \$. Il est vrai qu'outre les liquidités abondantes, les marchés de la zone euro bénéficient également d'anticipations de bénéfices par actions supérieures à celles des marchés US (+15% vs +3%), grâce à la baisse des coûts de production liée à la chute des prix énergétiques, ainsi que de la baisse de l'euro, favorable aux exportations. Nous restons toutefois prudents à court terme car après le fantastique rallye de près de 28% observé sur l'Eurostoxx50 depuis la mi-décembre, les graphiques commencent à être assez surachetés et les valorisations un peu plus tendues. Prudence aussi sur les Etats-Unis, dont les entreprises vont devoir faire face au resserrement monétaire prévu cette année par la FED, et surtout à la hausse du \$. Les analystes ont d'ailleurs revu à la baisse leurs prévisions de BPA à +3%, bien en-dessous du chiffre 2014. Et la bourse américaine, avec un P/E estimé de 17.4, n'est plus spécialement bon marché.

Au niveau des Emergents, la Russie est toujours en grande difficulté. L'économie continue de pâtir de l'effondrement du baril alors que la crise ukrainienne n'est pas réglée et que les sanctions occidentales sont toujours à l'ordre du jour. La balance commerciale s'effondre tandis que la demande intérieure peine. Moody's a d'ailleurs abaissé sa note sur la dette souveraine russe de Baa3 à Ba, en maintenant sa perspective négative. Situation toujours difficile également au Brésil, avec l'annonce d'une cure d'austérité qui devrait peser sur la croissance 2015. Le moral des ménages est au plus bas alors que le chômage augmente et la monnaie dévalue. La pression reste forte sur Dilma Rousseff qui doit de plus faire face à une encombrante affaire Petrobras. En Inde, la banque centrale a surpris en baissant pour la seconde fois son taux directeur de 25bp à 7.50%. L'inflation est en effet passée d'un niveau à deux chiffres fin 2013 à 5.1% actuellement, sachant que l'objectif affiché par les autorités ressort à 4%. Suite à cette baisse de taux, l'indice Sensex a franchi pour la première fois la barre des 30 000 points. En Chine, les autorités ont annoncé une nouvelle baisse du taux directeur de 25bp à 5.35%, justifiée par le niveau historiquement bas de l'infla-

|            | YTD%    | QTR%    | Close<br>31/03/15 |
|------------|---------|---------|-------------------|
| DOW JONES  | -0.26%  | -0.26%  | 17 776.12         |
| S&P 500    | 0.44%   | 0.44%   | 2 067.89          |
| FTSE       | 3.15%   | 3.15%   | 6 773.04          |
| BEL20      | 13.41%  | 13.41%  | 3 725.82          |
| AEX        | 15.30%  | 15.30%  | 489.41            |
| CAC 40     | 17.81%  | 17.81%  | 5 033.64          |
| MSCI EM    | 1.91%   | 1.91%   | 974.57            |
| CRUDE OIL  | -10.64% | -10.64% | 47.60             |
| GOLD       | -0.10%  | -0.10%  | 1 183.68          |
| EUR/USD    |         |         | 1.0731            |
| EUR/CHF    |         |         | 1.0437            |
| EUR/GBP    |         |         | 0.7243            |
| EURIBOR 1M |         |         | -0.015%           |

tion. L'indice PMI HSBC est sorti à 51.8 en février, en hausse par rapport à janvier, dans un contexte où les autorités doivent gérer le ralentissement structurel du pays, en faisant de la consommation privée un moteur important de la croissance. Le nouvel objectif de croissance devrait être fixé autour de 7%. Techniquement, le MSCI Emerging Markets, au même niveau que durant l'été 2013, présente aujourd'hui une configuration plutôt favorable, en tous cas beaucoup moins surachetée que celle des pays de l'OCDE. La zone émergente reste clairement pour nous une diversification de portefeuille intéressante.





## Macroéconomie

### Contexte Global :

Intervention massive de la Banque Centrale Européenne et interrogation sur les intentions de la Réserve Fédérale américaine quant au timing de la hausse des taux d'intérêts.

### Europe :

- L'amélioration de l'activité se poursuit, la France reste à la traîne.
- Le regain de confiance des consommateurs italiens est une bonne nouvelle...
- Tout comme le rebond, tant attendu, de la consommation en Allemagne.
- Les tensions géopolitiques en Ukraine s'apaisent, sur fond de cessez le feu encore fragile.
- Les négociations entre le nouveau gouvernement grec et ses créanciers sont difficiles et source de tensions.

### USA :

- Les indicateurs macroéconomiques indiquent un certain ralentissement de l'activité qui fait suite à une fin d'année 2014 particulièrement robuste.
- Le renforcement du dollar depuis plusieurs mois commence à peser sur l'activité manufacturière.
- Toutefois, le marché de l'emploi reste soutenu, les salaires commencent à progresser et les consommateurs retrouvent les niveaux de confiance de début 2007.

### Japon :

- Amélioration lente de l'activité, avec les mesures de quantitative easing qui pour le moment profitent surtout aux exportateurs.
- Les indices Tankan d'activité restent stables.
- A suivre les indicateurs de consommation et de confiance des petites entreprises qui en toute logique devraient s'améliorer fortement.

### Chine :

- Poursuite du ralentissement de l'activité tant manufacturière que des services.
- L'inflation reste faible ce qui facilitera d'éventuelles politiques de relance.
- En mars, comme attendu, le gouvernement a revu à la baisse l'objectif annuel de croissance à 7%. La faiblesse des derniers indicateurs pourrait rendre cet objectif difficile à atteindre en 2015.
- Les autorités monétaires devraient poursuivre la baisse des taux (on parle de plus de 200 points de base de baisse cette année). L'objectif étant de faire chuter fortement les charges d'intérêts pour le secteur privé et les gouvernements locaux.



## Les grandes manœuvres de Mario Draghi

La Banque Centrale Européenne nous avait prévenus qu'elle ferait tout ce qui était en son pouvoir pour éviter à l'Europe l'expérience longue et douloureuse de la déflation à la japonaise. D'aucuns doutaient que les actes ne seraient pas à la hauteur des promesses. Bien au contraire, les objectifs de Mario Draghi de rachats de titres pour 60 milliards d'euros par mois sur 18 mois ont créé la surprise et déclenché un rallye sur les actifs européens. Au-delà de ce chiffre déjà substantiel, 1/3 du bilan de la BCE, plus d'un trillion d'euros, ce sont les comparaisons avec certains ordres de grandeurs qui sur-

prennent : 40% du marché de la dette corporate, 4 fois celui de la dette high yield. Encore plus marquant, il représente 2,5 fois le montant des déficits européens pour 2015. A titre de comparaison, le deuxième QE américain représentait 0,75 fois le déficit annuel et 1,5 fois dans le cas du Japon.

Cet afflux de liquidités sur le marché des dettes souveraines, alors même que les Etats sont dans une logique de désendettement va provoquer un effet de rareté sur les actifs obligataires de qualité, ce qui va pousser les gérants à chercher du rendement hors de leurs zones d'intervention habituelles,

vers des actifs moins bien notés. De plus en plus de flux sur des marchés de moins en moins liquides. Les gros réservoirs de liquidité que sont les compagnies d'assurance et les fonds de pension, forcés d'acheter de la dette souveraine, vont faire pression sur leurs régulateurs afin d'élargir leur spectre d'intervention et éviter de n'acheter que des titres à rendements extrêmement faibles voire négatifs. Cet effet de cascade va probablement déborder sur les marchés d'actions, ce qui soutiendra la poursuite du rallye et nous conduira à profiter de toute faiblesse de marché pour réinvestir.

### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 31 mars 2015. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.