



Découvrez les perspectives de nos experts

L'EUROPE :
UNE HISTOIRE
SANS FIN

UN MONDE
À PLUSIEURS
VITESSE

CRÉDIT :
LA ROUE
TOURNE



BNY MELLON

Sommaire

02 Table ronde

04 Pallier le manque de financement

Paul Hatfield, Alcentra

06 La Russie plie mais ne rompt pas

Urban Larson, Standish*

Robert Simpson, Insight Investment

08 Un monde à plusieurs vitesses

Vassilis Dagioglu, Mellon Capital*

10 Le recul des anticipations

Iain Stewart, Newton

12 Crédit : la roue tourne

Alex Veroude, Insight Investment

14 Brésil : la déroute de l'enfant chéri d'Amérique latine

Colm McDonagh, Insight Investment

Javier Murcio, Standish

Rogerio Poppe, ARX*

16 Le paradoxe de la productivité japonaise

Simon Cox, BNY Mellon IM Asia Pacific

18 Inflation : la dernière valeur refuge ?

David Hooker, Insight Investment

20 Asie : vers des mesures non conventionnelles

Douglas Reed, Newton

22 L'Europe : une histoire sans fin

Rowena Macfarlane, Standish

Mark Bogar, The Boston Company Asset Management*

24 Les contraintes sur la liquidité

Paul Brain, Newton

Colm McDonagh, Insight Investment

Urban Larson, Standish

Raman Srivastava, Standish

James Gereghty, Jr, Siguler Guff Company*

26 États-Unis : les retombées positives de la campagne électorale

John Bailer, The Boston Company Asset Management

28 Obligations : "the big issue"

Raman Srivastava, Standish

Khuram Sharih, Newton



Perspectives 2016 : le phénomène de divergence comme source d'opportunités

BNY Mellon Investment Management est convaincue que les grands esprits ne se rencontrent pas toujours, en particulier lorsqu'il s'agit de la lourde tâche de prédire l'avenir. Nous avons interrogé plusieurs gérants des filiales de gestion de BNY Mellon IM pour recueillir leur sentiment quant aux perspectives qui attendent les investisseurs sur les marchés financiers en 2016.

*BNY Mellon Investment Management EMEA Limited est le distributeur des solutions d'investissement proposées par ses différents gestionnaires en Europe, au Moyen-Orient, en Afrique et en Amérique latine. Les gestionnaires sont retenus par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, ou des sociétés affiliées assurant l'administration des fonds, à des fins de services de gestion de portefeuille portant sur les produits et services proposés par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited ou les sociétés administratrices des fonds. Ces produits et services sont régis soit par des accords bilatéraux conclus entre BNY Mellon Investment Management EMEA Limited et ses clients, soit par le Prospectus et la documentation relative aux fonds concernés.

Table ronde



Chris Barris,
responsable monde de la
gestion *high yield*,
Alcentra



Todd Wakefield,
gérant de portefeuille,
The Boston Company
Asset Management



Cliff Corso,
PDG Amérique du Nord,
Insight Investment



Sinead Colton,
responsable de la stratégie
d'investissement,
Mellon Capital



Peter Hensman,
stratégiste global,
Newton



Rebecca Braeu,
directrice de la recherche
dette souveraine,
Standish

Quelles sont vos perspectives pour 2016 et sur quelles hypothèses basez-vous vos prévisions ?

Peter Hensman, stratégiste global chez Newton : « Je pense que l'année sera difficile sur le front des actifs risqués, dans un contexte marqué par la faiblesse persistante de la croissance nominale et une remontée de la volatilité de marché. Cet environnement impose une plus grande sélectivité dans le processus de stock-picking, et nécessite de privilégier les secteurs et les entreprises qui disposent d'une flexibilité bilancielle et de la capacité de réduire leur base de coût. »

Chris Barris, responsable global la gestion *high yield* chez Alcentra : « La croissance économique devrait être plus modérée aux États-Unis, de l'ordre d'un peu plus de 2%, et sera essentiellement soutenue par les dépenses de consommation. Le cours du pétrole devrait rester autour de 50 USD le baril, tandis que le taux de change du dollar US par rapport à l'euro ne devrait pas évoluer significativement. »

Todd Wakefield, gérant chez The Boston Company¹ : « Je n'anticipe pas de récession économique, mais nous risquons néanmoins de subir une récession sur le front des bénéfices des entreprises. La croissance américaine devrait s'établir autour de 2%, soutenue par les dépenses publiques, tandis que les bénéfices des entreprises devraient rester inchangés, à mesure que la Fed commencera à retirer sa politique de taux zéro. Selon moi, les programmes de relance amorcés en Chine devraient faciliter un atterrissage en douceur de l'économie locale. »

Sinead Colton, responsable de la stratégie d'investissement chez Mellon Capital : « Nous anticipons une poursuite de la croissance aux États-Unis. Quant à l'Europe, nous pensons que la BCE devrait maintenir sa politique expansionniste, tandis que l'euro devrait soutenir la croissance dans la zone euro. En Asie, de nouvelles mesures de relance sont anticipées de la part de la Banque du Japon, la croissance chinoise devrait rester orientée à la baisse, et les difficultés actuelles devraient persister au sein des marchés émergents. »

Rebecca Braeu, directrice de la recherche dette souveraine chez Standish : « Nous anticipons une reprise de 3,1% à 3,3% de la croissance mondiale. La croissance américaine devrait être portée par les dépenses de consommation et l'investissement dans le secteur immobilier. La politique menée par la Banque centrale européenne restera un facteur de soutien de la croissance en Europe, tandis que la croissance en Chine devrait continuer de s'essouffler l'année prochaine. »

Cliff Corso, PDG Amérique du Nord : « La production aux États-Unis reste inférieure à la moyenne, mais devrait rebondir en 2016. Toutefois, l'endettement des entreprises a atteint des niveaux inquiétants et nous continuerons de les suivre de près. Nous anticipons plusieurs hausses de taux de la Fed, une légère remontée des taux sur l'ensemble de la courbe, ainsi qu'un resserrement des spreads de crédit. En outre, nous anticipons également une légère appréciation du dollar, une accélération de la croissance européenne, et un ralentissement contrôlé de l'économie chinoise. Cet environnement pourrait être favorable aux actifs risqués, qui devraient néanmoins être affectés par de nouvelles vagues de volatilité. »

Quelles sont vos perspectives pour la classe d'actifs dans laquelle vous êtes spécialisés ?

P. Hensman : « L'environnement devrait rester difficile sur les marchés d'actions, et les actifs risqués devraient sous-performer sur les marchés obligataires. »

C. Barris : « En 2016, nous anticipons des performances proches de 5% sur les marchés *high yield* américains et européens. Toutefois, l'évolution du cours des matières premières pourrait remettre en cause cet objectif. Concernant les loans, nous anticipons un profil de performance similaire, mais quelque peu moins volatil. »

T. Wakefield : « Sur les marchés d'actions, je pense que les performances des petites capitalisations devraient ressortir en-deçà de leur moyenne historique. Les prévisions de bénéfices me semblent excessives et les marges de profit ont touché un point haut. »

S. Colton : « Concernant les actions, nous sommes actuellement optimistes à l'égard du cœur de la zone euro et du Japon, et pessimistes sur le Royaume-Uni. Nous sommes modérément optimistes à l'égard des marchés obligataires d'une poignée de pays développés, mais suivons de très près l'évolution de la politique des banques centrales. »

R. Braeu : « Le ralentissement structurel observé en Chine et à travers l'Asie, couplé au programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et du Japon, devraient créer un environnement favorable aux actifs obligataires. Aux États-Unis, la remontée progressive des taux et la vigueur persistante de la reprise économique devraient soutenir les spreads. »

C. Corso : « Nous anticipons un resserrement des spreads de crédit, qui constitue un phénomène typique des cycles de hausse de taux. Compte tenu de l'augmentation des niveaux d'endettement des entreprises, nous pensons que les titres adossés à des actifs offrent une protection attrayante. Nous pensons que la remontée des taux devrait être gérable. »

Quelles sont vos anticipations concernant la politique monétaire aux États-Unis en 2016 ?

P. Hensman : « La Fed pourrait avoir à faire marche arrière vers la fin de l'année 2016, en revenant sur ses précédentes hausses de taux. Aussi, on ne peut exclure que le taux des Fed funds termine l'année prochaine sur les mêmes niveaux qu'aujourd'hui. »

C. Barris : « Je pense que la Fed devrait continuer de faire preuve de prudence, mais néanmoins de pragmatisme, tout au long de l'année prochaine. La banque centrale américaine dispose de la possibilité de relever à trois reprises ses taux entre maintenant et la fin de l'année prochaine, pour une hausse cumulée de 75 points de base à fin 2016 depuis ses niveaux actuels. »

S. Colton : « La manière dont la Fed explique et conduit son processus de normalisation affectera également la réaction des marchés face à cette expérience peu familière qui les attend, dans la mesure où il s'agira de la première hausse des taux de la Fed depuis de nombreuses années. Nous ne pensons pas que ce processus de normalisation affecte trop significativement les marchés, tant que la Fed confirmera clairement qu'elle entend uniquement resserrer très progressivement sa politique. »

Quel sera l'impact sur les stratégies que vous gérez de cette divergence grandissante entre les économies ?

R. Braeu : « Cette divergence est potentiellement source, d'opportunités sur les marchés obligataires. Nous analysons les opportunités en termes de valeur relative et de taux directeurs. En Europe, les économies devraient enregistrer une croissance supérieure à la moyenne, la BCE devrait poursuivre son programme d'assouplissement, tandis que les budgets nationaux devraient rester favorables à la croissance, et que certaines mesures d'assouplissement budgétaire pourraient être prises en réponse à la crise des réfugiés. Par conséquent, les taux européens et une position short sur la devise restent attrayants en termes relatifs. »

S. Colton : « Nous observons une forte divergence entre les économies, les politiques des banques centrales et les taux de croissance. Cet environnement alimente d'importantes opportunités au sein de différentes classes d'actifs et sur plusieurs devises. Nous pensons que le dollar US bénéficiera du resserrement de la Fed, tandis que les nouvelles mesures d'assouplissement de la BCE pèseront sur l'euro, mais resteront favorables aux actions de la région. »

T. Wakefield : « Les actions américaines pourraient générer des opportunités d'une nature différente de celles observées ces dernières années. Certains segments des marchés d'actions, incluant notamment les entreprises sous contrat avec le gouvernement, tels que les acteurs des secteurs de l'armée ou de la construction routière, pourraient mieux se porter en 2016 que les entreprises qui ont tiré profit ces dernières années du programme d'assouplissement quantitatif. »

Tous nos gérants s'accordent sur le fait que la prédiction des évolutions de marché est loin d'être une science exacte. Ils soulignent que leurs prévisions restent exposées à des risques et des incertitudes. Ils estiment que le retrait du programme d'assouplissement quantitatif aux États-Unis constitue un événement sans précédent qui pourrait avoir des retombées imprévues.

Sur la question de savoir quels seront les principaux moteurs de croissance au cours de l'année à venir, Peter Hensman de Newton pense qu'il s'agira des économies et des secteurs qui bénéficient d'une élasticité positive de la demande, dans la mesure où les prix ne devraient pas enregistrer de hausse. En ce qui concerne Chris Barris, les dépenses de consommation constitueront l'une des principales sources de croissance en 2016. Todd Wakefield de TBCAM estime que les dépenses publiques aux États-Unis seront un moteur clé de la croissance américaine, et pense que les mesures de relance amorcées en Chine devraient faciliter un atterrissage en douceur de l'économie chinoise (tout du moins pendant l'année à venir). Chez Standish, Rebecca Braeu pense que la croissance, aux États-Unis, sera alimentée par les dépenses de consommation et l'investissement dans l'immobilier résidentiel.

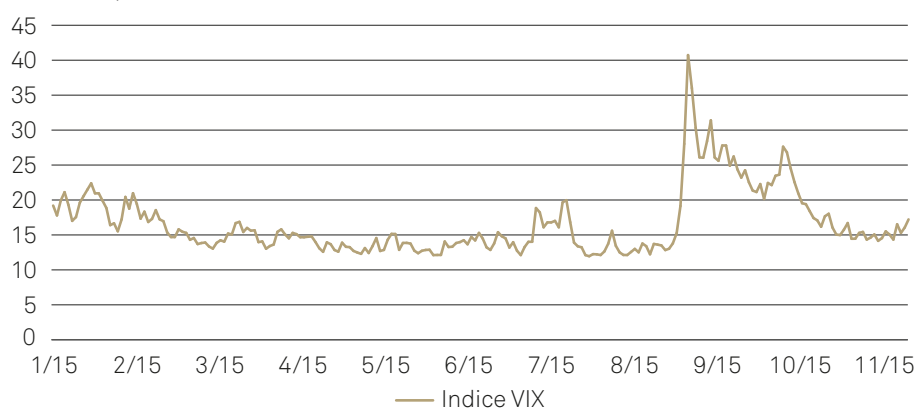
Cependant, les gérants et économistes s'accordent sur le fait que les principaux catalyseurs, ou facteurs de « disruption », sur les marchés en 2016 pourraient venir du

dollar américain, des mesures de relance en Chine ainsi que de l'évolution du cours du pétrole. Cliff Corso d'Insight précise à cet égard qu'il convient de « suivre le dollar qui, en cas de rallye trop vif suite à ce phénomène de divergence, pourrait remettre en cause la remontée des taux de la Fed et pénaliser les bénéfices des multinationales, tout en pesant sur les exportations américaines. Il est important que l'appréciation du dollar US reste limitée ».

QUELS NIVEAUX ANTICIPEZ-VOUS POUR LES FED FUNDS AUX ÉTATS-UNIS À FIN 2016 ?

Cliff Corso, Insight	100 à 150 pb
Rebecca Braeu, Standish	100 à 150 pb
Sinead Colton, Mellon Capital	50 à 75 pb
Todd Wakefield, The Boston Company	50 à 75 pb
Chris Barris, Alcentra	100 à 150 pb
Peter Hensman, Newton	Inchangés. « Il est possible que les marchés doivent faire face à un phénomène de boomerang, avec un resserrement de la politique monétaire en début 2016, suivi par un retour en arrière plus tard dans l'année ».

GRAPHIQUE N°1 : L'INDICE VIX AU COURS DE L'ANNÉE 2015



Source : Bloomberg, 12 novembre 2015

Pallier le manque de financement



Paul Hatfield,
directeur des investissements,
Alcentra

L'effet des changements réglementaires actuellement en cours dans le secteur bancaire n'est qu'un des nombreux facteurs qui devraient concourir à la vigueur de la demande de financement non-bancaire au cours de l'année prochaine. Dans le présent article, Paul Hatfield, directeur des investissements d'Alcentra, passe en revue les dernières tendances du marché, les opportunités d'investissement et les perspectives du secteur pour 2016.

Les nouvelles dispositions réglementaires, et les exigences en matière d'adéquation des fonds propres introduites en réponse à la crise financière, restreignent de plus en plus fortement le crédit bancaire, qui constituait autrefois la pierre angulaire du financement de nombreuses petites et moyennes entreprises (PME), tant au Royaume-Uni que sur d'autres marchés.¹

Suite au durcissement du cadre réglementaire – à l'image de la Directive Bâle III de l'Union européenne (UE) en matière d'adéquation des fonds propres – les banques peuvent désormais être pénalisées si elles prêtent à trop long terme à de petites sociétés, et elles font face à certaines limitations sur le montant total des prêts accordés à un même emprunteur.

Ces contraintes, et leurs effets de plus en plus marqués sur le financement des PME, suscitent des inquiétudes au sein de l'UE et de certaines organisations professionnelles comme la Fédération britannique des petites entreprises² (FSB). Elles ont également pour conséquence le développement d'un certain nombre de sources alternatives de financement.

Une insuffisance de l'offre

Depuis peu, des initiatives telles que le financement participatif³ ou les crédits en ligne se sont positionnées pour venir occuper un espace laissé vacant dans l'univers du financement. Pour l'essentiel, elles constituent cependant des expériences à une échelle limitée et qui s'adressent

majoritairement à de petites sociétés, tandis que la demande de crédit reste bien supérieure à l'offre.

À propos de ce déséquilibre constaté actuellement entre l'offre et la demande sur le marché du crédit, Paul Hatfield, souligne que « même si le crédit bancaire aux PME a légèrement progressé en 2015, en partie du fait de la pression exercée par le gouvernement pour soutenir l'activité, cette évolution ne concerne qu'une petite partie du volume global des crédits accordés. Ces crédits sont en outre essentiellement émis sous la forme de prêts seniors ultra-sécurisés, placés au plus haut de la structure de capital ».

¹ Reuters : « *European Union may ease bank capital rules to boost lending* » (L'Union européenne pourrait assouplir la réglementation sur les fonds propres des banques pour stimuler le crédit), 15 juillet 2015.

² Communiqué de presse de la *UK Federation of Small Businesses* : « *FSB concerned new international banking rules could squeeze lending to SMEs* » (La FSB s'inquiète de la contraction du crédit aux PME qui pourrait résulter de la nouvelle réglementation bancaire internationale), 27 juillet 2015.

³ *The Independent* : « *Small Talk: The crowdfunding industry has had three years of dramatic growth* » (Rubrique PME : le secteur du financement participatif a enregistré une croissance spectaculaire au cours des trois dernières années), 27 avril 2015.

Si le financement non-bancaire aux entreprises européennes se développe rapidement, sa part de marché représente encore aujourd'hui moins de 20% du volume global.⁴ Sachant que la part de l'intermédiation non-bancaire est plus proche des 70% sur le marché américain⁵, Paul Hatfield identifie pour l'Europe un fort potentiel de croissance dans ce secteur, à mesure que le marché gagne en maturité.

Selon lui, « l'offre de capitaux aux PME reste insuffisante partout en Europe, ce qui pourrait créer pour les investisseurs des opportunités intéressantes dans ce domaine. »

Alcentra fait partie du nombre grandissant de sociétés de gestion qui se sont engagées sur le segment de la dette privée et contribue, ce faisant, à pallier l'insuffisance de l'offre du côté institutionnel.

Une bonne réglementation

Dans son évaluation des perspectives du secteur des *loans*, Paul Hatfield identifie le Royaume-Uni et la France comme les deux principaux marchés cibles d'Alcentra, avec des opportunités de plus en plus nombreuses en Allemagne et un potentiel qui se dessine dans les pays scandinaves.

« Nous anticipons pour les mois qui viennent d'importants succès en matière de collecte, et les opportunités sont nombreuses pour faire travailler cet argent », affirme-t-il.

Selon lui, l'investissement dans le secteur du crédit présente des atouts tout à fait convaincants au vu du contexte global de faiblesse des rendements, de volatilité des marchés d'actions et des performances décevantes enregistrées dernièrement par de nombreuses classes d'actifs.

En outre, « en termes de bénéfices, les investisseurs évoluent encore dans un monde marqué par la faiblesse des rendements, où les taux d'intérêt demeurent bas. Or, en investissant dans les *loans*, les investisseurs peuvent espérer obtenir un rendement net proche de 10%. À l'aune de ce qui s'est produit dans d'autres classes d'actifs, ce type d'investissement est susceptible d'offrir un couple rendement/risque attrayant. »

S'agissant des niveaux actuels de risque, Paul Hatfield considère que le marché des *loans* apparaît robuste du point de vue du risque de défaut, les investisseurs pouvant bénéficier à l'heure actuelle d'un environnement où les taux d'intérêt restent bas.

« Il est encore trop tôt dans le cycle pour voir augmenter les défauts de façon significative, mais nous voyons néanmoins

apparaître quelques tensions potentielles dans le secteur du gaz et du pétrole, du fait de la chute des prix de l'énergie. Si les taux d'intérêt repartent à la hausse de façon significative dans quelques années, cela pourrait tendre le marché sur ces segments en particulier, mais nous ne constatons pas pour l'instant de défauts majeurs. »

Concernant les risques spécifiques auxquels est confrontée Alcentra, et son approche de la gestion du risque en général, il ajoute que « du point de vue de l'activité elle-même, nous nous cantonnons à la dette privée et veillons à conserver une bonne régulation de nos fonds. Nous savons à quoi nous nous engageons en termes d'illiquidité et de risque, et nous suivons nos investissements de très près. Nous sommes également dotés d'importantes équipes de spécialistes crédit, qui pilotent nos positions. Dans le cas où certains de nos investissements viendraient à connaître des tensions, notre attitude consisterait à nous retrousser les manches et à nous engager directement pour apporter des solutions aux éventuels problèmes. »

Toujours selon Paul Hatfield, sur le marché du crédit, la dette privée s'avère actuellement la stratégie la plus intéressante, soutenue par une forte demande, tant en Europe qu'aux États-Unis. Le segment du crédit structuré attire également des investisseurs de plus en plus nombreux, certains pouvant accéder à ces placements par le biais de fonds crédit multi-stratégies.

L'approche multi-stratégies

À propos de l'appétit croissant pour ce type de solutions, Paul Hatfield précise que « ces derniers mois, nous avons constaté une demande pour les solutions crédit multi-stratégies de la part de différentes catégories de clients institutionnels. Les fonds de pension britanniques, par exemple, ne disposent généralement pas d'un accès facile et bon marché au crédit alternatif. Investir dans un fonds crédit multi-stratégies leur permet de simplifier ce processus et de bénéficier d'un accès à un fonds de type « situations spéciales », à un fonds de crédit structuré, à un fonds de dette privée ou encore à une combinaison multi-stratégies unique, dans le cadre d'une seule et même structure de frais. Cela évite à l'administrateur du fonds de pension de devoir sélectionner plusieurs sociétés de gestion pour investir dans les différentes stratégies crédit disponibles sur le marché. »

Sur les douze ou dix-huit mois à venir, Paul Hatfield considère que plusieurs facteurs sont susceptibles d'influencer les marchés du crédit. Il cite notamment l'impact

potentiel du déploiement progressif des réglementations Bâle III en 2016 et 2017, ainsi que les conséquences des réformes américaines liées à la loi Dodd-Frank et notamment à la règle Volcker⁶, qui pourraient de nouveau contraindre l'activité des banques en matière de prêt ainsi que l'investissement spéculatif.

En outre, il convient de garder à l'esprit la possibilité d'un nouvel assouplissement quantitatif de la part de la Banque centrale européenne (BCE), qui pourrait également provoquer un nouvel appel d'air pour la demande, si la BCE décidait d'élargir sa politique de rachat pour y inclure une palette d'actifs plus étendue.

Malgré les nombreux débats qui ont agité ces derniers temps le secteur financier au sujet de la politique de taux d'intérêt menée par la Réserve fédérale américaine, Paul Hatfield reste imperturbable devant cette perspective, et considère même qu'une hausse modérée des taux pourrait en réalité bénéficier au secteur du financement non-bancaire.

Pour notre part, nous anticipons seulement une augmentation marginale des taux, qui ne sera pas susceptible d'affecter significativement les marchés. En définitive, c'est davantage le rythme de l'augmentation des taux d'intérêt qui va compter que son calendrier. Cependant, une fois le marché parvenu au niveau de 1%, on touche les planchers fixés sur le LIBOR pour les *loans*, qui pourraient alors devenir particulièrement attractifs pour les investisseurs.

« Dans tous les cas, le potentiel nous apparaît très prometteur pour le développement de ce secteur et nous prévoyons que l'éventail des opportunités devrait encore s'élargir en 2016, dans un contexte de stabilité des commissions et des performances », précise Paul Hatfield pour conclure.

À SUIVRE

Le déploiement progressif de réglementations telles que Bâle III ou Volcker, susceptibles d'accentuer les contraintes pesant sur le crédit bancaire

Les tensions potentielles qui se font jour dans les secteurs liés à l'énergie, comme le gaz ou le pétrole

La possibilité d'un nouvel assouplissement quantitatif de la part de la BCE, qui pourrait stimuler la demande de véhicules de financement non-bancaire

⁴ Reuters : « In new trend, European fund firms become banks in all but name » (C'est une tendance récente, les sociétés de gestion européennes ont désormais tout d'une banque – sauf le nom), 27 mai 2015.

⁵ Ibid.

⁶ The Wall Street Journal : « Volcker Bank-Risk Rule Set to Start With Little Fanfare » (La règle Volcker sur le risque bancaire devrait entrer en vigueur sans tambour ni trompette), 21 juillet 2015.

La Russie plie mais ne rompt pas

En dépit des attentes du marché, la Russie résiste face à la baisse du pétrole et aux sanctions internationales. Dans le présent article, Urban Larson de Standish et Robert Simpson d'Insight reviennent sur les perspectives du pays pour 2016.



Urban Larson,
spécialiste produit sur
la dette émergente,
Standish



Robert Simpson,
gérant dette émergente,
Insight Investment

À première vue, le constat pour la Russie sur ces 12 derniers mois est plutôt sombre. En effet, le pays a dû faire face à plusieurs obstacles, notamment la baisse du cours du pétrole, la volatilité de sa devise, les sanctions internationales, une récession et un conflit armé avec l'Ukraine.

Cependant, les inquiétudes initiales des investisseurs, qui craignaient que la Russie ne soit confrontée à une situation pire que celle subie en 2008/2009, semblent avoir été exagérées face à la résilience supérieure aux attentes de l'économie russe.

La banque centrale russe a géré avec adresse l'évolution de sa devise, laissant le rouble dévisser dans un premier temps avant de freiner sa chute. En outre, la banque centrale a relevé puis abaissé ses taux directeurs, parvenant ce faisant à contenir l'inflation qui s'était rapprochée des 17% sur un an dans le pays en 2015. La banque centrale cible actuellement un taux d'inflation de 7% en 2016¹.

Urban Larson, spécialiste produit sur la dette émergente chez Standish, a précisé à cet égard que « les autorités russes ont suivi la règle à la lettre, et sont parvenues à gérer l'impact des sanctions et de la baisse du pétrole en laissant le rouble s'affaiblir. Lorsque la crise a frappé, le pays avait une dette externe extrêmement faible, mais des niveaux de réserves de change très élevés. Il en résulte que l'économie russe a étonnamment bien résisté face à la complexité de l'environnement qui aura caractérisé l'année 2015 ».

L'économie russe, qui reste inextricablement liée à l'évolution du cours du pétrole, n'en est pas ressortie indemne. En effet, près de 70% des exportations russes sont rattachées au secteur de l'énergie, et essentiellement au pétrole, et le gouvernement tire environ 50% de ses revenus du pétrole brut². D'après Robert Simpson, gérant dette émergente chez Insight Investment, l'économie russe a nettement recentré ses activités ces dernières années. « Elle est devenue de plus en plus dépendante de l'évolution des prix du pétrole. Au sein de l'économie, l'investissement tend à être piloté par l'État et à cibler essentiellement le secteur du gaz et du pétrole. »

Une plus grande stabilité

Cette dépendance à l'égard du pétrole, dont l'impact est démultiplié par l'envolée des tensions géopolitiques, les sanctions internationales et le recul de l'investissement, a entraîné l'économie russe dans une récession en 2015. Cependant, la situation s'est améliorée depuis et, selon Robert Simpson, « l'économie a probablement touché un point bas. Cela ne signifie pas pour autant que la croissance redémarrera significativement, mais elle devra évoluer cahin-caha entre 0% et 1%. »

« Sous réserve que le taux de change reste stable, nous pensons que l'inflation devrait rester orientée à la baisse pour s'établir entre 5% et 6% en 2017. »

Le FMI anticipe également une reprise de la croissance soutenue par une hausse de la

¹ The Economist Intelligence Unit

² Fonds monétaire international : « Russia Feeling The Pinch of Cheaper Oil, Sanctions » (La Russie subit l'impact de la baisse du pétrole et des sanctions internationales), 6 août 2015

demande extérieure et une normalisation des conditions financières locales. Toutefois, ces prévisions n'augurent pas un retour vers les niveaux de croissance robustes observés dans le passé. Compte tenu de l'atonie de l'investissement et de la consommation, le FMI anticipe un taux de croissance relativement faible du PIB de 1,5% sur le moyen terme³.

L'évolution de la devise

Cette reprise annoncée devrait également être soutenue par la compétitivité du rouble. Il y a quelques années, la devise russe se traitait à environ 40 Rb le dollar US. Lorsque le cours du pétrole s'est effondré fin 2014, la devise a dévissé, touchant un point bas à moins de 70 Rb/USD en décembre 2014.⁴ Depuis lors, le rouble a légèrement rebondi mais, d'après Urban Larson, « un retour sur des niveaux de 40 Rb le dollar ne se fera pas de sitôt. Nous n'anticipons pas de rebond du cours du pétrole à court terme ; or, il s'agit du principal facteur de soutien du rouble ».

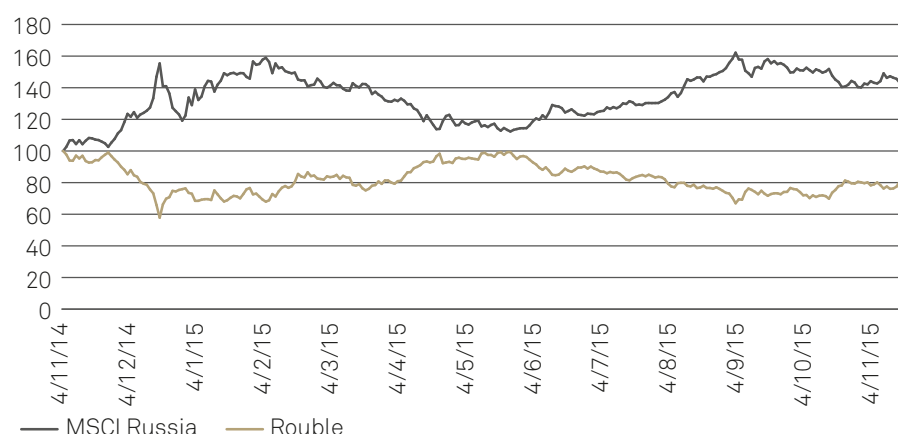
La stabilité de l'environnement politique en Russie devrait également contribuer à la reprise économique du pays. Urban Larson souligne qu'au plus fort de la crise l'année dernière, la population semble ne pas avoir perdu confiance dans la capacité du gouvernement à gérer efficacement les difficultés rencontrées. En outre, cette confiance semble ne pas avoir été remise en cause, même lorsque les sanctions ont été prononcées à l'encontre du pays, ou encore face aux pénuries observées dans certains magasins suite aux mesures de représailles prises par la Russie.

Les élections législatives qui renouvelleront la composition de la Douma sont prévues en septembre prochain mais, selon Robert Simpson, elles ne devraient pas mettre en péril la reprise. « Nous devrions certes assister à une vague de contestations autour des élections, mais le Président Poutine et ses conseillers ont une telle emprise sur le pouvoir que ces élections seront probablement sans grande conséquence. La majorité du pays soutient l'action du président sur le plan de la politique internationale. En conséquence, rien ne laisse présager d'un quelconque changement à l'horizon. »

Des investissements insuffisants

Les investisseurs étrangers ont commencé à revenir très doucement sur le marché russe en 2015, mettant ainsi un terme au blocus résultant des sanctions américaines et européennes qui avait eu pour effet de limiter *de facto* l'accès du pays aux marchés financiers internationaux. Bien que ces

GRAPHIQUE N°1 : ÉVOLUTION DU MSCI RUSSIA ET DU ROUBLE



Source : Bloomberg, 4 novembre 2015.

sanctions n'interdisent pas expressément l'accès des entreprises russes aux marchés internationaux, les restrictions imposées ont clairement limité l'appétit des investisseurs pour les obligations russes. Il en a résulté une hausse significative des coûts de financement sur le marché, dans une mesure telle que cette source de capital avait perdu tout attrait pour le pays.

Au plus fort de la vague de volatilité qui a frappé les actifs russes, la notation de crédit souveraine du pays a été ramenée à la catégorie « junk » (ou spéculative) par S&P et Moody's, réduisant ainsi le nombre d'investisseurs potentiels dans la dette russe.

Au cours de l'essentiel de l'année dernière, quasiment aucune émission de dette n'a été placée sur les marchés extérieurs. Toutefois, en octobre 2015, Gazprom et Norilsk Nickel, deux géants du secteur des matières premières, ont placé deux importantes émissions obligataires libellées en euro⁵.

Dans l'ensemble, une plus grande stabilité des perspectives économiques et une baisse des taux d'intérêt pourraient se traduire par un recul des taux de rendement, ce qui pourrait inciter davantage d'entreprises russes à émettre de la dette. Vers la fin de l'année 2015, les niveaux de rendement restaient situés entre 5% et 10%⁶.

Parallèlement, et dans la limite de la prudence, Urban Larson considère que les investisseurs pourraient avoir intérêt à s'exposer à de la dette qui offre une valeur attrayante. « Les niveaux de rendement offerts sur l'ensemble des catégories d'obligations russes sont supérieurs à ce qui semble justifié. Certes, si l'on s'arrête exclusivement sur la notation de crédit, ces niveaux de rendement peuvent paraître adaptés. Or, la Russie a

essentiellement perdu sa notation *investment grade* pour des raisons qualitatives : le ralentissement de la croissance, le degré élevé d'interventionnisme politique dans l'économie et le manque de popularité du gouvernement en place sur la scène internationale. Si l'on s'en tient exclusivement à une analyse bilancielle, force est de constater que les niveaux de rendement actuels sont trop élevés. »

Où dénicher de la valeur ?

D'après Urban Larson, la règle d'or en matière d'investissement dans des obligations russes consiste à analyser la relation entretenue entre l'émetteur et le gouvernement russe. « Compte tenu du degré d'ingérence politique dans l'économie, les investisseurs ont tout intérêt à privilégier des investissements proches du pouvoir, et donc à investir dans des entreprises étatiques ou qui entretiennent des relations étroites avec le gouvernement ».

En ce qui concerne les entreprises, il conviendrait alors de privilégier les obligations d'entreprises qui revêtent une importance stratégique pour le gouvernement russe ou qui sont placées sous le contrôle de l'État.

À SUIVRE

Un abaissement des taux d'intérêt pourrait traduire la confiance des autorités à l'égard de l'évolution de l'inflation

La baisse des taux de rendement devrait raviver les émissions obligataires

Les élections législatives en septembre prochain ne devraient pas avoir d'impact significatif

3 Fonds monétaire international : « Cheaper Oil And Sanctions Weigh On Russia's Growth Outlook » (La baisse du pétrole et les sanctions pénalisent les perspectives de croissance de la Russie), 3 août 2015

4 The Economist Intelligence Unit

5 Bloomberg : « Gazprom Follows Norilsk Nickel With Russia's Second Eurobond » (Gazprom emboîte le pas à Norilsk Nickel et place la seconde émission obligataire en euro), 8 octobre 2015

6 The Wall Street Journal : « From Russia With Debt: What Investors Won't Do For Yield » (Les emprunts russes : là où les investisseurs ne sont pas prêts à aller pour plus de rendement), 7 octobre 2015 (L'émission de Norilsk Nickel génère un rendement de 6,625%). Bloomberg : « Russia's Growing Rate-Cut Bets Drive Best Bond Rally Since 2010 » (La probabilité grandissante d'une baisse des taux en Russie déclenche le plus vif rallye obligataire observé depuis 2010), 16 octobre 2015 (La dette libellée en devise locale à 5 ans génère un rendement de 10,23%)

Un monde à plusieurs vitesses



Vassilis Dagioglu,
gérant de portefeuille,
Mellon Capital

L'année 2015 a été marquée par une série de records à la hausse, suivie par des ventes massives sur l'ensemble des classes d'actifs. On pourrait aisément comprendre que les investisseurs en aient conclu que l'incertitude constituait désormais la « nouvelle normalité ». Vassilis Dagioglu, de Mellon Capital, revient dans le présent article sur certains des facteurs susceptibles d'alimenter la volatilité en 2016.

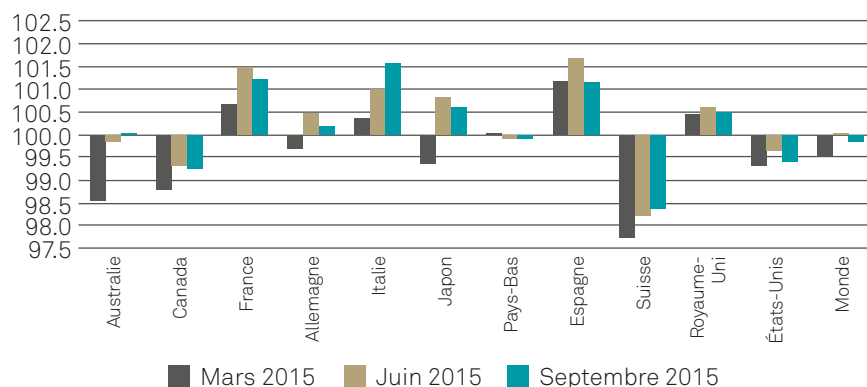
En 2016, les politiques monétaires accommodantes et une croissance modérée contribueront à réduire la volatilité, « mais non sans quelques poussées d'incertitude de loin en loin », affirme Vassilis Dagioglu, gérant chez Mellon Capital.

Il identifie notamment l'action des banques centrales comme l'un des principaux facteurs susceptibles de provoquer ces accès d'incertitude, soulignant que toute variation excessive des taux d'intérêt sur l'un des principaux marchés pourrait, par ricochet, avoir des répercussions sur les prix de l'ensemble des actifs.

« La divergence entre les politiques monétaires devrait entraîner une hausse du dollar américain et de la livre sterling face à l'euro et au yen, et stimuler par conséquent les actions des entreprises japonaises et celles de la zone euro par rapport aux actions américaines », indique Vassilis Dagioglu. « D'un autre côté, sur les matières premières, un dollar fort pourrait inciter les producteurs à ne pas réduire leur production, afin de couvrir le coût de leur dette libellée en dollar et combler leurs déficits publics. Cela contribuerait du même coup à l'accroissement de l'offre et à la baisse des prix. »

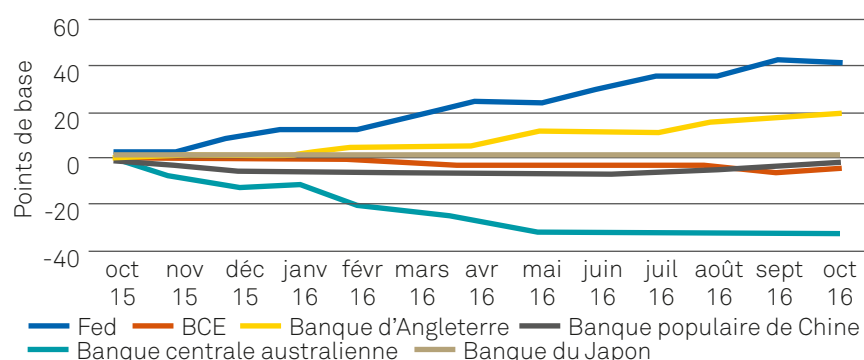
Dans le même temps, Vassilis Dagioglu relève cependant « une obsession exagérée » pour le calendrier des interventions de la Fed ou de la Banque d'Angleterre. Selon lui, toute incrémentation des taux américains ou britanniques devrait vraisemblablement rester modérée, et ces augmentations éventuelles pourront être absorbées facilement par le marché. En outre, s'il devait y avoir des hausses de taux, elles resteraient exceptionnelles dans un monde toujours aux prises avec une croissance faible, une inflation en demi-teinte et les souvenirs encore cuisants de la crise financière internationale. Pour 2016, notre interlocuteur pense que l'on devrait observer à l'échelle mondiale des réalités contrastées, avec des taux de croissance hétérogènes et, par conséquent, des approches distinctes en matière de politique monétaire (cf. graphiques n°1 et 2).

GRAPHIQUE N°1 : DIVERGENCE DES INDICATEURS ÉCONOMIQUES AVANCÉS



Source : Mellon Capital, octobre 2015. Le calcul est fondé sur un certain nombre d'indicateurs de marché et de mesures macro-économiques, relevés régulièrement ou très fréquemment, et qui permettent de prévoir avec une forte probabilité de réalisation la croissance économique future. Un niveau légèrement supérieur à 100 indique donc ici la probabilité d'une reprise économique modérée. Plus cet indicateur dépasse le seuil de 100, et plus le rythme de la croissance économique devrait être rapide. Au contraire, si la valeur de l'indicateur se rapproche de 99, cela indique avec un degré de certitude élevé une légère contraction de l'économie – et un recul plus marqué évidemment s'il tombe en dessous de ce niveau de 99.

GRAPHIQUE N°2 : PRÉVISION DES VARIATIONS CUMULÉES DES TAUX DIRECTEURS DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES



Source : Mellon Capital, Bloomberg, octobre 2015

« Nous pensons, poursuit-il, que les économies des pays développés vont continuer de progresser en 2016, mais à des rythmes variables d'un pays à l'autre et qui resteront en moyenne modérés. Les perspectives sont en effet modestes – en aucun cas un environnement où la croissance pourrait s'accélérer au point d'inciter les principales banques centrales de la planète à remettre brutalement en cause les dispositifs qu'elles ont instaurés en faveur d'une politique monétaire accommodante. »

Pour Vassilis Dagioglu, ce paradigme monétaire s'applique également aux pays exposés à la baisse des prix des matières premières, et en particulier au déclin des prix du pétrole. De son point de vue, le dynamisme des pays placés dans cette situation va continuer de s'émousser, en raison d'une offre pléthorique et d'une demande chétive. Loin de vouloir augmenter leurs taux, ils continueront donc au contraire de rechercher des solutions pour réduire le coût de leur dette.

« Plus d'un an après l'effondrement des prix des matières premières, on voit bien avec quelle rapidité les perspectives de croissance globale des pays exportateurs d'énergie ont été affectées. En 2015, les grandes compagnies pétrolières n'ont guère tardé à limiter leurs activités d'exploration et de développement, et cela se répercute aujourd'hui très nettement sur les résultats des entreprises du secteur énergétique. Nous n'assistons à aucune restriction de l'offre de pétrole ou de gaz, ni à un accroissement durable de la demande ou des prix. Au vu de la récente accession des États-Unis au rang de grand producteur mondial hors OPEP, nous n'anticipons pas non plus d'action concertée pour remédier à la surabondance chronique de l'offre. »

« En ce qui concerne les matières premières, poursuit-il, le schéma est tout à fait classique : d'abord un important surinvestissement, puis une chute brutale des prix, liée aux excédents de capacité. C'est un cycle qui peut mettre plusieurs années pour arriver à son terme – et, à vrai dire, il ne fait que commencer. »

La question de la Chine

La Chine a pu être évoquée comme une autre source de volatilité potentielle pour 2016, tandis qu'elle poursuit sa transition vers une croissance alimentée d'abord par la consommation. À cet égard, Vassilis Dagioglu introduit cependant une vision plus nuancée, et insiste sur la façon dont les autorités chinoises ont privilégié une transition en douceur, intervenant lorsque cela était nécessaire pour éviter les à-coups. Pour lui, cela signifie que le risque d'assister à un atterrissage brutal de l'économie chinoise est désormais faible. Il ajoute qu'en tout état de cause, les conséquences d'un ralentissement économique du pays sur les marchés développés ailleurs dans le monde « ont été largement exagérées ». « L'exposition à la Chine des entreprises américaines, européennes ou japonaises est limitée. Dans l'ensemble, la Chine représente moins de 20% des exportations des entreprises de ces pays. »¹

Au chapitre des marchés émergents, la position de notre interlocuteur est que l'essoufflement de la croissance pourrait constituer en 2016 une source d'incertitude, mais pas de volatilité continue. D'un côté, nous dit-il, le faible coût du crédit a fait croître en volume la dette des marchés émergents libellée en dollars, ce qui pourrait sans doute alimenter des périodes de plus grande volatilité. Mais d'un autre côté, les réserves – et notamment celles des émetteurs de dette souveraine – se maintiennent à un niveau élevé, ce qui réduit le risque de défaut. De même, de multiples ajustements sont intervenus sur les taux de change alors que, dans de nombreux cas, la possibilité d'un nouvel affaiblissement de la classe d'actifs des marchés émergents est déjà intégrée dans les prix.

En attendant, même si la Chine a commencé à rapatrier une partie de son exposition obligataire en vendant des bons du Trésor américains, cette mesure ne devrait pas avoir de conséquences plus larges. Pour Vassilis Dagioglu, « les grandes décisions d'allocation de réserves nécessitent un temps long de

mise en œuvre. Même si la Chine devait tenter un rééquilibrage plus rapide en cédant davantage de bons du Trésor, la demande générale pour la dette américaine devrait selon nous se maintenir. »

Des changements dans l'air ?

Ailleurs dans le monde, Vassilis Dagioglu identifie l'alternance politique comme une cause de volatilité potentielle jusqu'à la fin de l'année 2017. Les électeurs américains et sud-coréens vont être appelés aux urnes cette année mais, selon lui, c'est surtout les évolutions en Europe qui devraient être clés. Au Royaume-Uni, par exemple, un référendum sur le maintien du pays dans l'Union européenne constituerait un tournant décisif, tandis que les élections qui se tiendront en Irlande et en Autriche pourraient amener un renforcement des partis eurosceptiques. La Grèce pourrait, elle aussi, être à l'origine de difficultés. Malgré deux élections et un référendum en 2015, le pays n'a guère avancé dans la résolution de son problème de dette à long terme, ce qui fait dire à Vassilis Dagioglu que « le seul effet jusqu'ici a été de renvoyer à plus tard le risque de « Grexit ».

« Le risque, dans le reste de l'Europe, est de voir naître des situations analogues, à savoir la multiplication des voix qui s'élèvent contre le statu quo actuel, mais en même temps une incapacité à dégager nettement des majorités qui soient clairement pro- ou anti-européennes, » ajoute Vassilis Dagioglu.

Avant de conclure : « Dans cet environnement, nous sommes convaincus qu'il est important pour les investisseurs de contrôler et de maîtriser activement la volatilité de leurs portefeuilles. Il conviendra selon nous de se montrer très sélectif l'an prochain dans le choix des expositions régionales. »

À SUIVRE

Toute variation excessive des taux d'intérêt sur un marché majeur pourrait avoir, par ricochet, des répercussions sur les prix de l'ensemble des actifs

La volatilité est susceptible d'augmenter dans le cas où certaines élections auraient des résultats inattendus et face à la montée du sentiment anti-européen

Un nouvel effondrement des prix des matières premières viendrait sans doute ajouter à l'incertitude

Le recul des anticipations

PAR IAIN STEWART, NEWTON



Iain Stewart,
responsable de
l'équipe Real Return,
Newton

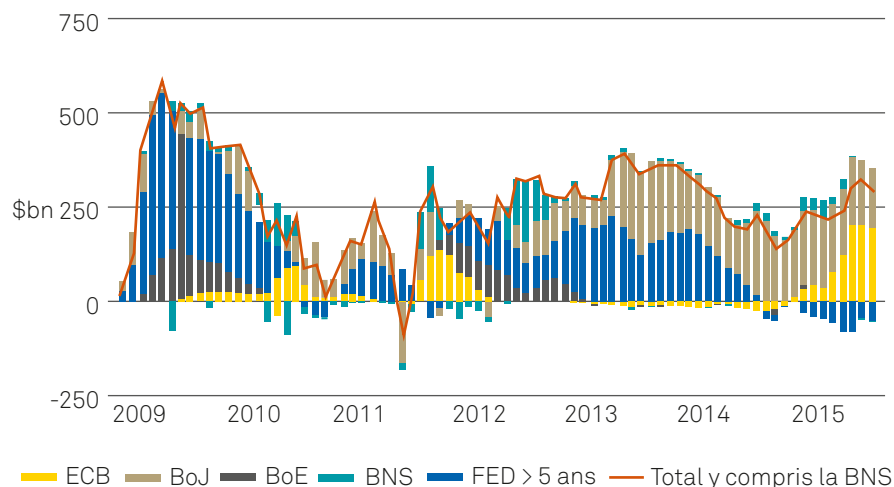
Alors que la croissance mondiale est orientée à la baisse, l'année 2016 risque fort de donner du fil à retordre aux banques centrales à travers le monde : doit-on poursuivre une stratégie de QE ou chercher d'autres solutions pour relancer l'inflation et réduire ainsi les niveaux d'endettement ?

Cela fait un certain temps déjà que nous répétons que les difficultés pesant actuellement sur l'économie mondiale sont essentiellement d'ordre structurel, et non cyclique. Le recours obstiné et prolongé à des politiques monétaires accommodantes pour tenter de lutter contre les pressions déflationnistes induites par les tendances

démographiques, la mondialisation et la révolution technologique n'aura servi qu'à fausser les prix et les signaux de marché dont dépendent le système financier et l'économie en général. Selon nous, l'argent bon marché a alimenté une capacité excessive au sein de l'économie, tant directement que de manière plus indirecte en empêchant la faillite d'entreprises inefficaces (dites « zombies »).

Partant de modèles économiques bien trop restrictifs, les caciques qui ont conçu les politiques actuelles des banques centrales semblent surévaluer leur influence sur l'économie réelle (en déduisant des liens de causalité erronés entre les variables sur lesquelles ils se fondent). Parallèlement, ils sous-estiment leur impact sur les marchés financiers. Ce point mérite d'être souligné dans la mesure où, si l'efficacité des mesures de stimulus sur l'économie réelle peut être sujette à débat, l'histoire montre en revanche très clairement que toute prise de risque avec la stabilité du système financier (en alimentant des bulles qui finissent par éclater) a un effet très néfaste sur la croissance, sans parler du coût qui en résulte.

GRAPHIQUE N°1 : INJECTION NETTE DE LIQUIDITÉ DANS LE CADRE DES PROGRAMMES DE QE (MOYENNE MOBILE SUR 3 MOIS)



Source : Citi Research, août 2015

La croissance au bord du gouffre

Force est de constater qu'en dépit de l'optimisme persistant entourant les perspectives économiques américaines, les anticipations relatives à la croissance du PIB mondial restent orientées à la baisse. À cet égard, l'OCDE vient d'abaisser ses prévisions pour 2015/2016.¹ Selon nous, l'essentiel des révisions à la baisse concerne clairement le monde développé, les exportateurs de matières premières et les producteurs d'énergie. À l'instar du Canada, certaines économies sont d'ores et déjà tombées en récession, tandis que la politique de taux observée à travers le monde semble davantage orientée vers de nouvelles baisses que vers une phase de normalisation.

Compte tenu du ralentissement de la croissance, la plupart des devises mondiales essuient d'importantes baisses par rapport au dollar US, à mesure que de très importantes positions de *carry trade* (très en vogue ces dernières années) sont débouclées. La croissance mondiale exprimée en USD semble effectivement avoir amorcé une phase de recul, avec tout ce que cela implique pour les États et les entreprises qui se sont fortement endettées dans des devises fortes.

Sans grande surprise, il en résulte que la croissance des cash-flows et des bénéfices ralentit également, et que les investisseurs sur les marchés du crédit commencent à exiger des différentiels plus significatifs par rapport aux emprunts d'État (c'est-à-dire que les spreads des actifs risqués s'élargissent). Du fait de l'ampleur de l'expansion du crédit observée au cours du cycle actuel, nous

anticipons une forte hausse du nombre de défauts depuis les points bas extrêmes relevés ces dernières années.

Toutefois, la baisse des matières premières reste un facteur positif pour les consommateurs occidentaux, et elle devrait contribuer à accroître les revenus disponibles des catégories les moins favorisées. Pour autant, la difficulté tient au fait que d'importantes baisses généralisées des cours des matières premières ont, dans le passé, été associées à des périodes de tension économique et financière. Or, nous ne voyons guère pourquoi la situation serait différente cette fois-ci.

Les signes d'essoufflement du cycle de croissance mondiale et de déséquilibre entre offre et demande sont visibles depuis un certain temps sur les marchés des emprunts d'État et des obligations d'entreprises. Plus récemment, certaines matières premières, telles que le pétrole et les métaux industriels, ainsi que les devises émergentes ont très nettement confirmé cette tendance. Les marchés d'actions semblent enfin avoir compris le message, ce qui explique la forte vague de volatilité observée depuis le point haut atteint au printemps dernier.

Que nous réserve l'avenir ?

La raison pour laquelle nous nous concentrons sur les États-Unis tient au vif contraste qui existe entre les prévisions pour cette économie et les tendances observées dans le reste du monde. En effet, si les États-Unis parviennent à entamer une phase de « normalisation », nous devons en tirer comme conclusion la capacité du pays à se découpler des autres économies. Or, dans la mesure où le monde émergent (et en particulier la Chine) a été le

moteur de la croissance mondiale au cours du cycle actuel, un tel découplage semble très peu probable (à l'instar de l'incapacité des marchés émergents à se dissocier des États-Unis en 2008). Si les tendances actuelles perdurent, il semble de moins en moins probable que la Fed augmente significativement ses taux d'intérêt à court terme.

Compte tenu du fait que le cycle actuel a déjà duré plus longtemps que la moyenne, la fenêtre d'opportunité pour lancer un cycle de taux se referme de plus en plus vite.

Si les tendances actuelles persistent effectivement, les autorités devraient davantage privilégier de nouvelles mesures de stimulus que toute remontée des taux d'intérêt. La question qui se posera alors sera de savoir la forme que revêtiront ces nouveaux programmes ainsi que la réaction des marchés. Les investisseurs continueront-ils indéfiniment de considérer les mauvaises nouvelles économiques comme un facteur de soutien des actifs de croissance si cela se traduit par de nouvelles mesures de relance ? C'est pourtant bien ce à quoi les acteurs de marché se sont accoutumés ces dernières années.

En dépit de l'engouement qu'a suscité l'apparent succès des programmes de QE, les obstacles à de nouvelles vagues d'achats d'obligations restent assez élevés, en particulier aux États-Unis, où le taux de chômage avoisine 5%. Bien que nous ne puissions exclure que les autorités optent pour un « bis repetita », même les plus fervents défenseurs des programmes de QE seront peut-être disposés à admettre que l'intérêt de ces programmes disparaît lorsque les rendements obligataires sont déjà à des niveaux très faibles, et que toute nouvelle intervention sur les marchés n'aurait pour effet que de fausser davantage la structure des marchés financiers.

En dépit de l'idée avancée par Andy Haldane, de la Banque d'Angleterre, selon laquelle les banques pourraient facturer leurs clients pour les dépôts,² le recours généralisé à des taux d'intérêt négatifs reste une option peu probable (malgré leur emploi en Suède et en Suisse), compte tenu du risque de retraits massifs à craindre au sein du système bancaire.

En revanche, nous anticipons davantage un nouvel accroissement de la masse monétaire pour atteindre une parfaite monétisation des déficits publics (à l'instar du Japon). Selon nous, cette option devrait retenir la faveur des masses, dans la mesure où elle serait perçue comme une injection directe d'argent dans l'économie réelle et non pas dans les poches des détenteurs d'actifs via les marchés financiers.

¹ *How low can you go?* – discours d'Andy Haldane (Banque d'Angleterre) prononcé devant la Chambre de Commerce de Portadown, Irlande du Nord, 18 septembre 2012

² *Idem*

Crédit : La roue tourne

PAR ALEX VEROUDE, INSIGHT INVESTMENT



Alex Veroude,
responsable de la
gestion crédit, stratégie
Absolute Insight,
Insight Investment

La hausse de la volatilité, l'augmentation des niveaux d'endettement et l'envolée des taux de défaut présagent d'un environnement difficile sur les marchés obligataires en 2016. Dès lors, toute la question est de savoir si les dernières données laissent entrevoir un retournement prochain du cycle de crédit ?

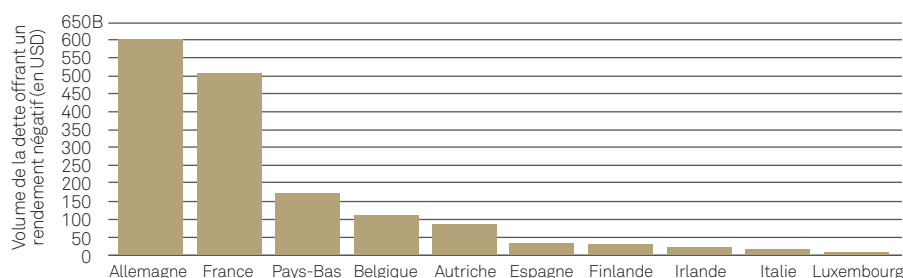
L'environnement actuel sur les marchés du crédit semble favorable, tout du moins de prime abord. D'après l'Investment Company Institute, rien qu'aux États-Unis, les flux d'investissement à destination des fonds obligataires ont atteint 1 500 milliards USD en agrégé depuis 2007. En outre, durant l'essentiel de l'année 2015, les volumes d'émission ont également battu de nouveaux records, avec notamment 129 mds USD d'obligations *investment grade* placées sur

le marché du crédit américain sur le seul mois de juillet, un mois traditionnellement calme. Au troisième trimestre, 800 mds USD avaient été émis depuis le début de l'année 2015.

L'émission *high yield* n'aura pas été en reste, avec également de nouveaux records enregistrés sur l'année. D'après l'agence de notation Fitch, depuis 2010, le segment *high yield* a doublé de taille aux États-Unis pour atteindre environ 300 mds USD par an d'émission. Sur les huit premiers mois de l'année 2015, les obligations *high yield* représentaient 16% du volume global d'émission sur le marché européen, contre seulement 3% sur la même période en 2014.¹

Un tel niveau d'émission traduit la demande insatiable de rendement des investisseurs, mais n'est selon nous pas étonnant. En effet, vers le milieu de l'année 2015, l'équivalent de 4 000 milliards USD de dette se traitait sur des niveaux de rendements négatifs dans le monde et, à leurs plus bas, les rendements souverains français, allemands et suisses ressortaient en terrain négatif sur respectivement cinq, neuf et quinze ans.² Les investisseurs, qui privilégient traditionnellement les rendements réels positifs offerts par les actifs sans risque, n'ont eu d'autre choix que de s'aventurer sur

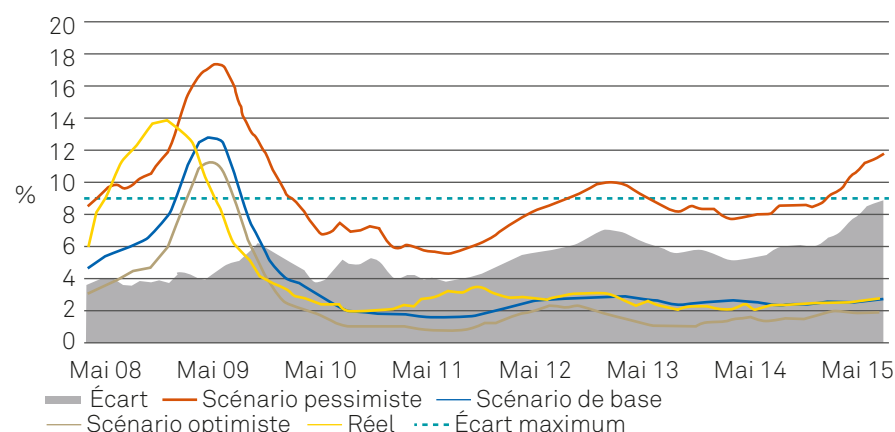
GRAPHIQUE N°1 : PAYER POUR ÉPARGNER : LES RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT DE LA ZONE EURO EN TERRAIN NÉGATIF



Source : indice Bloomberg Eurozone Sovereign Bond, octobre 2015

1 Notations de Fitch au mois d'août 2015
2 Bloomberg, septembre 2015

GRAPHIQUE N°2 : L'ÉVOLUTION DU CYCLE DE CRÉDIT RESTE TRÈS INCERTAINE : PROBABILITÉS DE DÉFAUT DE MOODY'S



Source : Moody's, juin 2015

le segment des obligations d'entreprises pour espérer capter des rendements comparables, et ont parfois même été contraints de s'exposer à des titres de moindre qualité.

Cette stratégie a relativement bien fonctionné ces dernières années, mais certains signes de tension semblent émerger. À la fin du troisième trimestre 2015, l'indice Barclays US Credit affichait une progression d'à peine 5 points de base, tandis que les bons du Trésor américain (7 à 10 ans) ressortaient en hausse de 2,4%.³

Les démons du passé

À l'aube de 2016, d'autres signes laissent penser que le cycle de crédit pourrait être proche d'un point d'inflexion. À titre d'exemple, il est intéressant de noter que les obligations dites « cov-lite » (à garanties allégées) et les *leveraged loans* sont de nouveau à la mode.⁴ Aux États-Unis, à la fin du troisième trimestre 2015, 76% des émissions de *leveraged loans* étaient placées sous la forme « cov-lite ». En Europe, à cette même date, ce chiffre dépassait pour la première fois le seuil de

50%.⁵ En résumé, le risque a été transféré des émetteurs aux emprunteurs. Un constat similaire peut être tiré pour l'ensemble du marché du crédit. D'après l'agence de notation Moody's, le volume d'obligations d'entreprises américaines d'une notation inférieure ou égale à B a atteint 72% (à la fin du troisième 2015), contre 58% en 2009. Cependant, Standard & Poor's a relevé que les entreprises de qualité spéculative (d'une notation inférieure ou égale à BB+) ont compté pour 80% du total de la dette émise aux États-Unis en 2014, contre 45% en 2008.

JP Morgan souligne la tendance à la hausse du niveau d'endettement brut et net des entreprises observé depuis 2012. En effet, les niveaux actuels sont comparables à ceux atteints au plus haut de la Bulle internet en 2000. Nous pensons que cette évolution, qui peut paraître extrême, est caractéristique des dernières phases des cycles de crédit. Elle doit également être considérée dans le contexte d'une forte hausse des incertitudes macroéconomiques. L'environnement houleux observé sur les marchés du crédit et des actions au sein du monde développé en 2015

fait néanmoins pâle figure comparé à la vague de volatilité qui a frappé les marchés émergents. Les gérants crédit qui ont connu la crise de 2007 auront probablement remarqué les similitudes inquiétantes avec la situation qui prévalait à l'époque sur les marchés. Toutefois, contrairement à l'optimisme excessif qui dominait alors, les investisseurs semblent désormais bien plus conscients des potentiels risques de perte. Le meilleur indicateur de ce sentiment d'incertitude est probablement celui des prévisions de défaut publié par Moody's (cf. Graphique n°2).

Selon nous, l'écart existant entre le scénario de base proposé dans le graphique et le scénario pessimiste n'a jamais été aussi important.

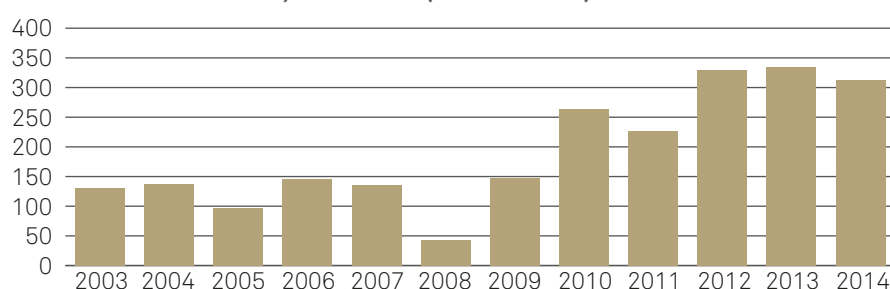
La sécurité avant tout

À l'aube de 2016, nous restons convaincus qu'il existe trois segments sur lesquels les investisseurs en obligations d'entreprises peuvent encore espérer générer une performance raisonnable sur le moyen terme. Il s'agit avant tout d'une question de stratégie, plutôt que de sélection d'actifs.

La flexibilité de construire des expositions longues et short à différents segments de l'univers du crédit, notamment via des CDS sur titres ou sur indices, permet au gérant de calibrer précisément les risques et de s'exposer uniquement aux segments sur lesquels il nourrit le plus fort degré de conviction.

Nous sommes également d'avis que les investisseurs de long terme doivent être prêts à abandonner de la liquidité apparente et de la transparence pour une certaine exposition à des actifs peu liquides ou des stratégies plus complexes. Ceux qui ont vécu les turbulences de 2007 se rappelleront que la crise du crédit a frappé les marchés sans prévenir. Nous pensons dès lors que l'heure est à la prudence.

GRAPHIQUE N°3 : ÉMISSION D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HIGH YIELD AUX ÉTATS-UNIS, 2003-2014 (EN MDS USD)



Source : Sifma, Thompson Reuters, octobre 2015

³ Barclays, données au 20 septembre 2015

⁴ Les obligations dites « cov-lite » sont des titres assortis de clauses juridiques offrant un moindre degré de protection au profit des investisseurs

⁵ Bloomberg, septembre 2015

Brésil : la déroute de l'enfant chéri d'Amérique latine

Alors que le pays se prépare à accueillir les JO de 2016, les difficultés qui frappent le Brésil font écho aux préoccupations entourant la stabilité politique du pays. Dans le présent article, les gérants d'Insight, ARX et Standish évoquent leurs perspectives à l'égard de l'Amérique latine.



Colm McDonagh,
responsable dette émergente,
Insight investment



Javier Murcio,
gérant de portefeuille
et analyste senior,
Standish



Rogerio Poppe,
gérant de portefeuille,
ARX

Le Brésil a été porté par le boom des matières premières de cette dernière décennie. Or, d'après Rogerio Poppe, gérant chez ARX à Rio de Janeiro, force est de constater que la demande pour les principales matières premières a reculé dans le sillage du ralentissement de la croissance chinoise. Le gouvernement brésilien, qui ne s'était pas préparé à une telle éventualité, doit désormais réduire ses dépenses alors que l'économie s'essouffle et que le taux de chômage augmente. Il sera également difficile d'envisager de relever les impôts dans un tel contexte.

Selon Rogerio Poppe, l'environnement économique actuel n'a pas aidé la présidente Dilma Rousseff, dont la popularité n'a cessé de baisser au cours des derniers mois de l'année 2015. En fin d'année, les médias ont fait couler beaucoup d'encre sur une possible mise en examen de Dilma Rousseff, suite à des allégations selon lesquelles son gouvernement aurait maquillé les comptes 2014 pour cacher le creusement du déficit budgétaire en pleine campagne de réélection. Compte tenu de ces inquiétudes entourant l'avenir de l'administration en place, les marchés ont besoin d'une meilleure visibilité quant à l'évolution de la situation politique au Brésil.

Par rapport aux difficultés rencontrées par certains pays de la zone euro en 2011 (dont la marge de manœuvre est limitée par l'existence d'une monnaie unique), l'ajustement du Brésil a résulté de l'impact des acteurs de marché, compte tenu de la dépréciation de près de 50% du real par rapport au dollar US au cours des trois dernières années¹. D'après Rogerio Poppe, l'excédent de la balance commerciale est attendu autour de 30 à 40 mds USD en 2015, soit une hausse par rapport à la précédente estimation de 10 mds USD. La faiblesse du real soutient le secteur des exportations,

tandis que le ralentissement de l'économie locale freine la demande d'importations.

Toutefois, selon Colm McDonagh, responsable de la dette émergente chez Insight Investment, l'affaiblissement de la devise risque de ne pas être aussi favorable pour le Brésil, qui doit traditionnellement faire face à une inflation soutenue et bénéficie de ce fait d'une moindre flexibilité dans ce domaine. À cet égard, il convient de noter que les taux d'intérêt ont été fortement relevés en 2015 pour lutter contre l'inflation.

Une volonté de réforme

Entre 2002 et la crise financière mondiale en 2008, le Brésil a engagé une série de réformes positives sous l'égide du président Luiz Inácio Lula da Silva. À la suite de ces réformes, Colm McDonagh rappelle que le pays a bénéficié d'importants flux d'investissement, au point que des mesures ont dû être prises pour freiner l'appréciation du real.

Ces dernières années, cette volonté de réforme s'est essouffée, tandis qu'une série de scandales de corruption, à l'instar de celui qui a frappé Petrobras, a limité toute nouvelle vague de réforme structurelle.

À cet égard, le scandale baptisé *Lava Jato* (ou « lavage auto ») est intéressant, selon Rogerio Poppe, dans la mesure où l'enquête, menée par la police fédérale, se poursuit indépendamment du gouvernement, sans grande interférence politique. L'Operação Lava Jato (littéralement « Opération lavage auto ») est l'un des facteurs responsables pour le ralentissement de l'activité économique. En effet, les entreprises de construction ont été fortement affectées par les allégations entourant l'octroi de marchés trop généreux. Au cours des six à douze prochains mois, Rogerio Poppe anticipe un rebond de l'activité économique, dans la mesure où plusieurs des entreprises





de construction concernées ont d'ores et déjà réglé leurs amendes et pourront de nouveau prendre part à l'octroi de nouvelles concessions publiques.

Si le gouvernement parvient à réduire ses dépenses, à augmenter ses recettes fiscales et à freiner toute hausse de l'inflation, l'environnement devrait nettement s'améliorer en 2017. Cependant, en 2016, l'économie brésilienne devrait se contracter de 1,4%, tandis que le taux de chômage pourrait atteindre un point haut durant l'année.

Le consensus anticipe une reprise lente en 2017/2018, qui devrait se distinguer des cycles de rebond précédents puisque les consommateurs ne seront pas les principaux contributeurs à la croissance du PIB. Il faudra encore de nombreuses années avant que les consommateurs ne soient en mesure de contribuer à nouveau à la croissance. L'investissement dans les infrastructures devrait prendre le relais et soutenir significativement le PIB, d'après Rogerio Poppe. Toutefois, si les infrastructures construites en vue des JO ne devraient pas contribuer significativement au rebond économique, elles auront tout du moins l'avantage d'assurer la publicité des attraits de Rio sur la scène internationale.

Parallèlement au Brésil, qui reste la première économie de la région², l'Amérique latine est également composée d'économies de premier plan, selon Colm McDonagh, comme le Mexique et le Chili (qui ne relèvent pas véritablement de la catégorie des marchés émergents), ou encore les économies plus petites mais néanmoins prospères que sont la Colombie et le Pérou. En revanche, l'Argentine et le Venezuela (en particulier) souffrent des effets négatifs des politiques engagées depuis plusieurs années.

La flexibilité des taux de change

Malgré la faiblesse des cours du pétrole (pénalisante pour les producteurs pétroliers), la plupart des pays d'Amérique latine bénéficient de la flexibilité de leurs taux de change, selon Colm McDonagh. En effet, le recul des devises n'est pas nécessairement néfaste, sauf pour les investisseurs dans la dette libellée en devise locale. Par exemple, la Colombie, important producteur pétrolier, admet que le fait d'avoir laissé sa devise se dévaluer lui permet de faire face à de tels chocs. Dans le passé, les surprises économiques étaient absorbées par le PIB local, ce qui générerait des difficultés en matière de balance des paiements, ainsi que des problèmes d'endettement et des turbulences politiques. Cependant, par rapport aux autres économies de la région, l'Argentine et le Venezuela ne bénéficient pas de la flexibilité nécessaire pour utiliser l'affaiblissement de leur devise pour faire face à de tels chocs économiques.

Le Mexique, qui est étroitement lié à la politique budgétaire et monétaire américaine, a amorcé des réformes structurelles ces dernières années. Le pays bénéficie en outre d'une devise flexible et est en mesure de mieux faire face aux difficultés qui frappent les marchés émergents que le Brésil. D'après Colm McDonagh, les dirigeants politiques mexicains font partie de ceux qui, en Amérique latine, ont le mieux synchronisé leur taux d'intérêt avec les États-Unis. L'impact sur la région sera conditionné par l'ampleur du cycle de hausse des taux aux États-Unis, sachant qu'une hausse agrégée de moins de 150 à 200 points de base ne devrait pas avoir de retombées significatives.

Une dépendance au pétrole

Selon Javier Murcio, gérant et analyste senior – stratégies émergentes chez Standish, le Venezuela est source de deux grandes préoccupations pour les investisseurs : son degré de dépendance au cours du pétrole et la mauvaise qualité de son environnement politique depuis 15 ans (fruit notamment du « Chávismo », la philosophie de feu Hugo Chávez). À cela vient s'ajouter l'absence de données fiables et le niveau exécutable de gouvernance d'entreprise.

La pression qui pèse actuellement sur le Venezuela est telle que le pays a décidé de brader PetroCaribe, son programme d'assistance énergétique lancé par Hugo Chávez en 2005. En vertu de ce programme, les pays d'Amérique centrale et des Caraïbes ont payé par avance une partie de la facture de leurs importations de pétrole et peuvent financer le reste de la somme sur 25 ans à un taux de 1% ou 2%. Grâce une émission obligataire, la République Dominicaine a remboursé la quasi-totalité de sa dette de 4,1 mds USD due au Venezuela au titre de plusieurs années d'approvisionnement en pétrole. La Jamaïque a également décidé de procéder par émissions obligataires pour racheter sa dette PetroCaribe à l'égard du Venezuela.

Parallèlement à l'issue de ses dernières élections, les principaux facteurs qui pénalisent actuellement l'Argentine incluent, selon Colm McDonagh, la chute du cours du pétrole (le pays cherchant à développer un secteur pétrolier), la volonté grandissante des argentins de libeller leurs actifs en dollar et la faiblesse de l'économie brésilienne. Toutefois, si l'Argentine (en situation de défaut technique) parvient à normaliser les relations avec ses créanciers étrangers, le pays pourrait de nouveau attirer d'importants flux de capitaux de la part d'investisseurs intéressés par les perspectives du pays.

À SUIVRE

Tout nouveau recul des prix des matières premières

La composition du gouvernement argentin

L'impact du cycle de resserrement des taux aux États-Unis sur la région

Le paradoxe de la productivité japonaise

PAR SIMON COX,
BNY MELLON INVESTMENT MANAGEMENT
ASIA PACIFIC



Simon Cox
stratège,
BNY Mellon Investment
Management
Asia Pacific

Autrefois perçu comme le berceau des méthodologies modernes d'accroissement de la productivité, le Japon est aujourd'hui mieux connu pour le vieillissement de sa population et l'anémie persistante de son taux d'inflation. Sous l'impulsion des dernières réformes amorcées par le Premier ministre Shinzo Abe, cette tendance pourrait enfin s'inverser.

La productivité, qui revient à produire plus à partir de moins de ressources, est la mère nourricière de la prospérité. Ce constat vaut tout particulièrement pour le Japon. Du fait du vieillissement de sa population active, le progrès économique du pays dépend directement de la capacité de chaque travailleur encore actif à produire plus. Pour les chercheurs dans ce domaine, le Japon représente toutefois un réel paradoxe. En effet, le pays est à la fois à l'avant-garde et sclérosé, futuriste et nostalgique. Le Japon héberge aussi bien une capacité d'innovation sans pareil qu'une inertie déroutante, accueillant à bras ouverts la nouveauté sans toutefois renoncer au passé. Le cas de la télécopieuse en constitue un parfait exemple : un outil largement utilisé et très évolué au Japon alors qu'il tend à disparaître ailleurs dans le monde¹.

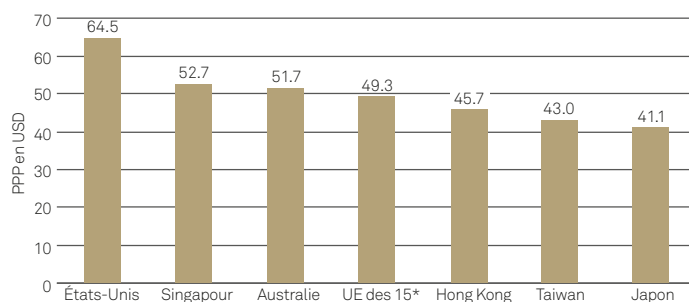
En septembre, le Premier ministre japonais, Shinzo Abe, a annoncé un programme ambitieux visant une hausse du PIB nominal du pays d'environ 20 %². Il s'agit là de l'une des trois nouvelles « flèches » de la politique Abenomics, qui a pour objectif de relancer l'économie japonaise. Ces mesures viennent s'ajouter aux flèches initiales du stimulus monétaire, du pragmatisme budgétaire et des réformes structurelles. Pour atteindre un pareil taux de croissance, le Japon devra mettre un terme à son problème de déflation, prévenir la réduction trop rapide de sa population active

et accroître la productivité du facteur travail (exprimé en PIB/travailleur) d'environ 2% par an³.

Un tel objectif est-il atteignable pour un tel pays tel que le Japon ?

À la grande époque de l'âge d'or du Japon, les industriels du pays avaient fait de l'amélioration de la productivité (*kaizen*) leur profession de foi. Ils avaient innové en matière de techniques de production, organisant les travailleurs en équipes resserrées, disposant de l'autonomie et de la motivation nécessaires pour résoudre tous les couacs et les inefficiences propres au processus de production. D'après un rapport publié par le Bureau de revitalisation économique du Japon, au cours des dernières décennies, le pays est devenu une « superpuissance de la robotique », avec près de 300 000 robots industriels utilisés, soit près du quart du nombre total de robots en usage dans le monde⁴. Dans certaines usines japonaises, des machines très sophistiquées produisent des biens tout au long d'une chaîne, quasiment sans intervention humaine. Pourtant, mesurée au niveau de l'ensemble de l'économie, la productivité des travailleurs japonais est étonnamment faible.

**GRAPHIQUE N°1 : PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL
(PRODUCTION PAR HEURE, 2013)**



* Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suède, Royaume-Uni

Source : Asian Productivity Organization (Organisation de la productivité asiatique), base de données sur la productivité 2015

1 The New York Times : « In High-Tech Japan, The Fax Machines Roll On » (À l'heure du *high tech*, les télécopieuses japonaises continuent de tourner à plein régime), 13 février 2013

2 The Japan Times : « Abe aims arrows at new targets with three fresh goals for "Abenomics", 20% rise in GDP » (Abe dirige ses flèches vers de nouvelles cibles pour atteindre trois nouveaux objectifs de la politique « Abenomics » et une hausse de 20% de la croissance du PIB), 24 septembre 2015

3 CAO : « Economic and Fiscal Projections for Medium to Long term Analysis » (Projections économiques et budgétaires pour une analyse de moyen/long terme), 12 février 2015

4 Meti : « Japan's Robot Strategy » (La stratégie du Japon dans le domaine de la robotique), 10 février 2015

L'Organisation de la productivité asiatique (dont le siège est justement situé au Japon) a calculé que le PIB par travailleur du pays ne représente que deux tiers de celui généré aux États-Unis⁵. Pire encore, ce chiffre se situe plus de 20% en-deçà du niveau de Taiwan, l'une des « oies sauvages » qui s'étaient industrialisées dans le sillage du Japon (d'après la fameuse théorie développée par l'économiste japonais Akamatsu Kaname dans les années 1930s). Une partie de l'écart qui s'est creusé s'explique par la longueur de la semaine de travail sur l'île. Mais même rapporté en productivité horaire, le Japon reste à la traîne par rapport à Taiwan et à l'essentiel de l'Europe occidentale, loin derrière les États-Unis et Singapour (cf. graphique).

De prime abord, ce constat n'a rien d'encourageant. Mais il en résulte néanmoins un facteur rassurant. En effet, compte tenu de la faiblesse actuelle du niveau de productivité, le pays dispose d'une importante marge de progression. Le progrès dans ce domaine ne nécessite pas de repousser toujours plus loin les frontières de la connaissance. Le pays peut améliorer sa productivité simplement en adoptant quelques techniques développées par d'autres pays au fil du temps. Le Japon pourrait accroître son PIB de 20% simplement en répliquant la performance en matière de productivité des premiers membres de l'Union européenne (soit les 15 pays qui composaient l'UE avant l'élargissement de mai 2004). Le Japon, habitué à être l'oiseau de tête de la volière asiatique, pourrait se borner pendant un certain temps à suivre la voie tracée par d'autres nations. Le Japon est désormais devenu une économie de « rattrapage ».

En quoi ce rattrapage est-il nécessaire ? Les économies très productives disposent généralement d'une abondance de ressources humaines et matérielles. Le Japon

dispose d'ores et déjà de ces deux facteurs. Sa population active est particulièrement qualifiée, se classant au troisième rang des pays de l'OCDE en termes de nombre de diplômés de deuxième et troisième cycle⁶. Les élèves japonais de 15 ans sont également ressortis à la troisième place des tests de science menés par le PISA en 2012 (*Program for International Student Assessment*)⁷, qui compare la performance académique des élèves entre les pays. Force est de reconnaître que le pays peut compter sur une abondance de matière grise.

En outre, le pays n'est pas non plus en manque de facteur capital. D'après l'APO, la productivité du capital du Japon est la plus élevée d'Asie, à 3,8 contre 3,1 pour la Chine (un pays souvent accusé de surinvestir) et 2,9 pour Taiwan. Par ailleurs, les entreprises japonaises réinvestissent une proportion relativement significative du PIB du pays dans la R&D. Parmi les pays de l'OCDE, seuls la Suède et Israël investissent davantage, rapporté à la taille de leur économie.

Dès lors, le problème du Japon n'a rien à voir avec un manque d'innovation ou un problème d'accumulation du capital. Les défauts du pays se situent ailleurs : dans sa capacité d'adaptation. Le manque d'incitations à la restructuration des entreprises et des industries ne permet pas d'exploiter au mieux les avancées technologiques et les idées novatrices en termes d'organisation. Les entreprises japonaises dépensent, par exemple, des sommes importantes dans les logiciels⁸. Or, d'après Kyoji Fukao de l'Université de Hitotsubashi et ses coauteurs, ils conservent pléthore de postes administratifs que les technologies d'information et de communication auraient dû rendre obsolètes⁹. Par ailleurs, d'après l'OCDE, le Japon n'investit pas suffisamment dans d'autres formes de « capital-connaissance », notamment les

formations ciblées, la recherche de marché, le développement des marques et l'amélioration des processus de prise de décision.

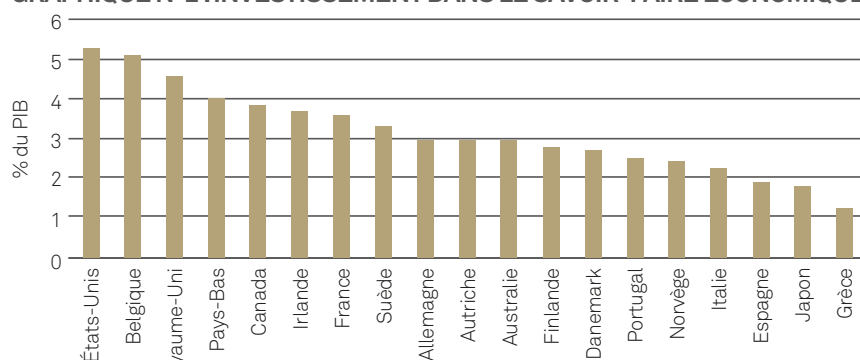
L'OCDE attribue partiellement cette inertie à un manque de concurrence. Au Japon, la surréglementation du secteur des services protège les entreprises en place contre les forces de marché qui, dans d'autres circonstances, les contraindraient à faire meilleur usage des facteurs travail et capital. Par exemple, jusqu'à récemment, les pharmacies ayant pignon sur rue ne subissaient que peu de concurrence de la part des acteurs présents sur internet, dans la mesure où la réglementation interdisait la commercialisation en ligne de bon nombre de médicaments sans ordonnance médicale. Cette réglementation a été globalement levée, dans le cadre de la poignée de réformes structurelles engagées par le gouvernement Abe.

Ce manque d'élan concurrentiel au cœur de l'économie japonaise pourrait néanmoins être moins sévère que l'absence de soutien au niveau de la demande. En effet, la raison pour laquelle les entreprises japonaises parviennent à maintenir autant de salariés à des postes aussi peu productifs s'explique en partie par l'absence d'autres options plus intéressantes. Le taux de chômage est certes faible au Japon (d'après les statistiques officielles), mais le sous-emploi y est très développé (comme le montrent de nombreux exemples anecdotiques), en particulier au sein du secteur tertiaire. Chaque voyageur qui visite le Japon est surpris par la présence des « dames d'ascenseur », qui accueillent les visiteurs dans les hôtels de luxe, ou encore par des « hommes bâtons » qui font le guet devant les zones de travaux routiers pour prévenir les conducteurs du danger¹⁰.

En cas de reprise des dépenses, d'accélération de l'activité et de rebond de l'emploi au Japon, ces travailleurs pourraient être enclins à rechercher des activités plus intéressantes et lucratives. Les entreprises japonaises seraient alors contraintes de s'adapter, en utilisant peut-être les mêmes technologies réductrices de main d'œuvre que d'autres pays ont adopté il y a bien longtemps.

Même la bienheureuse télécopieuse japonaise pourrait voir ses heures comptées. Dans un environnement économique plus dynamique, porté par la demande, la force de travail supplémentaire requise pour utiliser ces machines et faxer des instructions pourrait bien devenir trop coûteuse. Et si ce coût devait être répercuté sur le prix final, fort est à parier que le plus archaïque et conformiste des consommateurs pourrait bien se découvrir une passion pour la vente à distance.

GRAPHIQUE N°2 : INVESTISSEMENT DANS LE SAVOIR-FAIRE ÉCONOMIQUE



2010 ou dernière année disponible

Le savoir-faire économique inclut le capital humain spécifique à l'entreprise, la structure organisationnelle, la valeur de la marque

Source : Sondage économique de l'OCDE sur le Japon, avril 2015

5 APO : « APO Productivity databook » (Livre de données relatives à la productivité de l'APO), 2015. <http://www.apo-tokyo.org/publications/wp-content/uploads/sites/5/APO-Productivity-Databook-2015.pdf>

6 Sondages économiques de l'OCDE, Japon, avril 2015

7 Sondages économiques de l'OCDE, Japon, avril 2015

8 Sondages économiques de l'OCDE, Japon, avril 2015

9 IAO : « The Structural Causes of Japan's Lost Decades » (Les causes structurelles des décennies perdues du Japon), 17 novembre 2015

10 Cf. « Bending Adversity » (Embrasser les adversités) par David Pilling



BNY MELLON

Inflation : la dernière valeur refuge ?

PAR DAVID HOOKER, INSIGHT INVESTMENT



David Hooker,
gérant de portefeuille,
Insight Investment

Le phénomène de retour vers la moyenne constitue une force très puissante à l'œuvre sur les marchés. Pour de nombreuses classes d'actifs, actuellement « parfaitement valorisées », une telle évolution se traduirait par des pertes substantielles en 2016. Or, sur le front de l'inflation, les gains pourraient être significatifs.

La Suisse, la Malaisie, la Pologne et l'Inde ne semblent pas partager beaucoup de points communs, que ce soit sur le plan ethnique, géographique ou culturel. Or, ces pays sont tous membres d'un nouveau club économique qui semble gagner en popularité : le club des déflationnistes. La déflation a de toute évidence davantage le vent en poupe que l'imprimé léopard ou l'internet des objets. Il n'en faudrait pas moins pour faire retourner Milton Friedman dans sa tombe. Si l'inflation est sensée être un phénomène monétaire « constant et omniprésent », comment peut-on expliquer qu'à une époque marquée par une expérimentation politique sans précédent et un élargissement sans commune mesure des bilans des banques centrales, l'environnement actuel se soit accompagné d'une baisse des prix ?

La science économique n'a pas été rebaptisée « science sinistre » (*dismal science*) sans raison. Contrairement à la science naturelle gouvernée par les lois immuables de la nature, la science économique repose avant tout sur le comportement humain. Lorsque le 18^{ème} Comité central du Parti communiste chinois s'est réuni en novembre 2013 à l'occasion de sa troisième session plénière, annonçant un nouvel ordre économique fondé sur la consommation et les importations

au détriment de l'investissement et des exportations, les retombées étaient attendues aux quatre coins de la planète. De la même manière, en 2014, l'OPEP a décidé qu'il était dans son intérêt à long terme de réduire à néant le secteur de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, au lieu d'abaisser l'offre pour maintenir les niveaux élevés des prix.

Que ce soit directement ou indirectement, ces décisions ont eu un impact significatif sur l'inflation en 2015. Le cours du pétrole, qui a été divisé par deux, a eu pour effet de faire replonger les importateurs nets tels que la zone euro dans la déflation. La réorientation de l'économie chinoise a également modifié le rapport entre l'offre et la demande pour un grand nombre de matières premières. L'indice Bloomberg Commodity a ainsi touché un point bas de 16 ans en septembre 2015, suite à l'effondrement des cours des matières premières les plus échangées dans le monde (telles que le minerai de fer et le cuivre).

Ces fortes baisses des cours ont eu des répercussions significatives. Les pays producteurs de matières premières ont dû faire face à un choc majeur des conditions de change. Il s'en est suivi d'importants flux de sortie de capitaux. L'ajustement structurel est souvent difficile et peu

populaire parmi les autorités politiques qui ont massivement opté pour l'un des derniers outils disponibles : le taux de change. La vigueur du dollar US aura servi de bouée de sauvetage pour de nombreux pays émergents. Toutefois, les dévaluations compétitives ont contribué à entretenir au niveau mondial le mécanisme de transmission de la déflation.

L'effet de base

Une des habitudes les plus courantes et également les plus dangereuses des analystes et des investisseurs consiste à extrapoler une tendance actuelle pour prédire l'avenir. Ce n'est pas parce que la déflation a fait son grand retour que l'on doit s'attendre nécessairement à de nouvelles baisses de prix. La manière dont l'inflation est mesurée rend cette extrapolation encore plus douteuse que pour les autres séries de données. Cela s'explique par l'« effet de base ». L'inflation annualisée se calcule sur la base d'une année et d'un mois de référence. En cas de chocs inflationnistes ou déflationnistes abrupts, ces pics finissent invariablement par disparaître de la série de données.

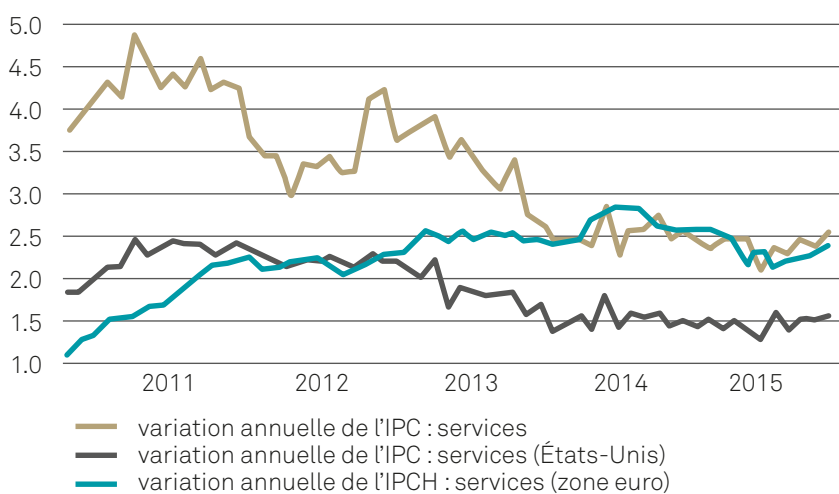
Par exemple, la forte baisse du pétrole est essentiellement un phénomène caractéristique de l'année 2014. Depuis janvier 2015, le baril de WTI brut se traite entre 40 USD et 60 USD. Si ces prix devaient rester relativement stables, le cours du pétrole aura un impact nettement plus limité sur l'inflation en 2016. Il en va de même pour d'autres matières premières. Qu'elles aient atteint ou non leur point bas, les fortes baisses telles que celles observées dernièrement sont généralement associées, au cours du cycle, à des point hauts de l'offre ou des points bas de la demande.

Selon nous, l'impact des cours des matières premières sur l'inflation est également surévalué, en particulier au sein du monde développé. En effet, le secteur des services représente près de 80% du PIB américain et britannique. Dans le secteur, l'inflation ressort en réalité au-dessus de l'objectif de 2% fixé par les banques centrales (cf. Graphique n°1). En dépit de cet élément, l'inflation reste une classe d'actifs bon marché. Les rendements offerts par certains bons du Trésor américains indexés sur l'inflation (les TIPS) ont doublé depuis le mois d'avril. Les TIPS à 30 ans offrent un rendement réel (ajusté de l'inflation) d'environ 1,2% par an,¹ soit un point bas de six ans des anticipations inflationnistes.

Un environnement répressif

La répercussion des effets de base constitue l'un des facteurs techniques et

GRAPHIQUE 1 : L'INFLATION DANS LE SECTEUR DES SERVICES PROCHE DE LA CIBLE DES BANQUES CENTRALES



Source : Thomson Reuters Datastream.

tactiques entrant en ligne de compte dans la valorisation de l'inflation. Les thématiques macroéconomiques multigénérationnelles offrent également une source de soutien. En premier lieu, il convient de noter l'effet des tendances démographiques. L'un des thèmes économiques les plus régulièrement mis en avant ces dernières années a été celui de la hausse des inégalités. Le facteur travail en a fait les frais, tandis que le facteur capital a triomphé. Ce phénomène s'explique en partie par la chute du mur de Berlin et l'ouverture de la Chine. Des économies majeures ont rejoint la scène internationale et le facteur travail a subi un violent choc lié à l'excès d'offre de main d'œuvre.

Ce phénomène se dissipe progressivement. En conséquence de la politique de l'enfant unique, la population active chinoise se réduit de 4 millions de travailleurs par an. Le Japon et l'Allemagne, dont plus de 20% de la population est âgée de plus de 65 ans, sont entrés dans l'ère de la génération grise. La population active globale du Japon a commencé à rétrécir en 1998. Cette tendance devrait contribuer à alimenter des pressions à la hausse sur les salaires.

La deuxième thématique macroéconomique propice à un retour de l'inflation est la dette. Un récent rapport publié par McKinsey intitulé « Debt and (Not Much) Deleveraging » (De la dette et du désendettement – limité) résume plutôt bien la situation. Le processus de désendettement n'a guère été respecté à travers le monde. Depuis l'éclatement de la crise financière en 2007, force est de constater que la dette n'a cessé d'augmenter tant au niveau des gouvernements, des ménages, des entreprises que du secteur

financier, avec une hausse de 64% au Japon, 66% en France, 30% au Royaume-Uni et même 83% en Chine.

Les banques centrales ont parfaitement conscience du poids de cette dette et font tout leur possible pour le rendre tenable. L'hésitation de la Réserve fédérale à remonter les taux d'intérêt en septembre 2015 montre bien à quel point les autorités politiques sont attentives aux effets secondaires potentiels liés à tout resserrement des conditions financières. En conséquence, l'environnement par défaut semble être celui d'une politique durablement accommodante. À cet égard, de nouvelles mesures de stimulus sont anticipées de la part de la Banque du Japon, de la Banque centrale européenne et de la Banque populaire de Chine en 2016.

À l'instar de la plupart des phénomènes de mode, la déflation pourrait bien n'être qu'une tendance passagère. La pression à la baisse exercée sur les prix par la vigueur du dollar US, l'effondrement des matières premières et les joutes de dévaluation compétitive, ont créé semble-t-il les conditions idéales pour une tempête parfaite. Mais les tempêtes finissent toujours par passer. Cependant, l'expérimentation monétaire risque fort d'avoir des conséquences sur le long terme totalement imprévisibles. Ce qui est certain à ce stade c'est que les gouvernements et les individus à travers le monde doivent encore faire face à des niveaux d'endettement sans précédent, alors même que les autorités sont à cours de munitions. La répression financière, qui consiste à utiliser l'inflation pour réduire la dette, pourrait bien s'avérer la solution la moins néfaste pour les banques centrales.

Asie : vers des mesures non conventionnelles



Dans le sillage de la crise financière, tandis que de nombreuses économies développées recouraient en Occident à l'attirail complet de relance monétaire, les pays asiatiques ont fait preuve de plus de retenue dans leurs choix politiques. Douglas Reed, stratège marchés émergents chez Newton, cherche à savoir si l'année 2016 ne pourrait pas être annonciatrice de changements ?



Douglas Reed,
stratège marchés
émergents,
Newton

Les plans de relance monétaire radicaux ont constitué une caractéristique essentielle des marchés depuis la crise financière. De l'Europe aux États-Unis, en passant par le Japon et le Royaume-Uni, les banques centrales ont injecté des milliards de dollars dans le système financier pour tenter de raviver des économies mal en point, et d'éloigner la menace déflationniste.

Une région du monde a cependant choisi une autre voie, refusant d'adopter de telles mesures pour favoriser la relance. Cette région, c'est l'Asie. Et malgré les turbulences auxquelles devraient être confrontées ses économies dans les douze prochains mois, il semble peu probable que la situation évolue en 2016.

« Pour la plupart des pays asiatiques, l'assouplissement quantitatif n'est pas réellement une option envisageable, quand bien même elle serait nécessaire, » affirme Douglas Reed, stratège marchés émergents chez Newton. « Toute démonstration d'une politique monétaire excessivement volontariste serait probablement interprétée comme un signal négatif par les marchés financiers au niveau international. En tout état de cause, si le dollar devait rester fort, la plupart des pays asiatiques ne se trouveraient de toute façon pas en mesure d'entreprendre grand-chose sur le plan monétaire, car il leur faut tenir compte des effets induits sur leurs devises. »

Depuis la crise asiatique de 1997-98, les gouvernements de la région ont réduit leurs emprunts en dollars et émis

davantage de dette sur leurs propres marchés obligataires. Toutefois, ces dernières années, l'afflux massif de capitaux internationaux dans la région a rendu ces pays vulnérables aux décisions intempestives des investisseurs étrangers, souvent prompts à se retirer en période de trouble. En 2015, les devises asiatiques ont connu une volatilité importante et certaines se sont considérablement affaiblies, les pays exportateurs de matières premières étant les plus durement touchés : la roupie indonésienne et le ringgit malais sont ainsi tombés à leurs plus bas niveaux face au dollar en près de deux décennies.¹

La forte présence en Asie des investisseurs étrangers sur certains marchés d'emprunts d'États, notamment en Malaisie ou en Indonésie, rend ces pays particulièrement sensibles à la manière dont leur santé financière est perçue par les investisseurs – d'où les précautions prises pour ne pas contrarier les marchés financiers. Si le renforcement du dollar se poursuit et si les devises asiatiques continuent de s'affaiblir, le risque est de voir le coût de financement augmenter du fait du retrait des investisseurs de ces marchés. En tout état de cause, cela freinerait à minima toute diminution des taux d'intérêt.

« Même les pays asiatiques qui présentent des balances extérieures plus robustes et qui sont plus faiblement exposés au commerce des matières premières auront du mal à s'engager sur la voie de la relance monétaire,

¹ The Economist : « Running out of puff » (L'essoufflement), 3 octobre 2015

en grande partie du fait des niveaux d'endettement élevés des ménages et des entreprises », souligne Douglas Reed.

« Certains pays comme la Thaïlande ont une inflation faible et des balances extérieures stables, mais ils sont souvent très avancés dans le cycle du crédit, ce qui fait naître des inquiétudes quant à la quantité d'endettement qu'ils sont capables de supporter ».

À Singapour, en Corée du Sud ou en Malaisie, l'endettement des ménages en pourcentage de leur revenu disponible est plus élevé qu'il ne l'était aux États-Unis avant la crise financière.² Dès lors, ces pays risquent fort de se montrer circonspects quant à l'introduction de mesures qui viendraient encourager un nouvel accroissement de la dette.

Les risques de baisse – si risques il y a...

Les pays asiatiques disposent donc d'une marge de manœuvre relativement étroite, sur fond de chute des exportations et de ralentissement de la croissance économique. Le FMI prévoit pour cette année une croissance de 5,4%, qu'il décrit comme « robuste », tout en précisant que cette « croissance s'atténue et que des risques de baisse majeurs se dessinent à l'horizon. »³

Ces risques sont les mêmes que ceux qui ont provoqué la vague de volatilité observée en 2015. Les retombées d'une hausse des taux d'intérêt américains, un ralentissement plus marqué de la croissance chinoise et la réduction des échanges mondiaux restent au cœur des préoccupations.

Sur le sujet controversé des taux d'intérêt américains, Douglas Reed pense que leur impact sur les marchés asiatiques ne sera pas aussi négatif que ne semble le craindre le consensus. « Ce qui nous paraît clair, affirme-t-il, c'est qu'en l'absence de tendances poussant l'inflation à la hausse sur le marché domestique américain, à laquelle il faut ajouter l'effet déflationniste d'un renforcement du dollar, les taux d'intérêt n'augmenteront que très lentement. »

Notre interlocuteur reste en outre dans le camp des optimistes en ce qui concerne la croissance chinoise. « Mon pronostic est que les autorités chinoises se montreront capables de stabiliser la croissance dans une certaine mesure. L'économie va continuer de décélérer, mais à un rythme qui devrait être lent. » Contrairement à d'autres pays de la région, qui redoutent une faiblesse persistante de leurs devises, la Chine devrait selon Douglas Reed autoriser une dépréciation du renminbi face au dollar, qui pourrait aller jusqu'à 5% l'an prochain, tandis que la banque centrale du pays continue de libéraliser progressivement la détermination du taux de change.

Stimuler la croissance

Si les pays asiatiques n'ont pas été en mesure de mettre en œuvre l'assouplissement quantitatif adopté au Japon, en Europe ou aux États-Unis, leurs gouvernements n'en sont pas pour autant réduits à l'impuissance. Étant donné le niveau toujours élevé des réserves de change, force est de constater que la banque centrale chinoise dispose encore d'une importante marge de manœuvre politique. Ses taux d'intérêt restent bien au-dessus de zéro et, selon Douglas Reed, le niveau élevé des réserves obligatoires (c'est-à-dire la proportion de l'actif bancaire devant être conservé sous forme de dépôts auprès de la banque centrale) pourrait si nécessaire supporter une réduction significative.

La Banque populaire de Chine a en outre développé différents outils de politique monétaire destinés à stimuler la liquidité et le crédit sur le marché intérieur. Le programme de renforcement du crédit intitulé *Pledge Supplementary Lending*, introduit l'an dernier, a principalement servi à fournir aux banques de développement chinoises un financement à long terme et à faible coût. Les fonds ainsi empruntés peuvent ensuite être prêtés par ces institutions pour financer des projets que les pouvoirs publics souhaitent encourager, en particulier au niveau des infrastructures. Grâce à ce mode de financement indirect, le gouvernement central peut ainsi éviter d'alourdir la charge de sa dette.

Quant à la recapitalisation cette année des deux plus grandes banques de développement du pays (la *China Development Bank* et l'*Export-Import Bank of China*), financée par la banque centrale sur ses réserves de change, elle relève là encore d'une approche différente. Selon Douglas Reed, « même si elle n'augmente pas la taille du bilan de la banque centrale, et ne peut donc à ce titre être considérée comme une mesure d'assouplissement quantitatif, elle ne s'apparente pas moins de façon évidente à une opération de relance budgétaire. »

Le gouvernement a également engagé des mesures visant à enrayer la flambée du coût des emprunts contractés par les autorités régionales, et les lourdeurs du dispositif de crédit. Pékin a autorisé les pouvoirs publics locaux et régionaux à restructurer leurs emprunts sous la forme d'obligations municipales et encourage les banques à racheter cette dette. D'un objectif initialement fixé à 1 000 milliards de renminbis, ce programme de conversion de la dette est passé à 2 000 milliards en juin, pour être finalement porté à 3 200 milliards RMB.⁴ Même si elle entraîne une amélioration de la qualité des actifs bancaires, cette opération n'en aura pas moins pour effet une diminution des bénéfices des banques

commerciales, auxquelles il est en substance demandé d'échanger des crédits à taux élevés contre une dette peu rémunératrice.

D'autres pays en Asie ont également adopté des mesures de relance non conventionnelles, que l'on pourrait voir se multiplier en 2016. En Thaïlande par exemple, le gouvernement a mis en place un programme qui propose aux exploitants agricoles et aux PME des crédits peu coûteux, à taux réduits.

La coopération transpacifique

Si l'on se projette un peu plus loin dans l'avenir, l'accord de partenariat transpacifique (ou TPP pour *Trans-Pacific Partnership*), actuellement en gestation, présente un réel potentiel de transformation pour la région dans les prochaines années. Il faudra toutefois encore un peu de temps avant qu'il soit ratifié. Selon Douglas Reed, « il s'agira surtout un sujet pour 2017. »

À l'heure actuelle, le Vietnam et la Malaisie sont les deux principales puissances régionales à avoir signé le TPP, mais la Corée du Sud a pris une part active aux négociations et Douglas Reed est persuadé que la Chine et d'autres pays de la région rejoindront l'accord à l'avenir. Ils devront toutefois vaincre les résistances internes émanant de groupes qui pourraient souffrir de l'effondrement des barrières protectionnistes.

« Dans l'ensemble, les États vont vouloir intégrer l'accord, parce qu'ils en percevront les bénéfices potentiels. Mais il y aura toujours, à l'intérieur de ces pays, des groupes qui seront pénalisés par une réduction des entraves commerciales. Leurs craintes pourraient par exemple concerner l'emploi. En même temps, je pense que si l'accord entre en vigueur, tous les pays voudront en faire partie, pour ne pas rester à la traîne. »

À SUIVRE

Les exportations et la croissance économique devraient continuer de ralentir dans la région : le FMI prévoit une croissance de 5,4% cette année

L'assouplissement quantitatif n'est pas à l'ordre du jour, mais il faut s'attendre à de nouvelles mesures monétaires accommodantes en Chine

Davantage de pays devraient rejoindre l'accord de partenariat transpacifique (TPP)

² Deloitte University Press: "Prudent no more", (« Plus si prudents »), 1er juillet 2015

³ Fonds monétaire international : "Regional Economic Outlook Update Asia and Pacific Department" (actualisation des perspectives économiques par régions, chapitre Asie et Pacifique), octobre 2015

⁴ CNBC : « China expands debt-for-bond swap plan to 3.2 trillion yuan » (La Chine augmente à 3 200 milliards de yuans la taille son programme de conversion de crédits en dette obligataire), Xinhua, 27 août 2015



L'Europe : une histoire sans fin



Rowena Macfarlane,
analyste dette
souveraine,
Standish

Depuis l'éclatement de la crise financière mondiale, les nouvelles forces en jeu ont ébranlé les défenses de l'Union européenne (UE), menaçant à plusieurs reprises son existence même. Il convient donc de s'interroger sur ce que nous réserve 2016 dans ce domaine.



Mark Bogar,
gérant de portefeuille,
The Boston Company
Asset Management

Suite au ralentissement économique de 2008, la reprise inégale et contrastée des différentes économies européennes aura indéniablement constitué la principale menace à la survie de l'UE.

Le cœur de l'Europe semble avoir pansé ses plaies plus rapidement, et l'Allemagne a retrouvé son rôle de moteur économique de la région. En revanche, certains pays périphériques de la zone euro ont du mal à déployer les réformes structurelles nécessaires sans perdre le soutien de leur population.

Selon Rowena Macfarlane, analyste dette souveraine chez Standish, filiale de BNY Mellon IM, cet environnement a alimenté une radicalisation et une fragmentation de la scène politique. « L'extrême droite est montée en puissance dans de nombreux pays, notamment en France, tandis que l'extrême gauche a gagné du terrain en Grèce et en Espagne ».

Cette tendance s'explique par la résurgence du nationalisme, du cynisme et même d'un certain degré d'anarchisme.

Rompre avec l'ordre établi

D'après Rowena Macfarlane, « des études universitaires ont démontré l'existence d'une relation entre les récessions ou les dépressions et la fragmentation de l'environnement politique. La raison pour laquelle les dirigeants politiques se sont trouvés dépassés par la situation tient au fait que les méthodes de sondage n'ont pas su retranscrire le changement en profondeur qui s'opérait au sein de ces sociétés ».

L'année 2015 aura été marquée par une série d'élections au Portugal, en Pologne, en Turquie, en Espagne et au Royaume-Uni. En 2016, ce sera au tour des irlandais et des autrichiens de se prononcer, sans perdre de vue que le référendum sur l'appartenance à l'UE pourrait être annoncé au Royaume-Uni avant la fin de l'année.

Rowena Macfarlane précise par ailleurs que la France et l'Allemagne (deux membres fondateurs de l'UE) préféreraient que le Royaume-Uni organise son

referendum avant la fin de l'année 2016. « Au printemps 2017, les élections présidentielles se tiendront en France et des élections parlementaires auront lieu en Allemagne. Les gouvernements en place ne souhaitent pas que la furie médiatique entourant un potentiel « Brexit » puisse déteindre sur leur campagne électorale. »

Le séparatisme espagnol

Les partis pro-indépendance en Catalogne (Espagne) ont pris la tête d'un nouveau mouvement séparatiste qui a fait la une des journaux au dernier trimestre 2015. À l'issue des élections régionales, qui ont vu les deux principaux partis pro-indépendance remporter 47,7% des voix et 72 sur 135 sièges, la figure de proue du parti « Junts pel Si » (Ensemble pour le Oui) a déclaré qu'il avait été mandaté pour organiser un référendum sur la question de l'indépendance de la Catalogne¹.

Cependant, d'après Mark Bogar, gérant chez The Boston Company Asset Management, filiale de BNY Mellon IM, ce mouvement pourrait ne pas bénéficier d'un soutien aussi robuste qu'il n'y paraît. « Pour un chef d'entreprise catalan, l'idée d'une séparation de l'Espagne peut, de prime abord, sembler attrayante. En effet, la région est riche et sa population estime qu'il ne lui appartient pas de payer pour le reste du pays. Toutefois, la réalité risque d'être bien différente de celle dépeinte par les politiques, et je pense que face aux conséquences économiques prévisibles, la population fera marche arrière, à l'image de ce qu'il s'est passé en Écosse. »

Mark Bogar pense également que les craintes d'un Grexit, qui ont assombri l'été 2015, ont été exagérées. « Il était peu probable que la Grèce quitte la zone euro. Compte tenu de son niveau massif d'endettement rapporté au PIB, si la Grèce avait décidé de faire cavalier seul, le pays aurait dû subir un ajustement très douloureux, accru par le retour de sa devise, qui se serait immédiatement dépréciée. »

Un retour à la raison

Au lieu de se jeter dans le vide et de quitter l'UE, Mark Bogar considère que la solution retenue par la Grèce lui laisse suffisamment de temps pour procéder à un ajustement plus progressif et tenter de trouver un argument pour convaincre ses créanciers d'alléger le remboursement de sa dette au fil du temps. Le pays pourra alors potentiellement reprendre le contrôle de sa situation budgétaire.

Cela ne signifie pas pour autant que la menace séparatiste, que ce soit via un Grexit ou une sécession de la Catalogne, ait totalement disparu.

Pour sa part, Rowena Macfarlane souligne que « la question du mouvement séparatiste catalan devrait continuer d'occuper le devant de la scène, tandis que la problématique du Grexit risque de faire son grand retour en 2016. Cela s'explique par le fait que les conditions associées au programme de sauvetage que le gouvernement grec a accepté imposent davantage de rigueur budgétaire et de nouvelles baisses des dépenses publiques, ce qui risque fort de déclencher la colère de la population le moment venu. »

En dépit de cette épée de Damoclès, Rowena Macfarlane n'est pas particulièrement préoccupée par l'impact potentiel de ces différentes situations sur les marchés obligataires. « Le degré de volatilité observé en amont des élections régionales en Catalogne était conforme au niveau de risque politique encouru et la sous-performance des obligations espagnoles par rapport aux obligations italiennes s'est résorbée dans le sillage du résultat des élections. »

Une évolution différenciée

Elle souligne que l'effet de contagion observé l'année dernière sur les autres marchés pendant les périodes d'incertitudes localisées a été moins important qu'anticipé, ce qui constitue un facteur rassurant. Cette tendance ne devrait pas s'inverser au sein des pays « PIIGS » (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne), qui ne semblent plus être perçus comme un ensemble indissociable.

Selon Rowena Macfarlane, « l'Europe n'est plus considérée comme la principale source d'instabilité mondiale. » En effet, les craintes entourant la croissance en Chine semblent avoir pris le dessus dans l'esprit des investisseurs, tandis que l'attention des marchés reste également tournée vers la Réserve fédérale américaine.

Mark Bogar partage cette analyse et précise que « l'essentiel des réformes structurelles requises a d'ores et déjà été réalisé. En effet, l'Espagne a refondu son système bancaire il y a deux ans, consolidant ce faisant ses « cajas », ou caisses régionales. Ces mesures ont facilité le rebond de l'économie espagnole, qui a également été étayé par une hausse des

chiffres de vente et un raffermissement des secteurs de la consommation. L'Italie s'est engagée sur la même voie, et les premières fusions entre ses banques « Popolari » (locales) ont déjà été annoncées.

Les créances douteuses (ou « non-performing loans ») ont traditionnellement été source de problèmes au sein du secteur bancaire italien. Or, l'évolution du cadre juridique facilite désormais le recouvrement par les banques de ces créances. Cette faculté devrait se répercuter sur les bénéfices et amorcer une reprise au sein du secteur. Selon Mark Bogar, ce potentiel n'est néanmoins pas encore intégré dans les cours de ces banques.

Par ailleurs, il privilégie également les entreprises du secteur des médias, anticipant une hausse des dépenses publicitaires à mesure que les entreprises cherchent à bénéficier du regain de confiance des consommateurs en Europe.

En conclusion, Mark Bogar précise que « la presse devrait continuer de se faire l'écho des nouveaux appels à l'indépendance mais selon nous, une fois au pied du mur, les électeurs risquent fort d'opter pour le statu quo ».

À SUIVRE

La date arrêtée pour l'organisation du référendum britannique sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne : en cas de rapprochement trop important avec les dates fixées pour les élections générales dans les autres États membres, des difficultés sont à prévoir

Tout défaut ou report de la Grèce sur les conditions acceptées dans le cadre du troisième plan de sauvetage pourrait ranimer le débat du Grexit

De nouveaux signes de consolidation parmi les banques régionales pourraient confirmer les progrès réalisés en matière de réforme au sein des pays périphériques

¹ Reuters : « Victorious Catalan separatists claim mandate to break with Spain », 28 septembre 2015

Les contraintes sur la liquidité



Paul Brain,
responsable de la
gestion obligataire
monde, Newton



Colm McDonagh,
responsable dette
émergente,
Insight Investment



Urban Larson,
spécialiste produit
dette émergente,
Standish



Raman Srivastava,
responsable de la gestion
obligataire internationale et
co-CIO, Standish



James Gerecht, Jr.,
responsable de la
gestion *distressed*,
Siguler Guff Company

Avec le maintien attendu de la volatilité et le déploiement de nouvelles réglementations financières d'envergure en Europe comme aux États-Unis, la liquidité devrait rester un sujet central en 2016.

Aux États-Unis, les nouvelles règles proposées par la SEC visent à accroître la pression sur les sociétés de gestion, afin de les inciter à davantage de transparence sur la liquidité de leurs avoirs. Dans le cadre de ces dispositions, entrées dans une phase de consultation de trois mois à compter de septembre 2015, les gérants de tous les fonds domiciliés aux États-Unis seraient tenus de dresser un état détaillé (en nombre de jours) des délais nécessaires à la conversion en cash de leurs avoirs. Les fonds se verraient également imposer l'obligation de maintenir un montant minimum d'actifs susceptibles d'être liquidés en moins de trois jours sans impact significatif sur leur prix de cession.

De leur côté, le Royaume-Uni et l'Europe n'échappent pas à des initiatives du même ordre. Au Royaume-Uni, la *Financial Conduct Authority* a réclaté aux sociétés de gestion établies dans le pays une information sur la manière dont elles pilotent la liquidité de leurs fonds, à la fois dans des conditions normales et dans un contexte de tensions. En outre, d'ici 2017, le Royaume-Uni et les autres pays membres de l'Union européenne devront se conformer à la nouvelle directive Mifid II, dont les dispositions prévoient de renforcer la transparence des marchés obligataires pour les investisseurs.

L'implication accrue des autorités réglementaires fait suite aux inquiétudes qui ont entouré, pendant une bonne partie de l'année 2015, les conditions de liquidité dans le domaine de la gestion d'actifs et en particulier sur le marché obligataire. Ce qui est redouté en l'occurrence, c'est qu'en cas de tension sur les marchés, une sortie précipitée des investisseurs ne contraigne les fonds à vendre des actifs à perte, provoquant de ce fait une crise de liquidité.

James Gerecht, Jr., responsable de la gestion *distressed* pour Siguler Guff & Company, observe que la dépendance du capital à l'égard de la liquidité s'est accrue en même temps que la fréquence des épisodes de volatilité observés au niveau mondial.

« Malgré l'importante réduction du levier financier dans les investissements de *private equity*, l'activité de crédit et la vitesse de circulation de la monnaie se maintiennent à des niveaux historiquement élevés, ce qui

implique une forte liquidité sur les marchés. Mais, à mesure que cette vélocité de la monnaie se réduit, comme c'est le cas sur les marchés très volatils, la « viscosité » des flux financiers augmente, la structure du marché cède et la capacité de financement des projets et des actifs se trouve contrainte. »

La sensibilité au risque de correction

« La combinaison d'une volatilité accrue et d'une liquidité réduite conduit par intermittence à des inefficiences de marché et à l'émergence d'opportunités d'investissement. Nous voici donc dans un marché où interviennent de nouveaux acteurs de poids, dont les mandats et les attentes diffèrent, et qui se trouvent confrontés à des règles opaques et à des entraves d'ordre structurel à la liquidité et à la stabilité, précisément au moment où ces dernières seraient justement le plus nécessaire. »

Ce point de vue est partagé par Raman Srivastava, responsable mondial de la gestion obligataire et co-CIO de Standish. D'après lui, la liquidité est devenue un élément essentiel pour les investisseurs obligataires, et elle a contribué à déclencher en partie les épisodes de ventes massives enregistrés en 2015 sur certains segments des marchés obligataires. « Ce n'est pas nécessairement au niveau des bons du Trésor américains ou des obligations traditionnelles que se situe le problème. Il tient davantage à ces segments du marché susceptibles d'enregistrer des flux très importants, comme les fonds indiciels cotés (ETF) ou les fonds communs. »

« Cela s'est d'ailleurs déjà en partie concrétisé. Là où c'est le plus flagrant, c'est sur le crédit, où il est possible de voir des flux de plus de 10 milliards USD entrer et sortir du marché en moins de deux semaines, via des ETF ou des fonds communs – avec un impact potentiel très concret sur les spreads. Si les sorties de capitaux s'enclenchent, cela peut accélérer le mouvement de correction, comme nous avons pu le constater en août et en septembre 2015. Dans certains secteurs, cela continue de poser un problème spécifique (sur le segment *high yield*, par exemple) et aucune véritable solution ne semble se dessiner. »

« C'est simplement un phénomène auquel il va falloir rester attentif durant l'année qui vient. Les gérants de fonds peuvent l'aborder de différentes manières. Leur réponse pourra consister par exemple à conserver davantage de cash, ou bien à recourir plus fréquemment à des lignes de crédit. »

Le cas particulier de la dette émergente

Urban Larson, spécialiste produit sur la dette des marchés émergents (EMD) chez Standish, est d'accord pour pronostiquer que, l'an prochain, la liquidité restera un point essentiel également pour la classe d'actifs dont il s'occupe. Cela dit, il note que, dans un sous-secteur ou un pays donné, certains épisodes liés au manque de liquidité peuvent être de courte durée. Au quatrième trimestre 2014, par exemple, on a assisté à un assèchement de la liquidité sur les emprunts d'État russes, mais le marché s'était repris dès janvier et, au milieu de l'année 2015, la situation s'était très nettement améliorée. Chez Standish, on considère que les cas de liquidité problématique sur la dette des marchés émergents sont plus flagrants sur les obligations qui se trouvent en dehors des indices, ou sur des segments de moindre qualité comportant un risque plus élevé, comme les marchés de dette libellée en devise locale de plus petite taille.

Toujours selon Urban Larson, les emprunts d'État de très bonne qualité en USD devraient continuer de bénéficier d'une liquidité adéquate, en dépit de la volatilité des marchés. Il ajoute que, dans chaque pays, la liquidité dépend également de facteurs individuels, tels que la demande intérieure. Il remarque par exemple que des pays comme le Mexique ou la Colombie présentent sur leur marché domestique une forte demande liée aux régimes de retraite, ce qui tend à faire naître des poches de liquidité.

Du côté d'Insight, Colm McDonagh, responsable de la dette émergente, convient que, dans son univers d'investissement, des différences substantielles peuvent exister d'une région à l'autre en matière de réservoirs de liquidité. Il pense lui aussi que cela résulte directement (en partie au moins) du renforcement de la réglementation, qui ne permet plus aux grandes banques internationales de jouer leur rôle de teneurs de marché. « On assiste à un mouvement qui, s'il n'est pas tout à fait une fragmentation,

conduit néanmoins à une incontestable spécialisation des banques dans certaines régions », affirme-t-il. Les grandes banques internationales étant aujourd'hui moins nombreuses sur les marchés émergents, Colm McDonagh explique qu'il traite désormais davantage avec celles qui sont plus spécialisées au niveau régional.

Une question de dosage

Paul Brain, responsable mondial de la gestion obligataire pour Newton, pense pour sa part que la liquidité est devenue une considération importante pour de nombreux gérants obligataires, et qu'elle peut jouer un rôle crucial dans l'allocation d'actifs en cas de dégradation des conditions de crédit. Il rappelle cependant qu'afin de générer une performance supérieure au monétaire, il ne faut pas oublier que les investisseurs doivent justement transformer leur cash, par un investissement dans des actifs dont les conditions de liquidité sont évidemment susceptibles d'évoluer.

« Après trente ans de marché globalement haussiers, explique-t-il, on assiste à la multiplication accélérée d'investissements obligataires qui sont invariablement gérés par rapport à des indices ou à des paniers de référence dans cette même classe d'actifs. En cas de sortie massive, il existe inévitablement un risque sur ces investissements. »

Selon Paul Brain, une manière de compenser ce risque lorsqu'il s'accroît considérablement, en période de crise, consiste à augmenter l'exposition aux emprunts d'État.

Au seuil d'une année 2016 où la liquidité semble rester un problème, il convient selon lui de prendre en considération les éléments suivants :

- La stratégie est-elle simple et fait-elle varier l'équilibre entre les actifs en fonction de leur degré de risque et/ou de liquidité ?
- Se montre-t-elle assez prudente à l'égard des actifs qui, comme les ETF, affichent leur vocation à offrir une plus grande liquidité, mais n'ont pas été testés ?
- Permet-elle d'assurer un bon suivi de la liquidité par des tests de marché réguliers ?

Le défi des ETF :

Par Iain Stewart et Paul Brain, Newton

Les ETF, fonds indiciels cotés, ont connu ces dernières années une croissance phénoménale et représentent à ce jour près de 3 000 milliards USD d'actifs.¹ Ils constituent ce que l'on appelle souvent des produits dérivés « delta one », pour indiquer que lorsque le prix de l'actif sous-jacent varie, celui du dérivé est censé refléter cette variation à l'identique. À première vue au moins, des produits comme les ETF produisent donc l'impression d'une très grande liquidité, puisque qu'ils font constamment l'objet de transactions sur une place boursière où leur prix est déterminé en permanence, comme celui des actions elles-mêmes.

Pourtant, à mesure que les ETF s'aventurent sur des indices moins connus et investissent dans des domaines plus « ésotériques », comme la dette émergente, un risque réel apparaît : celui de voir ces fonds contraints de liquider des positions importantes sur de brèves périodes à la faveur d'un changement du sentiment des investisseurs, conduisant de ce fait à une distorsion du marché et à un accroissement de la volatilité.

Une autre menace pourrait venir des ETF dits « synthétiques » qui, plutôt que de détenir réellement les actifs sous-jacents, utilisent des dérivés tels que des swaps pour reproduire l'indice de référence. Ces contrats de swap font intervenir une ou plusieurs contreparties, qui s'engagent à verser au fonds la performance de l'indice.

Les performances dépendent donc de la capacité des contreparties à honorer leur engagement. Bien que ces dernières soient tenues de déposer un collatéral en regard de cet engagement, on ne peut pas écarter le risque que, dans un souci de réduction des coûts, la valeur de cette garantie ne soit pas toujours suffisante pour couvrir en totalité les obligations de la contrepartie concernée.

¹ <http://www.ft.com/cms/s/0/0c1454ec-decf-11e4-b9ec-00144feab7de.html>

États-Unis : les retombées positives de la campagne électorale

PAR JOHN BAILER, CFA, GÉRANT SENIOR, THE BOSTON COMPANY ASSET MANAGEMENT, LLC

Une année chargée d'incertitudes sur le front politique attend les États-Unis en 2016 et devrait charrier son lot de gagnants et de perdants parmi les secteurs et les entreprises. Dans le présent article, nous analysons certains des secteurs susceptibles d'être affectés par cet environnement et abordons la difficulté d'investir dans le contexte politique et économique actuel.



John Bailer,
gérant senior, The
Boston Company Asset
Management, LLC

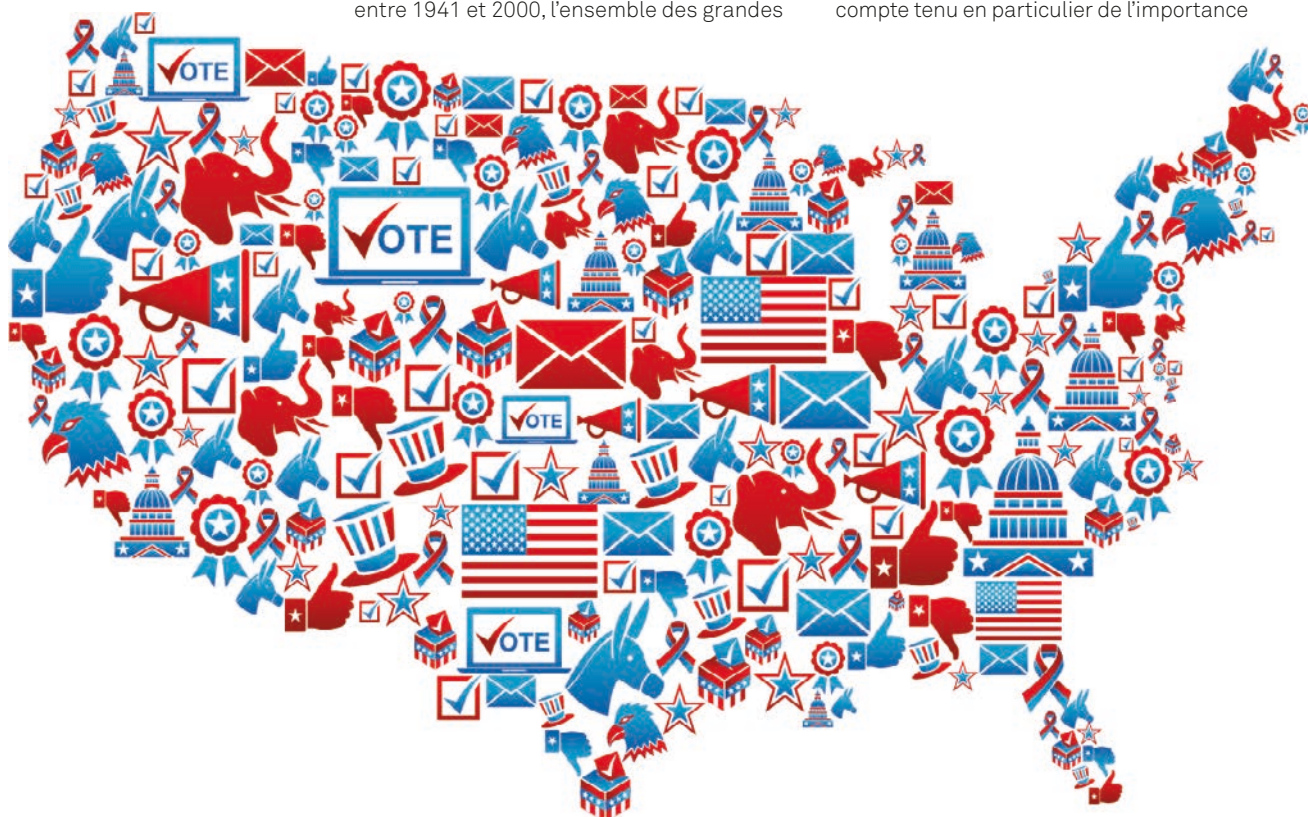
Le résultat des élections présidentielles américaines qui se tiendront en novembre 2016 est impossible à prédire, mais certains analystes vous diront qu'il n'y a rien d'imprévisible dans l'évolution des marchés au cours de cette année à l'agenda politique bien chargé.

Ces mêmes analystes vous garantiront que l'historique est très clair : la quatrième année d'un cycle présidentiel est marquée par une hausse des marchés d'actions. Marshall Nickels, professeur d'économie à l'Université de Pepperdine, a avancé cette théorie dans son article de 2004 intitulé « *Presidential Elections and Stock Market Cycles* » (Les élections présidentielles et les cycles des marchés d'actions). Selon lui, entre 1941 et 2000, l'ensemble des grandes

corrections observées sur les marchés d'actions s'est produit au cours des deux premières années du cycle présidentiel. Aucune baisse majeure n'aurait été observée durant la quatrième année.¹

Au cours des 20 dernières années, les élections ont été très serrées et auraient facilement pu donner des résultats distincts. Par conséquent, il est particulièrement difficile de prédire quels seront les gagnants et les perdants, dans la mesure où l'issue dépend du tissu politique de Washington et, surtout, de la capacité d'un parti à contrôler à la fois la présidence et le Congrès.

Cependant, certains segments du marché devraient tirer leur épingle du jeu indépendamment du résultat des élections, compte tenu en particulier de l'importance



¹ Graziadio Business Review : « *Presidential Elections and Stock Market Cycles* » (Les élections présidentielles et les cycles des marchés d'actions), 2004

accordée à l'électorat de la classe moyenne. Selon nous, les dépenses d'infrastructure, la santé, les sociétés financières et la défense pourraient toutes se trouver propulsées sur le devant de la scène. Les entreprises du secteur des médias risquent également de bénéficier d'une vive hausse des dépenses de communication visant à combattre ou défendre la rhétorique des candidats dans leurs efforts pour séduire la classe moyenne.

Les dépenses d'infrastructure

Les engagements de développement et de réparation des infrastructures tendent à rassurer les électeurs. Un des points phares de l'étude de M. Nickles s'appuie sur l'idée que les gouvernements ont tout intérêt à amorcer des mesures de relance de l'économie en amont d'une élection, pour permettre au parti en place d'obtenir le soutien de l'électorat et de prolonger son mandat.

À l'aube de la prochaine élection présidentielle, le projet de loi entourant le réseau autoroutier a fait couler beaucoup d'encre. La loi vise à pallier la décrépitude des infrastructures du pays en finançant des routes, des ponts et des transports en commun. S'il est voté, le projet de loi se traduirait par un plan de développement de 6 ans et mettrait un terme aux recours à des solutions incomplètes et temporaires². Ces mesures n'ont abouti qu'à reporter le problème et à contraindre le Congrès à prendre des décisions de financement plus concrètes. Si le Congrès parvient à faire voter cette loi avant les prochaines élections, il en résulterait une importante vague de stimulus au profit de l'économie et plus particulièrement pour les fabricants d'agrégats ainsi que les promoteurs d'immobilier résidentiel et commercial.

À mesure que la course aux votes s'intensifie, il y a de fortes chances que de nouvelles promesses de dépenses soient mises en avant. À cet égard, le secteur de la défense semble bien placé pour bénéficier du débat entourant le plafond de la dette. Toutefois, compte tenu de l'incapacité notoire des Républicains et Démocrates à s'entendre, nous pensons que toute nouvelle mesure visant une hausse des dépenses en dehors des secteurs de la défense et des infrastructures risque d'être limitée.

L'ire des politiques

En revanche, il est certain qu'à mesure que l'échéance se rapproche, les Démocrates comme les Républicains devraient tenir un discours de plus en plus sévère à l'encontre des banques sur Wall Street. Par exemple, il est déjà question de réduire les dividendes versés par le Système de réserve fédérale aux banques participantes afin de financer la loi sur le

réseau autoroutier. Ces banques constituent des cibles faciles dans la mesure où une majeure partie de l'électorat les tient encore pour responsables de la crise financière.

En outre, il est fort probable que les Démocrates aient la dent dure à l'encontre du secteur pharmaceutique, prônant une plus grande régulation des prix. Or, nous avons d'ores et déjà constaté les retombées d'un tel discours : les valeurs du segment des biotechnologies ont fortement chuté le 21 septembre 2015 après que la candidate Hillary Clinton ait twitté son intention de plafonner le prix des médicaments sur ordonnance pour les maladies chroniques. Son commentaire a coûté près de 38 milliards USD de valorisation au sein du secteur³.

Les dépenses de communication

D'autres tendances peuvent être anticipées avec un certain degré de certitude. Le secteur des médias a traditionnellement bénéficié des élections présidentielles, et l'année à venir devrait marquer un nouveau record en matière de dépenses de communication politique.

D'après Borrell Associates, société d'analyse du secteur des médias, les candidats et les groupes de campagne devraient dépenser environ 11,4 mds USD au cours de l'année, soit une hausse de 20% par rapport à la dernière année d'élection présidentielle en 2012⁴. Sur ce chiffre, 6 mds USD devraient être alloués à la communication télévisuelle, tandis que le numérique devrait également monter en puissance et franchir pour la première fois en 2016 la barre du milliard de dollar US⁵.

Les dépenses publicitaires vont certes être significatives, mais leur impact sur l'économie sera limité. À cet égard, c'est davantage les dépenses qui sont affectées par l'économie que l'inverse. L'impact concret du programme de stimulus de 700 mds USD en 2009 sur l'économie américaine qui représente 16 000 milliards USD reste sujet à débat. Le chiffre de 11,4 mds USD peut sembler important de prime abord, mais rapporté à l'ensemble de l'économie, son impact net sur la croissance du PIB pourrait bien être limité.

Des opportunités de marché

Nous sommes optimistes sur l'évolution de l'économie et des marchés d'actions américaines à long terme. Cependant, nous pensons que les prochaines élections et le processus de normalisation des taux d'intérêt de la Fed risquent d'alimenter une forte vague de volatilité au cours de l'année à venir.

Les stratégies d'investissement en actions qui ciblent les dividendes semblent les mieux positionnées pour tirer parti d'un tel environnement. Le rendement de 2,2%

offert par l'indice S&P 500 semble attrayant comparé aux rendements obligataires observés à travers le monde. En outre, les dividendes tendent à croître dans le temps. Les actions à rendement élevé peuvent générer un supplément de rendement capable de soutenir la performance dans un marché par ailleurs étal ou en baisse. Les dividendes constituent également un puissant moteur de performance. Compte tenu du vieillissement des populations au sein de nombreux pays développés, nous sommes d'avis que la demande pour ce type de revenus restera soutenue et que les entreprises répondront à l'attente de leurs investisseurs en continuant de verser des dividendes robustes.

Cependant, les stratégies ciblant les valeurs de rendement ne sont pas toutes identiques et la valorisation reste un facteur clé. Certains secteurs à haut rendement qui présentent des caractéristiques similaires aux obligations (tels que les services aux collectivités) sont surévalués, n'offrent qu'un potentiel limité de croissance des bénéfices et sont exposés à la remontée des taux d'intérêt. Si l'on regarde l'histoire, force est de constater que le marché d'actions se porte relativement bien dans l'ensemble durant les périodes de hausse des taux. Ce sont généralement les substituts aux obligations, tels que les actions des entreprises de services aux collectivités, qui sont mis à rude épreuve.

En revanche, nous pensons que les financières peuvent offrir une valeur attrayante. Les investisseurs sont globalement sceptiques à l'égard des valeurs financières (même de celles qui ne sont pas la cible de l'ire des politiques), alors qu'elles sont aujourd'hui en bien meilleure posture.

Par exemple, depuis la crise financière, les banques n'ont jamais émis des prêts d'aussi bonne qualité, tandis qu'elles bénéficient d'excellents niveaux de capitalisation. Au fil de l'année, nous pensons qu'elles bénéficieront de la remontée des taux d'intérêt et pourraient être amenées à augmenter leurs dividendes.

À SUIVRE

L'élection présidentielle et les incertitudes qui en découleront jusqu'en novembre

Le discours négatif des politiques à l'encontre des banques de Wall Street et des entreprises pharmaceutiques ainsi que leur impact sur les cours

La divergence accrue entre les valorisations des actions et la remontée de la volatilité

2 Bloomberg : « *Senate Sends Latest Stopgap U.S. Highway Funding Bill to Obama* » (Le Sénat adresse à Obama une nouvelle série de mesures intermédiaires relatives au projet de loi de financement des autoroutes américaines), 30 juillet 2015

3 Financial Times : « *Biotech stocks fall further as Hilary Clinton unveils drug policy* » (Les biotechs dévissent suite à l'annonce du programme d'Hillary Clinton pour le secteur pharmaceutique), 22 Septembre 2015

4 Borrell Associates : « *2015 to 2016 Political Advertising Outlook* » (Projections des dépenses de communication politique sur 2015 et 2016), août 2015

5 Ibid

Obligations : “the big issue”

Raman Srivastava de Standish et Khuram Sharif de Newton analysent l'impact que l'augmentation des volumes d'émission pourrait avoir sur la volatilité et l'attrait des marchés obligataires en 2016.



Raman Srivastava,
responsable de la
gestion obligataire
internationale et
co-CIO, Standish



Khuram Sharif,
gérant obligataire,
Newton

L'année prochaine promet d'être houleuse sur les marchés obligataires. D'une part, dans un environnement marqué par la faiblesse persistante des taux d'intérêt, la quête de rendement des investisseurs devrait continuer d'inciter ces derniers à se reporter sur des actifs plus risqués. D'autre part, le ralentissement observé en Chine et les craintes entourant la vigueur de la croissance au sein du monde émergent pourraient accroître les pressions sur la valorisation des obligations *high yield*. Cependant, la question de l'évolution des taux d'intérêt reste plus que jamais au cœur des préoccupations. Il en résulte, selon Raman Srivastava, responsable de la gestion obligataire internationale et co-CIO de Standish, des perspectives plutôt contrastées pour les volumes d'émissions obligataires en 2016. Par conséquent, il est possible que les volumes d'émissions sur le marché primaire diffèrent grandement d'une région, d'une qualité et d'une maturité à l'autre.

Selon Raman Srivastava, l'un des principaux facteurs qui conditionnera l'appétit des investisseurs en 2016 sera lié à l'excédent persistant d'obligations d'entreprises américaines de qualité *investment grade* suite aux émissions record enregistrées en 2015. D'après les chiffres de Standish, à la fin du troisième trimestre 2015, plus de 1 000 milliards USD d'obligations *investment grade* avaient été placées sur le marché primaire américain, soit une hausse de 57% sur un an des volumes d'émissions obligataires sur le marché domestique, hors secteur financier¹.

Toujours selon Raman Srivastava, les investisseurs sont parfaitement conscients de cet excédent d'offre et la valorisation de ces obligations en sera affectée en conséquence. « En soi, cela ne se traduira pas nécessairement par une correction continue. Cependant, le resserrement des spreads sera limité dans un tel contexte ».

Cette situation s'explique en partie par le boom des fusions-acquisitions. Dix des 20 plus grosses opérations historiques ont eu lieu en 2015, ce qui correspond à une hausse de 334% sur un an des activités de financement d'opérations d'acquisitions au T3 2015, d'après Standish (cf. Tableau n°1)². Cette tendance devrait se poursuivre en 2016, selon Raman Srivastava, qui souligne la vigueur des perspectives au sein des secteurs des télécoms, de l'énergie et des services financiers.

Les rachats d'actions par les entreprises ont également joué un rôle, compte tenu des volumes de dette émis par les entreprises pour financer ces opérations. Raman Srivastava est moins optimiste sur la poursuite de cette tendance, dans la mesure où, au sein de nombreuses entreprises, les niveaux d'endettement ont atteint des niveaux extrêmes. Ce constat vaut tout particulièrement pour les entreprises du secteur du gaz et du pétrole, où la baisse des cours du pétrole a entraîné une chute des revenus et de la rentabilité, et par là même une hausse des taux d'endettement. Il devient dès lors plus difficile pour ces entreprises de continuer à se financer sur les marchés obligataires.

¹ Estimations de Standish au 20 octobre 2015

² Estimations de Standish au 20 octobre 2015

Les taux d'intérêt restent le nerf de la guerre

Pour Khuram Sharih, gérant obligataire chez Newton, un autre facteur qui affectera les volumes d'émissions obligataires en 2016 repose sur l'éternelle question de l'évolution des taux d'intérêt. Il souligne l'existence d'un « gisement attrayant » d'entreprises qui cherchent à lever des capitaux, mais pense que celles-ci tenteront d'aligner leurs émissions sur les déclarations de la Réserve fédérale américaine de sorte à tirer profit de tout rallye technique. Il devrait en résulter un calendrier en accordéon sur le marché primaire.

« À mesure que nous nous rapprochons d'une décision sur les taux ou d'une réunion du Comité de politique monétaire, les émissions obligataires tendent à devenir plus irrégulières, dans la mesure où les entreprises tentent d'anticiper l'environnement de taux à venir. Dans le passé, nous avons observé une hausse de l'offre de nouvelles obligations placées sur le marché dans le sillage de commentaires accommodants des autorités monétaires. Nous pensons que cette sensibilité aux taux d'intérêt devrait rester bien présente au cours des prochains mois. »

Raman Srivastava rejoint Khuram Sharih en ce qu'il pense que l'évolution des taux d'intérêt aura un impact clé en 2016, mais il pense que la politique de taux durablement bas a contribué à apaiser quelque peu la crainte des investisseurs à l'égard de la remontée des taux. Pour étayer ce point, il souligne la hausse de 22% sur un an de l'offre d'obligations à taux fixe au troisième trimestre 2015, contre une baisse de 38% du volume d'obligations à taux variable émis sur la même période en 2014.

« Les investisseurs étaient nerveux à l'égard de l'évolution des taux aux deuxième et troisième trimestres 2015 face à la période de resserrement anticipée, mais il semble que ces inquiétudes se soient quelque peu dissipées. Même en cas de remontée des taux, le consensus anticipe une hausse limitée et très progressive. De ce fait, les coupons offerts sur les obligations à taux variable ne semblent plus aussi attrayants que dans le passé. »

Taux de défaut en hausse sur le segment *high yield*

Concernant le segment *high yield*, Khuram Sharih rappelle la probabilité d'une remontée des taux de défaut. L'agence de notation Standard & Poor's a publié un taux de défaut de 2,5% sur les trois premiers trimestres 2015, soit un niveau largement inférieur à la moyenne pondérée de long terme sur la

période 1971-2014, qui ressort à 3,49%³. Or, pour Khuram Sharih, ces chiffres marquent la faiblesse sous-jacente des entreprises des secteurs de l'exploitation minière et de l'énergie qui ont subi des tensions extrêmes suite à l'effondrement des cours des matières premières, en réaction au ralentissement de la croissance mondiale. Dans la mesure où les entreprises du secteur des matières premières représentent plus de 20% de l'indice *high yield* mondial, cette évolution aura des retombées directes sur les volumes d'émission et les prix : « Avec la hausse de la volatilité, on ne peut écarter le risque d'un effet de contagion à d'autres segments de l'univers *high yield*, qui pourrait s'accompagner d'une hausse du risque de défaut. Plusieurs secteurs, tels que l'équipement industriel ou le secteur manufacturier, sont indirectement exposés au recul de la demande de matières premières et au ralentissement de la croissance au sein des marchés émergents. »

En conséquence, les investisseurs pourraient attacher une plus grande importance aux fondamentaux et aux flux d'information entourant l'univers *high yield* en 2016. Une telle évolution pourrait générer des opportunités sur les obligations qui ont excessivement corrigé, mais elle risque également de limiter l'appétit des investisseurs pour les entreprises émettrices.

Raman Srivastava anticipe une tendance similaire sur les marchés émergents, et rappelle que Standish ne prévoit pas de réelle reprise de l'offre d'obligations *high yield* en 2016, qui devrait rester sur les niveaux de 2015 estimés à 251 mds USD. « D'une manière générale, les entreprises du monde émergent semblent plus hésitantes à émettre en devise forte, compte tenu de la perspective d'une remontée des taux aux États-Unis et donc d'une appréciation du dollar américain. »

Une opportunité sur les marchés souverains

Sur la question de la dette souveraine, Raman Srivastava précise que l'importance accordée à la réduction des déficits s'est traduite par de faibles niveaux d'émission de dette souveraine en Europe durant l'année 2015. Parallèlement, le programme d'assouplissement quantitatif (QE) de la Banque centrale européenne (BCE) a alimenté la demande et exercé une pression supplémentaire du côté de l'offre. En conséquence, les prix sont restés stables, mais pourraient repartir à la hausse en cas de nouvel élargissement du programme de QE de la BCE. En conséquence, l'environnement devrait rester favorable à la valorisation

des nouvelles émissions en 2016, dans la mesure où Standish anticipe un volume net d'émissions d'environ 190 mds EUR, soit une baisse de 26 mds EUR par rapport à l'année dernière.

Sur le segment des bons du Trésor américains, il s'agit moins d'une question d'émission et plus d'une problématique d'offre abondante en provenance de Chine, à mesure que le pays réduit ses réserves de dollar US. Pour Raman Srivastava, toute la question est de savoir à quel rythme ce mouvement de vente se poursuivra au premier semestre 2016. Il souligne que, depuis plusieurs années, les bons du Trésor intègrent une prime liée à l'accumulation de réserves de change par les pays émergents. « Or, nous nous trouvons très clairement à un stade du cycle où cette tendance commence à s'inverser. »

TABLEAU N°1 : FUSIONS ET ACQUISITIONS - 10 DES 20 PLUS GROSSES OPÉRATIONS HISTORIQUES ONT EU LIEU EN 2015

DATE	TAILLE EN MDS USD	ACQUÉREUR
13 sept.	49	Verizon
15 mars	21	Actavis
15 avr.	17,5	AT&T
14 déc.	17	Medtronic
13 avr.	17	Apple
15 mai	16,7	Abbvie
15 juil.	15,5	Charter
15 juil.	15	CVS
12 nov.	14,7	Abbvie
9 mars	13,5	Pfizer

À SUIVRE

De nouvelles opérations majeures de fusion et acquisition pourraient soutenir la demande de financement, renforçant ainsi l'excédent d'offre de crédit *investment grade*

Des défauts au sein des secteurs des matériaux de base, du pétrole et de l'énergie pourraient pénaliser la demande d'obligations *high yield*

L'effet QE : de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif en Europe pourraient soutenir davantage les émissions d'emprunts d'État libellés en euro

³ Standard & Poor's, « defaults on a trailing 12-month basis » (taux de défaut réels sur 12 mois glissants), 20 septembre 2015

BNY Mellon IM

Le modèle multi-boutiques de BNY Mellon IM rassemble les talents de 12 gestionnaires spécialisés de premier plan. Chacun de ces spécialistes conserve une philosophie unique et un processus d'investissement propre.

Alcentra

Basée à Londres, New York et Boston, Alcentra est une société de gestion d'actifs internationale spécialisée dans les obligations spéculatives (sub-investment grade) américaines et européennes.

ARX

Forte d'une expertise en matière d'analyse macroéconomique et de sélection de titres de style « bottom-up », ARX est exclusivement dédiée aux investissements brésiliens et d'Amérique latine. Son siège est à Rio de Janeiro et sa philosophie vise à optimiser le couple rendement/risque avec un objectif de préservation du capital.

THE BOSTON COMPANY

ASSET MANAGEMENT, LLC

The Boston Company Asset Management est une société de gestion proposant un large éventail de stratégies d'investissement actives, spécialisées dans les actions et centrées sur la recherche fondamentale. Ces stratégies incluent des portefeuilles traditionnels « long only » et des investissements alternatifs.

Insight INVESTMENT

Insight est une société de gestion basée à Londres et spécialisée dans les solutions d'investissement portant sur les stratégies de gestion actif/passif, de performance absolue, de gestion obligataire, de trésorerie, multi-classes d'actifs et d'actions spécialisées.

Mellon Capital

Depuis 30 ans, Mellon Capital est largement reconnu comme l'un des pionniers de l'application au processus d'investissement des théories modernes relatives aux portefeuilles et aux marchés financiers. Mellon Capital offre des solutions multi-classes d'actifs globales complétées par un large éventail de stratégies, notamment passives et alternatives.

NEWTON Investment Management

Newton est une société de gestion réputée pour son approche thématique globale de l'investissement thématique. Basée à Londres, Newton s'appuie sur une expérience de plus de 30 ans pour appliquer avec constance cette approche à l'ensemble de ses stratégies d'investissement.

SIGULER & GUFF

Siguler Guff & Company est une société de private equity multi-stratégies qui, au travers de ses sociétés affiliées, gère plus de 10 mds USD d'actifs. La société compte parmi ses clients des fonds de participation salariale publics et privés, des fonds de dotation, des fondations, des agences gouvernementales, des institutions financières, des family offices ainsi que des grandes fortunes.

STANDISH

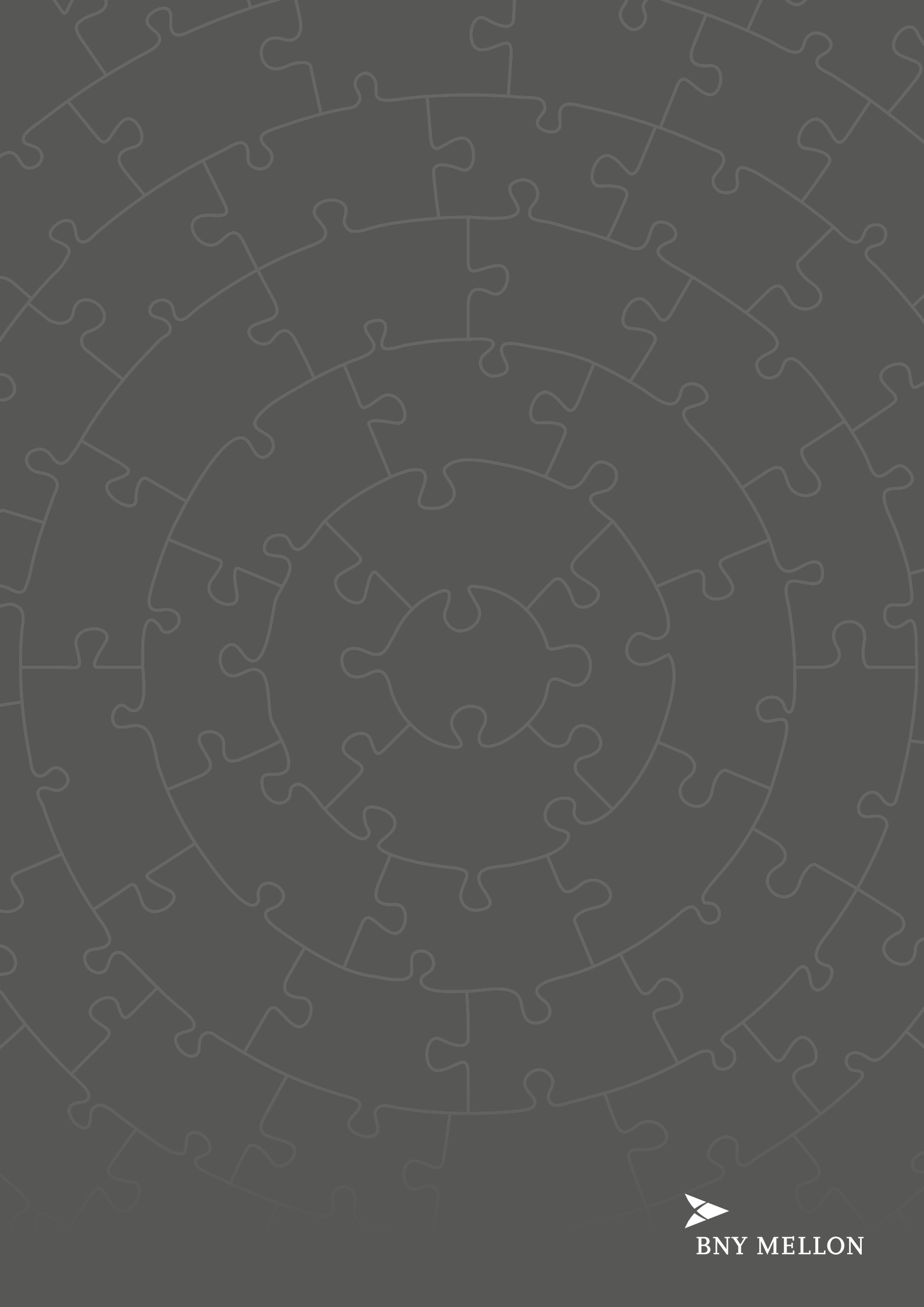
Basée à Boston, Standish est une société de gestion spécialisée exclusivement dans la gestion active de solutions obligataires et de crédit, faisant la part belle à la recherche fondamentale.

INFORMATIONS IMPORTANTES

La performance passée ne garantit en aucun cas une performance future. La valeur des investissements ainsi que les revenus générés ne sont en aucun cas garantis et peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse en fonctions des fluctuations des marchés d'actions et des taux de change. A l'occasion de la cession de votre investissement, il est possible que vous ne récupériez pas l'intégralité du montant initialement investi.

Réservé exclusivement à l'attention des clients professionnels. Sauf indication contraire, les opinions et vues exprimées dans le présent document sont celles du gestionnaire. Ce document ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans toute juridiction ou dans toute situation dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale ou non autorisée. BNY Mellon est la marque utilisée pour représenter la Bank of New York Corporation et peut-être également utilisée comme un terme générique pour faire référence à la société dans son ensemble ou à ces différentes filiales.

BNY Mellon Investment Management EMEA Limited et toute autre entité de BNY Mellon mentionnée sont détenues par The Bank of New York Mellon Corporation. BNY Mellon Investment Management EMEA Limited constitue le distributeur des solutions proposées par ses différents gestionnaires en Europe (hors distribution de fonds d'investissement en Allemagne), au Moyen-Orient, en Afrique et en Amérique latine. Les gestionnaires sont retenus par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, ou des sociétés affiliées assurant l'administration des fonds, à des fins de services de gestion de portefeuille portant sur les produits et services proposés par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited ou les sociétés administratrices des fonds. Ces produits et services sont régis soit par des accords bilatéraux conclus entre BNY Mellon Investment Management EMEA Limited et son client, soit par le Prospectus et la documentation relative aux fonds concernés. Ce document est publié en France par BNYMIM EMEA. BNYMIM EMEA, BNY Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Enregistré en Angleterre sous le No. 1118580. Autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Publié le 23.11.2015. CP16497 – 23.05.2016. T3424 12/15



BNY MELLON