

PERSPECTIVES ECONOMIQUES ET FINANCIERES

Après les craintes sur la croissance qui ont marqué le début d'année sur les marchés et une nouvelle baisse des prix du pétrole, nous faisons un point sur notre scénario économique 2016, nos anticipations de prix d'actifs et nos stratégies, dans le cadre de notre revue trimestrielle.

> PERSPECTIVES ECONOMIQUES

- Le processus de désendettement (public et privé) dans les pays développés n'a pour ainsi dire pas progressé.
- Les « potentiels » de croissance devraient être durablement faibles, notamment parce que le retard d'investissement ne permet pas de maintenir la productivité inchangée.
- La hausse des inégalités devrait continuer à alimenter les risques politiques voire les crises de gouvernabilité, singulièrement en Zone euro.

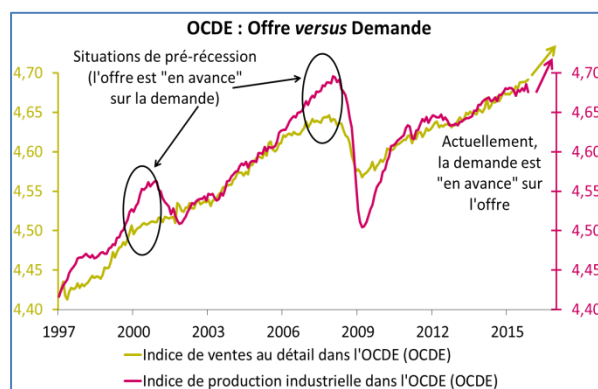
Pour ces raisons, nous considérons toujours que la menace de déflation restera durablement présente, conduisant à un environnement dit de « répression financière » avec des banques centrales qui maintiendront les taux d'intérêt très bas, très longtemps.

Mais ces politiques monétaires non conventionnelles amplifient l'instabilité financière, notamment sur les marchés de changes – qui vont intégrer les risques souverains ne pouvant plus s'exprimer sur les marchés de taux d'intérêt désormais régulés – ainsi que sur les marchés d'actions qui serviront d'ajustement pour les actifs risqués signifiant un régime durable de *drawdown* très importants.

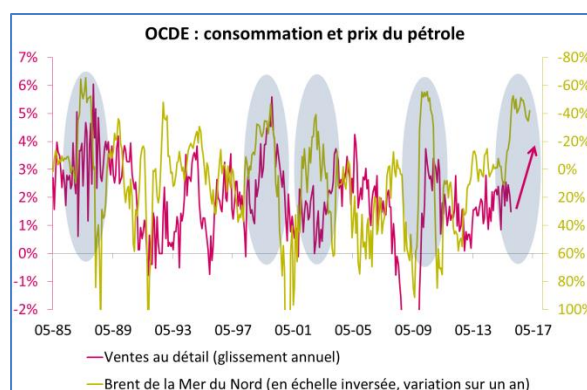
■ **En revanche, notre diagnostic conjoncturel ne nous conduit pas à imaginer dans l'immédiat une rupture**

Le risque de récession mondiale nous semble toujours faible : à ce stade du cycle, il n'y pas de

sur-stockage – c'est-à-dire d'excès de production par rapport à la demande – caractérisant les épisodes pré-récessifs.



En parallèle, la très forte baisse du prix du pétrole constitue un « réservoir » considérable pour le pouvoir d'achat et la consommation des ménages, singulièrement aux États-Unis.



Cet impact positif est loin d'avoir pleinement fonctionné parce que le prix du baril ne s'est pas stabilisé. Si le prix du pétrole reste suffisamment

stable et suffisamment longtemps, cela devrait soutenir la demande qui entraînera alors l'offre.

■ Croissance mondiale : un « faux plat »

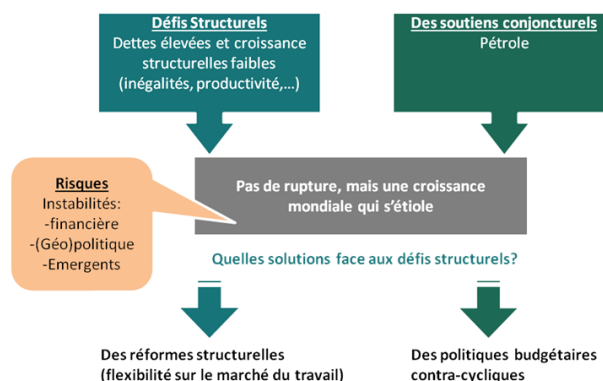
La révision « Printemps 2016 » de notre scénario économique, nous amène seulement à revoir très légèrement à la baisse la croissance mondiale pour 2016 à +2.9% (contre +3.1% précédemment) et à +3.2% en 2017 (contre +3.4% précédemment). Cette croissance mondiale s'établit donc peu ou prou autour de +3.0%, ce qui permet de caractériser le « plat ». Mais il s'agit bien d'un « faux plat » dans le sens où des trimestres d'accélération seront suivis de trimestres de décélération, autour de cette moyenne de +3.0%. Au final, on doit s'y préparer : le « faux plat », c'est une route longue et difficile.

■ Politiques monétaires : un scénario inchangé de divergence

Dans un environnement macro-financier instable qui ne soutient pas l'investissement productif, comment peut-on s'en sortir? Il nous semble que l'instauration de politiques fiscales pro-croissance et de réformes structurelles importantes (notamment sur le marché du travail) est inéluctable. Les politiques monétaires resteront en soutien mais aucun risque ne sera pris avec la reprise.

Toutefois, les trajectoires monétaires n'en seront pas moins divergentes :

- la Fed fera toujours moins que ce qu'elle souhaiterait, mais profitera des fenêtres d'opportunités (et il y en aura) pour resserrer plutôt plus tôt que plus tard ; nous anticipons toujours deux hausses en 2016 avec un nouveau geste dès juin ;
- après la forte révision en baisse de ses perspectives de croissance et d'inflation, le scénario de la BCE est désormais en ligne avec le nôtre pour la première fois depuis plusieurs années si bien que nous n'anticipons plus de nouveaux gestes, si ce n'est une extension du programme d'achat d'actifs.



■ Nos anticipations de prix d'actifs évoluent peu à horizon fin 2016

Dans ce contexte de croissance toujours faible, nous continuons d'anticiper des taux sur de bas niveaux. Les Banques Centrales restent très prudentes, affichent un biais toujours accommodant et souhaitent le maintien de taux réels sur de bas niveaux pour ne pas remettre en cause la croissance. Notre scénario fondamental revoit les prévisions d'inflation à la baisse aux Etats-Unis comme en zone euro compte tenu de la baisse récente des prix du pétrole, nous incitant à baisser légèrement nos cibles de taux à horizon fin 2016 à 2,3% aux Etats-Unis et 0,7% en Allemagne, en baisse de 20 points de base par rapport à nos précédentes prévisions.

Nous maintenons notre anticipation d'un régime de volatilité élevé et une évolution des taux erratique dans une large fourchette des deux côtés de l'Atlantique.

Données de Marché	Prévisions Groupama AM			
	M 11/03/2016	Variation YTD	juin-16	déc.-16
Taux directeurs				
Taux Fed Funds	0,50	0,00	0,75	1,00
Taux Refi	0,00	-0,05	0 (0,05)	0 (0,05)
Taux souverains				
Tnote 10 ans	1,98	-0,29	2,1 (2,30)	2,3 (2,50)
ØAT 10 ans	0,62	-0,37	0,8 (1)	1 (1,2)
Bund 10 ans	0,27	-0,36	0,5 (0,7)	0,7 (0,9)

La décision de la BCE d'inclure les dettes privées hors banques dans son programme d'achats de Quantitative Easing est plutôt de bon augure pour l'évolution des spreads crédit. Il y a donc un acheteur en dernier ressort. Il ne faut néanmoins pas oublier que cette décision risque d'avoir pour

conséquence une distorsion de ce marché et une réduction de la liquidité de ces dettes qui en manquaient déjà terriblement. Il s'agit de rester attentif aux modalités qui vont être apportées par la BCE sur ce programme d'achat, mais cette nouvelle est positive pour la classe d'actifs.

Sur les actions, le scénario de croissance faible maintenu, sans rupture, milite toujours pour une appréciation mesurée des actions sur 2016 après un début d'année difficile. Les révisions significatives des croissances bénéficiaires attendues par le consensus montrent que les anticipations intègrent maintenant des niveaux prudents. Les valorisations, si elles ont retrouvé les moyennes historiques, demeurent peu attractives en absolu, dans ce contexte de croissance faible. Nos cibles actions demeurent inchangées à 3 mois et à fin 2016, soit 4900 points pour le CAC à horizon fin d'année et 2050 pour le S&P 500. Seule la cible sur le Royaume-Uni est légèrement revue à la baisse à horizon juin, tenant compte des incertitudes autour du referendum sur le BREXIT.

Si nous ne modifions pas nos cibles actions pour 2016, nous attendons néanmoins de nouveaux pics de volatilité.

En effet, les ajustements en risque des marchés pourraient à l'avenir se porter de façon encore plus prononcée sur les classes d'actifs les plus liquides et non visées par les achats de la BCE, c'est-à-dire les devises et les actions en zone euro. Ce phénomène déjà à l'œuvre dans les dernières phases de stress des marchés devrait s'amplifier. La volatilité attendue est donc encore plus importante.

Données de Marché	Variations depuis le		Prévisions Groupama AM			
	M	31/12/2015	juin-16		déc.-16	
	11/03/2016					
France (CAC 40)	4493	-3%	4600	2%	4900	9%
Zone Euro (EuroStoxx)	325	-6%	340	5%	360	11%
Royaume-Uni (FTSE 100)	6140	-2%	6000	-2%	6400	4%
Etats-Unis (S&P 500)	2022	-1%	1975	-2%	2050	1%
Japon (Topix)	1359	-12%	1400	3%	1500	10%
Asie ex Japon (MSCI AC)	487	-3%	490	1%	520	7%

> NOS STRATEGIES DE GESTION A 3 MOIS

Après un début d'année très chahuté, les autorités monétaires ont cherché à apaiser les marchés, visant la stabilité financière, mise à mal ces dernières semaines.

Les autorités chinoises ont annoncé leur volonté de stabiliser la devise. La BCE a annoncé de nouvelles actions, non pas tant sur les taux, dont elle limite la baisse, mais sur sa politique non conventionnelle, avec un QE sur la dette privée hors banques et de nouvelles mesures pour les banques avec un TLTRO II. Enfin, la FED affiche une certaine prudence dans son discours, lors du dernier FOMC, révisant ses anticipations de 4 à 2 hausses de taux pour l'année 2016, privilégiant la stabilité financière.

Un autre élément est venu soulager les marchés, l'accord en vue sur le gel de la production de pétrole entre les pays producteurs. Cette perspective a permis un rebond des prix du brut depuis les points bas.

Nous prenons acte de ces facteurs de stabilisation, et notamment de l'extension du QE de la BCE à la dette privée pour repondérer légèrement nos portefeuilles en risque et réduire nos sous-expositions sur les secteurs pénalisés par la baisse du prix du baril.

■ Sur les taux

Du point de vue des valorisations, il ressort que la prime de fuite vers la qualité sur l'Allemagne se situe entre -10 et -30 bp depuis plusieurs mois et qu'un nouveau record historique a été atteint sur la part des dettes à rendement négatif en zone euro. Par ailleurs, au second trimestre, les émissions nettes souveraines sont supérieures aux achats de la BCE, une situation à l'inverse des premiers mois de l'année où l'offre nette après achats de la BCE était négative. Les dernières mesures BCE annoncées le 10 mars sont de nature à créer un choc de confiance positif sur la croissance de la zone. Enfin, les anticipations d'inflation dans le marché des obligations indexées intègrent une inflation réalisée très négative en zone euro sur l'année 2016.

Dans ce contexte, nous adoptons un biais prudent sur le directionnel taux « core » avec une légère sous-exposition sur les taux et maintenons les positions d'aplatissement sur les courbes « core » : les achats BCE soutiennent les parties longues des courbes.

La résurgence du risque politique spécifique est importante ces dernières semaines : Brexit, Irlande, Espagne (la probabilité de nouvelles élections augmente dans ce pays toujours sans gouvernement) notamment. Au sein de l'allocation pays, nous maintenons une neutralité sur l'Espagne et le Royaume-Uni (référendum programmé le 23 juin) : la surexposition pays périphériques se fait toujours via l'Italie, qui devient le maillon fort de la zone Euro après les différentes réformes engagées dans le pays ces deux dernières années.

Dans notre allocation d'actifs aggregate, nous maintenons la position en obligations convertibles, achat opportuniste réalisé sur les points bas du pétrole en janvier, tout comme la position en obligations indexées inflation. Le QE de la BCE appuie sur les taux en zone euro et nous n'attendons pas de choc exogène positif sur la croissance : la balance des risques est plutôt négative, les taux réels devraient rester sur de bas niveaux.

■ Sur le crédit

Les craintes de risque systémique sur le marché du crédit ont depuis la mi-février largement reflué. Le spread de l'indice Barclays se détendant de 30 bp. Si toutes les primes de risque ont baissé, les dettes non financières ont le mieux performé. En effet, la stabilisation du pétrole et des matières premières a profité en premier lieu aux secteurs Energie, Métaux et Mines avant que l'annonce du QE « corporate » de la BCE prolonge et accentue le mouvement à l'ensemble de la classe d'actifs. Les dettes financières, elles aussi, se resserrent mais affichent encore une sous performance depuis le début de l'année contrairement aux dettes « corporates » non financières. Si l'annonce du QE Corporate de la BCE et le ton accommodant de la FED apportent un réel soutien au marché du crédit, nous continuons de penser qu'il restera volatil en raison d'une liquidité réduite que l'interventionnisme de la BCE risque de dégrader davantage.

Dans ce contexte, nous réduisons notre poche cash pour profiter de la réouverture du marché primaire et remontons la sensibilité crédit. Les titres high beta offrant des valorisations attractives sont privilégiés. Nous souhaitons ainsi conserver notre biais positif sur les subordonnées financières et réduire notre sous-exposition aux secteurs Energie et Industrie de base. Le Béta augmente également

mais restera mesuré compte tenu du potentiel de volatilité.

■ Les marchés actions

Comme c'est le cas depuis plusieurs mois, les marchés actions sont partagés entre des fondamentaux peu porteurs et des mesures de soutien financier, orchestrées par les banques centrales, positives pour les actifs risqués. Les fondamentaux pèsent sur les croissances bénéficiaires, faméliques en 2015 et prévues encore en très faible hausse en 2016.

Les mesures annoncées par la BCE nous poussent à revenir à la neutralité sur le « beta » des portefeuilles, notre biais prudent se justifiant moins. Nous engageons ce repositionnement via l'achat de sociétés bénéficiant mécaniquement de la baisse des taux « corporate ». Après la forte baisse, nous recherchons aussi des opportunités sur les valeurs trop sanctionnées relativement à leurs fondamentaux notamment celles sensibles aux marchés émergents. C'est le cas notamment des multinationales exportatrices sur les émergents. Les résultats avaient été pénalisés par les pertes sur les devises de ces pays. Avec la stabilisation de ces monnaies, ils pourraient rentrer dans un cycle inverse. A l'inverse, l'évolution du prix du baril et les tractations entre les pays producteurs crédibilisent l'atteinte d'un prix plancher. Nous allégeons les valeurs qui ont bénéficié de la baisse du prix du pétrole. Enfin, à trois mois, nous envisageons de revenir sur les thématiques d'investissement qui avaient été allégées suite au stress sur le crédit « corporate », à savoir les cibles « M&A » et les petites et moyennes valeurs. Les deux thématiques sont liées et vont profiter mécaniquement de la détente sur le crédit « corporate ».

Par ailleurs, compte tenu du contexte de volatilité renforcée anticipée, nous privilégions les valeurs qui offrent une meilleure visibilité que la moyenne dans le contexte actuel, à savoir, les leaders sur les niches de croissance, les valeurs qui bénéficient de la politique de taux zéro menée par la BCE. Nous restons vigilants sur le secteur bancaire dont la rentabilité est mise à mal par les taux d'intérêt négatifs et prudents sur les pays à fort risque politique (Espagne et Royaume-Uni).

■ En termes d'allocation d'actifs

La résorption des principales sources d'inquiétudes qui ont pesé sur les marchés depuis le début de l'année nous conduit à adopter un positionnement plus positif pour le 2nd trimestre, après 3 mois sous-pondérés sur les actions. Ainsi, nous sommes repassés à la neutralité sur les actions dans nos portefeuilles diversifiés suite aux annonces de la BCE, et avons réintroduit le crédit Investment Grade Zone Euro. Sur un horizon 3 mois, voire fin d'année, nous considérons toujours que l'investisseur prêt à supporter la volatilité des marchés actions gagnera à mettre en œuvre une sur-pondération sur cette classe d'actif de l'ordre de 5 à 10%.

Ce retour sur les actions ne se fait toutefois pas sans prendre en compte les épisodes de retour probable de la volatilité dans les prochains mois. Notre construction de portefeuille actions fait en conséquence toujours la part belle aux stratégies à faible volatilité, tant sur les US que sur l'Europe, et ce au détriment du facteur Small et Mid Cap que nous avons sorti début janvier de nos portefeuilles. Les biais géographiques sont toujours globalement absents.

Sur les marchés de taux, la principale nouveauté porte sur le retour de l'actif crédit dans nos portefeuilles, position initiée courant mars et que nous pensons porter tant à horizon 3 mois que fin d'année. Les achats annoncés d'actifs crédit par la BCE introduisent en effet une limite à la volatilité de cette classe d'actif, qui procure structurellement un portage plus attractif que les obligations souveraines avec un potentiel significatif de compression des spreads du fait de la moindre liquidité de cet univers. Tout dépendra toutefois de la vitesse de compression de cette prime de risque crédit pour juger de la durabilité de cette position dans nos portefeuilles. Au niveau de la duration, nous maintenons une sensibilité taux au minimum à la neutralité, le potentiel de diversification de la classe d'actif est toujours significatif.

Sur les marchés des devises, principale variable d'ajustement désormais avec les actions aux nouvelles tant Micro que Macro, notre positionnement est maintenu à la neutralité.

Avertissement

Ce document est conçu exclusivement à des fins d'information.

Groupama Asset Management et ses filiales déclinent toute responsabilité en cas d'altération, déformation ou falsification dont ce document pourrait faire l'objet.

Les informations contenues dans ce document sont confidentielles et réservées à l'usage exclusif de ses destinataires.

Toute modification, utilisation ou diffusion non autorisée, en tout ou partie de quelque manière que ce soit est interdite.

Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos.

Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Les analyses et conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations publiques disponibles à une date donnée et suivant l'application d'une méthodologie propre à Groupama AM. Compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, elles ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Groupama AM ou un conseil en investissement personnalisé. Ce support non contractuel ne constitue en aucun cas une recommandation, une sollicitation d'offre, ou une offre d'achat, de vente ou d'arbitrage, et ne doit en aucun cas être interprété comme tel.

Les équipes commerciales de Groupama Asset Management et ses filiales sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.

**Édité et rédigé par Groupama Asset Management -
Siège social : 25, rue de la ville l'Evêque, 75008 Paris
- Site web : www.groupama-am.fr**