

Rebond durable ou rebond du chat mort ?

29 février 2016

“ *Un portefeuille d'obligations à haut rendement de maturité 5 ans offre un taux actuariel proche de 7% brut.* ”

Rarement l'analyse entre la situation de l'économie mondiale telle que les données économiques la mesurent et telle que les marchés la perçoivent aura autant divergé. Les Etats-Unis sont au plein-emploi et l'économie en haut de cycle, la zone euro « accélère lentement » et la Chine poursuit son ralentissement sans pour autant s'effondrer. Rien qui ne ressemble à une économie mondiale sur le point de rentrer en récession.

À l'inverse, le marché a abordé 2016 avec un pessimisme extrême, causé par la triple incertitude du pétrole, de la Chine, et du découplage des politiques monétaires des banques centrales. Après une chute spectaculaire à cette période de l'année, le marché s'est un peu redressé. Que faire aujourd'hui ? Acheter pour profiter de valorisations qui sont meilleur marché ou vendre en anticipation d'une détérioration des données macro-économiques à venir ?

- Les résultats des entreprises ont été, en grande partie, publiés. S'ils déçoivent un peu aux Etats-Unis, ils restent bien orientés en Europe. Aux US, 434 sociétés, soit 87% du S&P 500, ont publié leurs résultats pour le T4 2015. 69% ont publié des profits supérieurs aux attentes, 11% ont affiché des profits conformes et 20% ont dévoilé des profits en dessous des estimations. Pour l'année 2016, d'après les analystes, les profits devraient s'établir en hausse de 3.7% (vs -2% estimé pour 2015) et augmenter de 6% hors énergie. Les chiffres d'affaires devraient également croître de 2.5% (vs -0.8% estimé pour 2015) et progresser de 3.6% hors énergie. Si, par ailleurs, le pétrole se stabilise, les résultats des sociétés américaines pourraient réserver de bonnes surprises même si un pic de profitabilité a certainement été atteint. Pour l'Europe, les résultats sont plus flatteurs (même si les perspectives ont été une nouvelle fois revues à la baisse), alors que les valorisations sont revenues sur des multiples de 14.5 contre 16.7 en avril 2015 (soit une baisse d'un demi-point par rapport à la fin 2015). Nous recommandons donc les actions européennes dont les perspectives de croissance de résultats restent plus solides. En ce sens, l'automobile, la consommation discrétionnaire et de manière très sélective la technologie sont les secteurs à privilégier.

- Les taux de défaut des entreprises européennes restent très limités. Ils sont inférieurs à 3% alors que le drift ratio (upgrade moins downgrade/nombre d'émetteurs notés sur 12 mois) est à la hausse. En somme les agences de rating soulignent l'amélioration des fondamentaux des sociétés européennes. Dans le même temps, les spreads de crédit se sont établis sur des points hauts de crise et offrent, hors récession, des points d'entrée pertinents puisqu'un portefeuille d'obligations à haut rendement de maturité 5 ans offre un taux actuariel proche de 7% brut. Après plusieurs mois pendant lesquels ce marché nous semblait moins attractif, nous recommandons de rentrer de nouveau sur ce type de stratégie, plutôt sous la forme de fonds daté dont la volatilité se réduit au fur et à mesure que le fonds se rapproche de l'échéance.

- Les marchés émergents
Les valorisations commencent à être attractives, avec des éléments microéconomiques qui montrent quelques signes positifs (en terme de ventes notamment, dévaluations aidant). Le contexte macroéconomique pourrait lui aussi s'améliorer avec une réaccélération de la croissance au premier semestre (ici la clé réside dans le tryptique salaire, consommation des ménages et gain de productivité).



Nicolas Chaput
Global CEO & co-CIO Oddo Meriten AM



Laurent Denize
Global Co-CIO Oddo Meriten AM

Rebond durable ou rebond du chat mort ?

“ Un portefeuille investi à 30% sur des actifs risqués couplé à des obligations souveraines longues et complété par une poche de liquidités semble être un bon positionnement ”

Par ailleurs, les banques centrales des pays émergents pourraient retrouver un peu de marge de manœuvre pour assouplir leurs politiques monétaires (la Fed sera moins agressive et l'inflation décélère localement en Asie et CEEMEA). Autrement dit, le moment est peut être opportun pour reprendre position. Cependant, cette vue restera contrariante sauf si les statistiques américaines apaisent les craintes d'un risque de ralentissement et que les flux vendeurs se stabilisent. Sur la base de ces analyses, nous construisons avec précaution une position en achetant l'indice « pays émergents » dans son ensemble et nous renforçons le poids de la dette en monnaies locales actuellement sous évaluées (au détriment de la dette en devises fortes).

- Des risques à considérer mais des opportunités à saisir

Les risques identifiés par le marché restent omniprésents. Depuis une semaine vient s'ajouter à la liste la possibilité d'un « brexit ». Dans ce contexte extrêmement volatil, nous recommandons au final de ne pas se précipiter pour racheter le marché, mais plutôt d'accompagner les bonnes ou mauvaises nouvelles en ajustant le risque grâce à la vente de Futures et de stratégies optionnelles.

Aujourd'hui un portefeuille investi à 30% sur des actifs risqués couplés à des obligations souveraines longues (plutôt américaines) et complétés par une poche de liquidités semble être un bon positionnement pour profiter sereinement d'un éventuel rebond. Il faut à nouveau s'intéresser aux obligations à haut rendement européennes dont les niveaux de valorisation sont attrayants.

Il est grand temps de retrouver de la sérénité dans les chiffres macroéconomiques et de faire converger marchés et économistes. Si tel n'était pas le cas, il faudrait envisager une convergence beaucoup plus douloureuse à la baisse cette fois-ci. Ce n'est, pas encore, notre scénario central.

Oddo Meriten AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe Oddo. Elle est la marque commune des deux sociétés de gestion juridiquement distinctes Oddo Meriten AM SA (France) et Oddo Meriten AM GmbH (Allemagne).

Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de Oddo Meriten Asset Management SA au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de Oddo Meriten AM S.A.

Oddo Meriten Asset Management SA (France)

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° d'agrément GP 99011.

SA au capital de 7 500 000€. RCS 340 902 857 Paris.

12 boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 France

Tél. : 33 (0)1 44 51 85 00.

www.oddomeriten.eu / www.meriten.de