

# Oddo Banque Privée

Synthèse des marchés juin 2016



Juin 2016

# Nos scénarios

## Macro

1 La croissance est là, mais **lente et fragile**. La Chine évite l'atterrissage brutal, mais au prix d'un **endettement accru**. La faiblesse de la croissance américaine jette un froid sur les attentes des investisseurs. **Pas de quoi paniquer. Pas de quoi pavoiser.**

## Valorisation

2 **Les valorisations des actions US et zone Euro** ne sont pas un argument d'achat. Le rendement des dividendes reste attrayant. **Les marchés de taux** sont risqués et offrent peu de rendement, à l'exception du High Yield.

## Momentum

3 La montée des incertitudes économiques et politiques (« Brexit ») induit une **hausse de la volatilité et une remontée de l'aversion au risque.**

STRATEGIE  
D'INVESTISSEMENT



Neutralité

Contrôle de la  
volatilité

Diversification  
maximale

Stratégie  
opportuniste



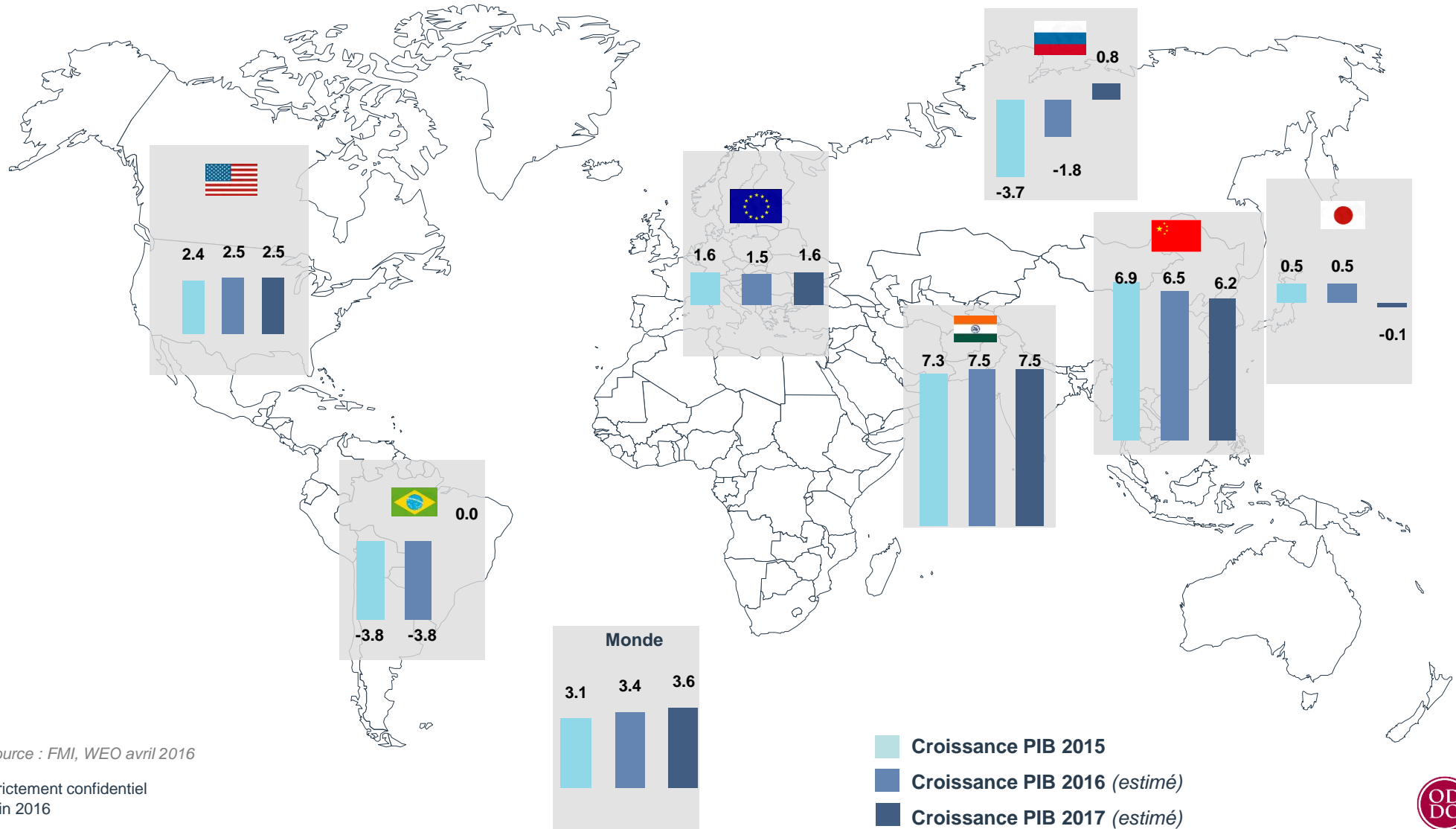
### Actifs favoris

- **Actions européennes** à bilan solide et forte visibilité
- Exposition accrue **aux actifs en dollars**

### Actifs à sous-pondérer

- **Actions Chine**
- **Emprunts souverains** « cœurs »
- **Actions du secteur bancaire**

# Une croissance mondiale qui manque de souffle



Source : FMI, WEO avril 2016

Strictement confidentiel

Juin 2016

# Notre analyse

- Les contours du paysage économique mondial nous sont désormais familiers. **Croissance médiocre, inflation faible, des politiques monétaires ultra-accomodantes, voire hétérodoxes, constituent notre ordinaire.** Le FMI prévoit une hausse de la production mondiale de 3,4% en 2016. Il serait étonnant que ce chiffre ne soit pas une nouvelle fois révisé à la baisse d'ici la fin de l'année.
- La performance des marchés, qu'il s'agisse des actions ou des obligations, laisse penser que cette révision est déjà plus ou moins anticipée. La question qui se pose aujourd'hui est de savoir s'il peut y avoir **un risque de rupture plus brutale**, générateur de volatilité. Nous avons identifié **trois risques principaux**.
  - i. **Le risque chinois** : comment la Chine arrivera-t-elle à changer de modèle économique, tout en préservant la stabilité de sa monnaie et de son système financier ?
  - ii. **Le risque européen** : le Brexit, la crise des migrants, la montée des populismes, risquent de faire voler en éclats le modèle européen, dont on sent qu'il est à bout de souffle.
  - iii. **Le risque américain**. Celui-ci se décline en 3 sous-catégories : risque de croissance avec l'hypothèse de la « stagnation séculaire » qui gagne du terrain, risque politique avec la montée en puissance de Donald Trump, risque d'exécution de la politique monétaire : la Fed en fait-elle trop ou pas assez ?

# Panorama économique mondial

## Pays / zone



**Perspectives stables.** La faiblesse de la croissance au T1 2015 (+0,6% annualisé) est sans doute passagère. Toutefois, la faiblesse récurrente de l'investissement suscite des interrogations. La Fed n'arrive pas à remonter ses taux directeurs.



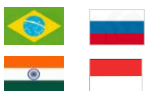
**Un contexte politique difficile.** Le chômage recule, la croissance s'affermite (+2,4% annualisé au T1), aidée par la baisse des prix pétroliers. Néanmoins, la déflation reste présente et le contexte politique s'assombrit (Brexit, crise des migrants...).



**Le Japon déçoit.** La consommation s'est contractée en 2015, et en dépit de la baisse du yen, les exportations stagnent. Malgré des profits en hausse, les entreprises japonaises n'investissent pas.



**Accalmie.** Les indices du climat des affaires s'améliorent, les fuites de capitaux s'assèchent : la Chine bénéficie d'une éclaircie économique. Mais l'endettement continue de progresser.



**Du mieux.** La vie est dure pour les Emergents. Toutefois, la remontée récente des prix des matières premières et l'affaiblissement du dollar a permis d'apaiser les tensions sur les devises.



- Jusqu'ici tout va bien. La croissance chinoise reste sur sa tendance de 6%-7% par an ; les autorités chinoises ont réussi à **juguler les sorties de capitaux** et le renminbi ne s'est pas effondré.
- Néanmoins, la stabilisation chinoise s'est faite au prix d'un **endettement croissant** des entreprises, notamment les fameuses « SOE » (State Owned Enterprises, entreprises publiques), ce qui fragilise d'autant la croissance future.
- Les nombreuses incertitudes qui entourent l'économie chinoise restent une **source importante de volatilité**.



## Inefficient Chinese investments

Total social financing/New GDP

« **Des investissements chinois inefficaces** »  
Ce graphique traduit l'un des problèmes chinois. Il faut injecter de plus en plus de crédit (« social financing », financement social selon la terminologie chinoise) pour obtenir 1 point de croissance supplémentaire du PIB.



Source: Wind Information

FT

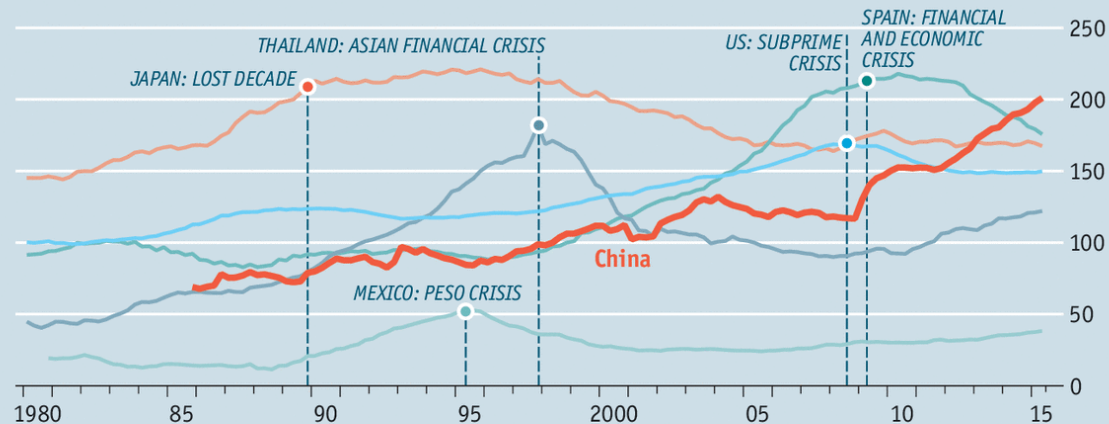


## « Pas de boom sans krach »

La dette du secteur privé chinois dépasse les 200% du PIB et ne montre pas de signes de stabilisation. Cette tendance est insoutenable et ne sera donc pas soutenue. Reste à savoir dans quelles conditions s'effectuera le désendettement chinois : dans l'ordre ou le chaos ? *The Economist* penche pour cette dernière solution.

## No boom without a bust

Private non-financial sector credit as % of GDP



Source: BIS

Economist.com

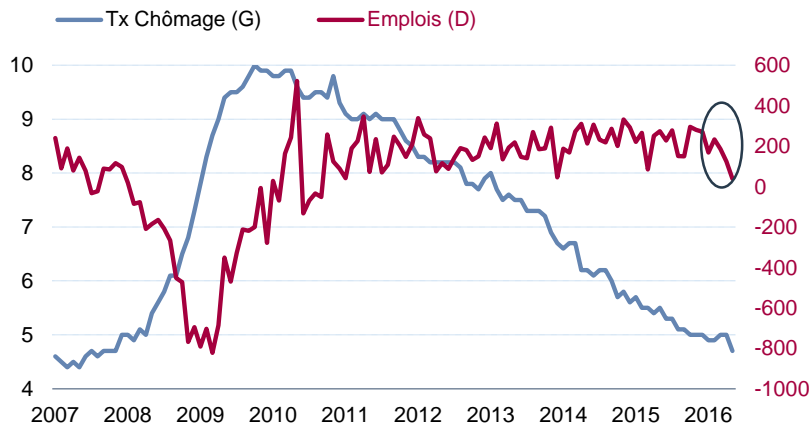
Sources : Financial Times, The Economist ; données au 15.06.16



# Etats-Unis : faiblesse passagère ou structurelle ?



Etats-Unis : contributions à la croissance du PIB



Les États-Unis ont créé seulement 38.000 emplois au mois de mai contre une moyenne mensuelle de 230.000 en 2015. Ce mauvais chiffre est peut-être le fait de facteurs exceptionnels, il n'en reste pas moins que la tendance se dégrade depuis quelques mois.

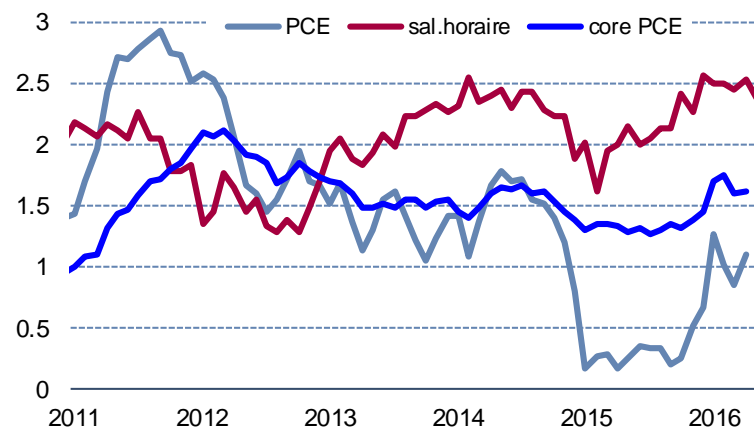
- La faiblesse du marché de l'emploi américain au mois de mai a relancé les interrogations sur la vigueur de la croissance américaine. On peut interpréter ce phénomène de deux manières : **1/ les États-Unis s'approchent du plein emploi**, il devient difficile d'embaucher ; **2/ l'économie américaine manque de ressort** ; elle est frappée du syndrome de la « **stagnation séculaire** ».
- Les marchés (et la Fed) ont tranché en faveur de la deuxième hypothèse. Les rendements obligataires sont retombés au plus bas de l'année et la hausse des taux de la Fed renvoyée à une date ultérieure.

Taux implicite du contrat euro\$ 3m décembre 2016



Plus personne ne croit à une forte hausse des taux de la Fed d'ici la fin de l'année, ce qui se traduit par un taux implicite du contrat euro-dollar à 0,80%.

Etats-Unis : indices de prix (PCE) et salaire horaire (g.a. en %)



L'inflation, mesurée par le déflateur des dépenses de consommation (PCE) rebondit légèrement, sous l'effet de la hausse des prix du pétrole. L'inflation hors énergie et alimentation (core PCE) reste sage. Les salaires horaires fléchissent. Bref, pas de quoi s'alarmer pour le moment.

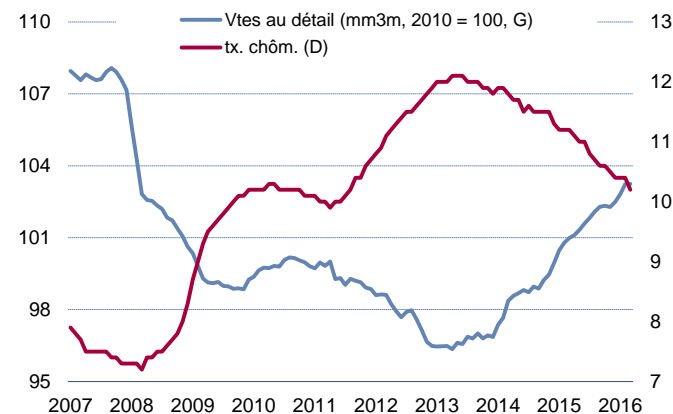


# Europe : le risque politique domine



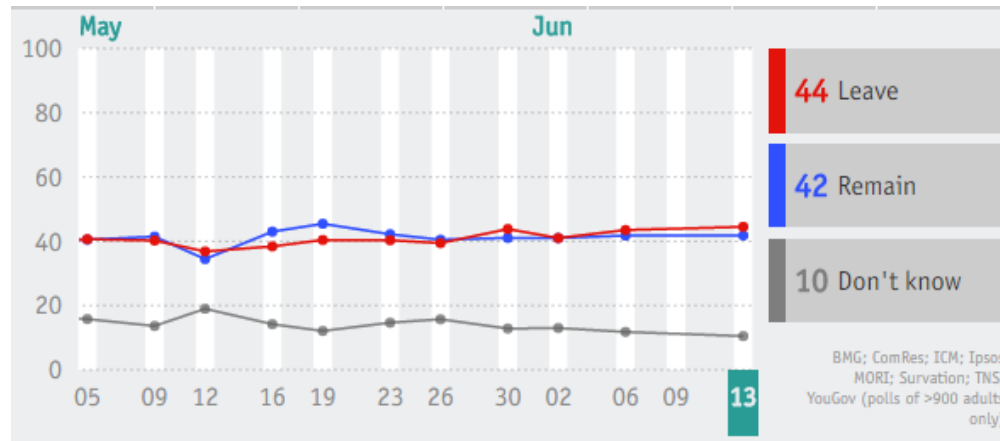
- L'activité européenne ne faiblit pas. **Le PIB de la zone Euro a progressé de 0.6% au premier trimestre.** Dans l'ensemble, les indices d'activité restent sur des niveaux élevés, le chômage baisse (même en France) et la consommation se maintient. Le risque déflationniste persiste cependant avec des indices de prix à la consommation qui ne décollent pas.
- Il nous semble cependant que le risque principal concernant l'Europe est ailleurs. Il faudra surveiller cette année le paysage politique, avec la **montée des populismes européens et le référendum britannique.** Le **Brexit** a indéniablement le vent en poupe ces derniers jours. Une sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne sur une période d'incertitudes politiques et économiques marquées.

Zone Euro : ventes au détail et taux de chômage



« Volatilité implicite des options £ à un mois »  
 La volatilité implicite des options de change sur le £ est grimpée en flèche. Cela traduit un appétit croissant des investisseurs pour se protéger contre les conséquences négatives du Brexit.

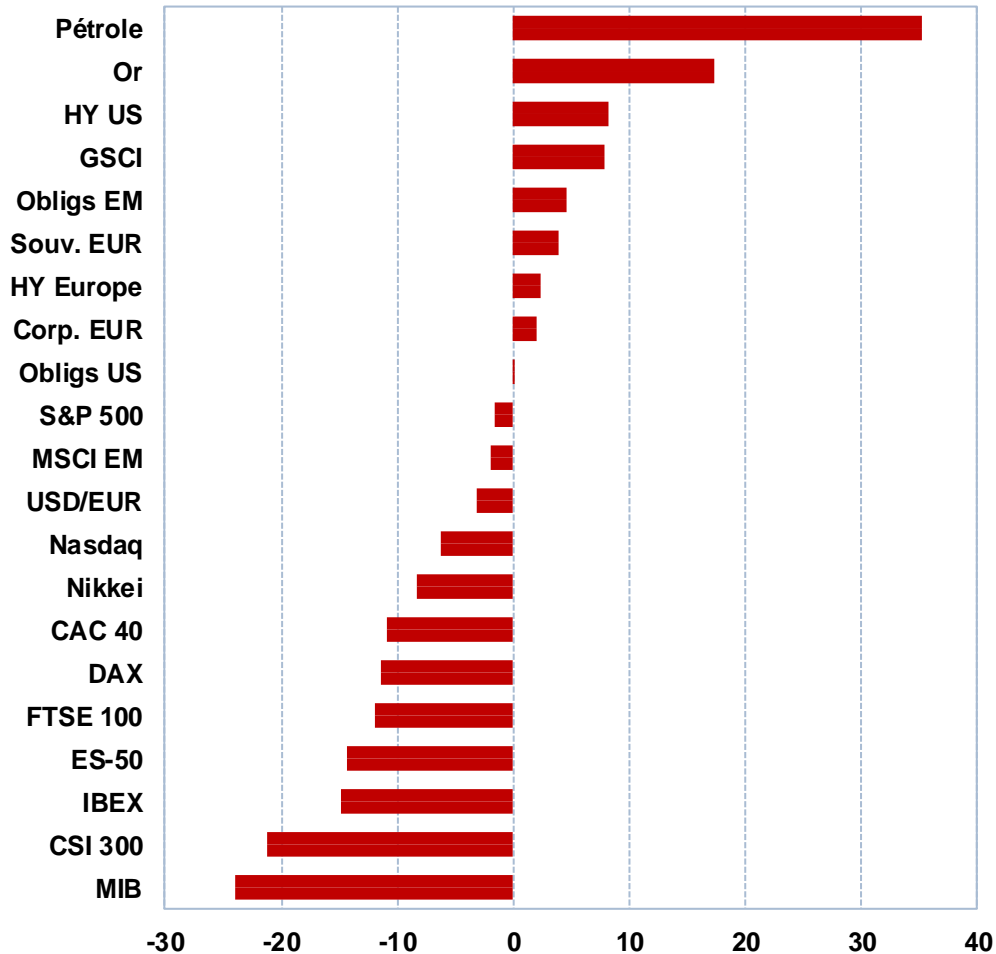
Royaume- Uni : intentions de vote au référendum du 23 juin



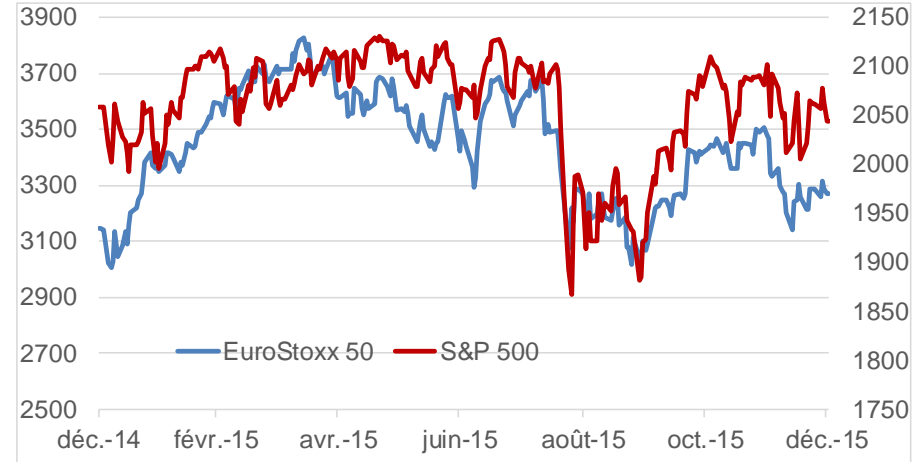


# Les marchés

Evolution des principaux indices (depuis le 31.12.15 en EUR, %)



EuroStoxx 50 et S&P 500



Euro / dollar US



Sources : Thomson Financial; données au 15.06.16

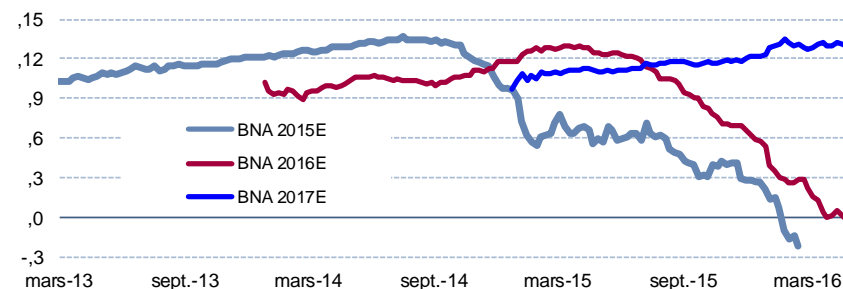
# Notre grille d'allocation

CLASSE D'ACTIF	MACRO	MOMENTUM	VALORISATION	COMMENTAIRE	RATING	Evo./ mois précédent
<b>TAUX</b>						
Monétaires / Cash	+	-	n.s.	Rendement nul, certes, mais volatilité nulle également !	-	→
Souverains	=	=	-	Un secteur qui offre des rendements faibles (0,4 % sur l'OAT 10 ans), mais une assurance anti-déflation.	-	→
Corporate IG	=	=	-	Après l'action de la BCE, les spreads s'effondrent et le portage disparaît.	-	→
Corporate HY	+	=	=	On retrouve des rendements attrayants (c. 5 %) mais attention à la volatilité.	+	→
<b>ACTIONS</b>						
Europe	+	=	=	Les anticipations de bénéfices nets par actions (BNA) ont du mal à relever la tête. Du potentiel dans les Small & Mid Caps.	+	↘
Etats-Unis	=	=	=	Un marché bien valorisé qui manque de catalyseur à court terme mais avec une résilience éprouvée.	=	→
Japon	-	-	+	Le marché japonais souffre de l'appréciation du yen. On évoque action de la Bank of Japan qui porterait sur les actions.	=	→
Emergents	=	=	+	Une valorisation qui reste attrayante.	+	→
<b>DEVISES</b>						
USD	+	=	=	Le dollar pâtit du discours accommodant de la Fed mais reste une valeur refuge face au Brexit.	=	↗

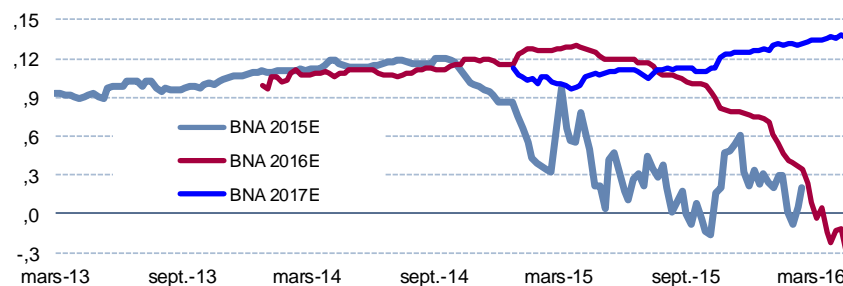
# Nos convictions sur les actions

- 1. Un marché qui manque de tonus.** De part et d'autre de l'Atlantique, les publications du T1 2016 n'ont pas apporté de grandes informations. Certes, les révisions sont minimales, mais la prudence reste de mise. Les analystes anticipent une stagnation / recul des bénéfices sur l'exercice 2016.
- 2. La visibilité se dégrade.** Les incertitudes liées à la faiblesse de la croissance américaine, la montée en puissance du Brexit, les risques chinois, obscurcissent le paysage économique et financier. Résultat : la prime de risque augmente et la volatilité est de retour.
- 3. Nous réduisons notre exposition aux actions** et nous revenons à une position neutre. Nous attendrons d'y voir plus clair sur le Brexit et la croissance américaine avant de nous repositionner.

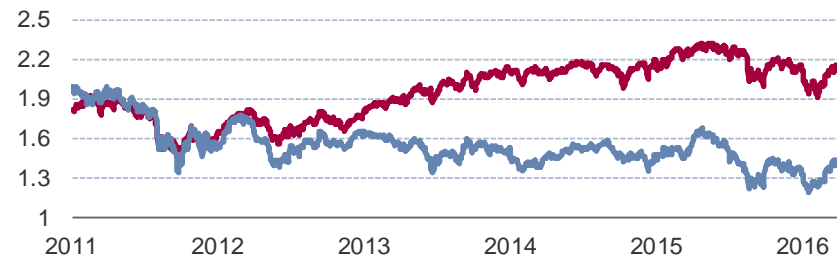
Stoxx 600 : évolution du Bénéfice Net par Action depuis 2013



S&P 500: évolution du Bénéfice Net par Action depuis 2013

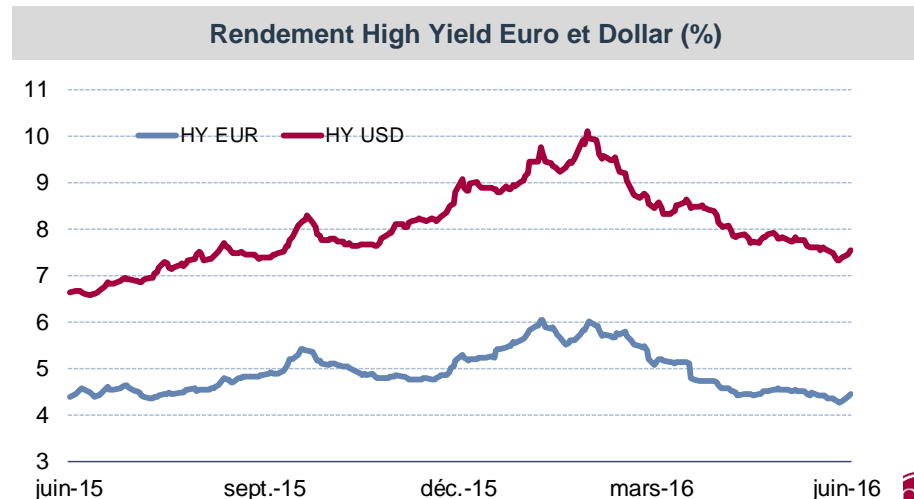
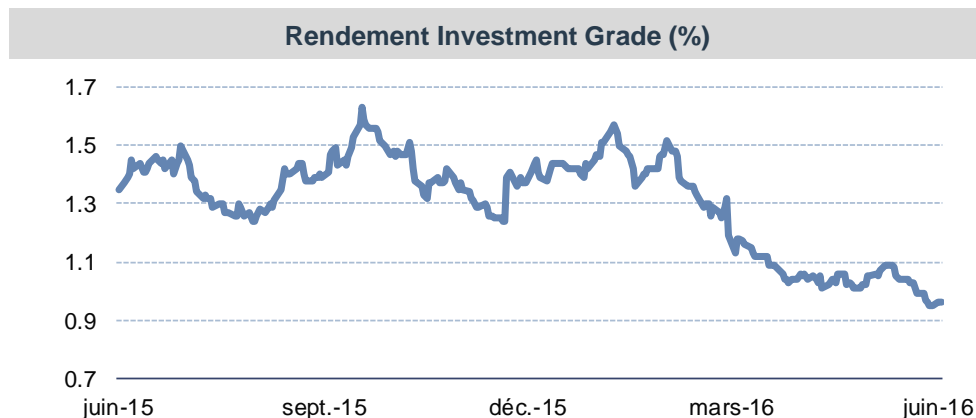
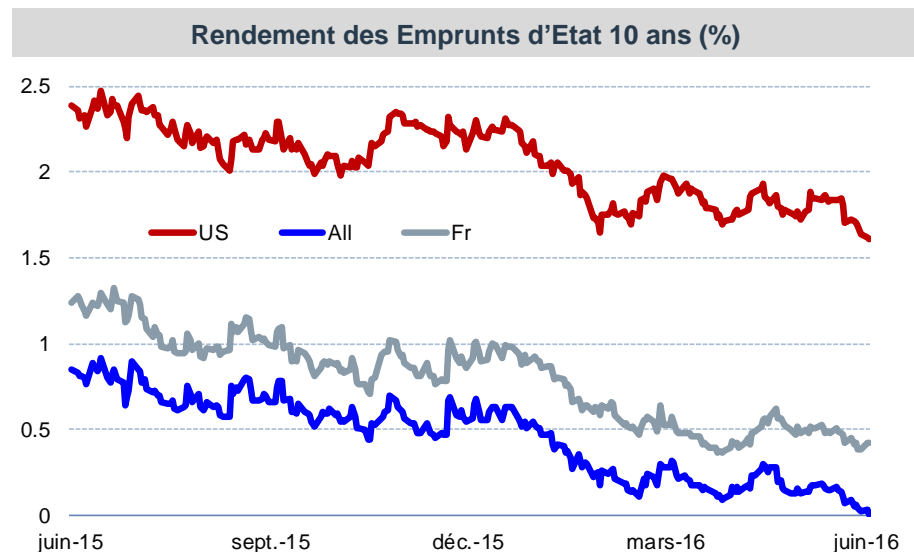


MSCI Emergents : ratio Prix / Actif Net



# Nos convictions sur les obligations

1. Les interrogations sur la croissance mondiale et la persistance d'une inflation quasi-nulle ont débouché sur une détente des rendements souverains européens. **Le rendement de l'emprunt d'Etat allemand à dix ans, le bund, est devenu nul !**
2. Dans ces univers de rendement bas et d'incertitudes fortes, nous restons fidèles à **notre stratégie de forte diversification, sans pari marqué autre que celui de sous-pondérer les emprunts souverains.**



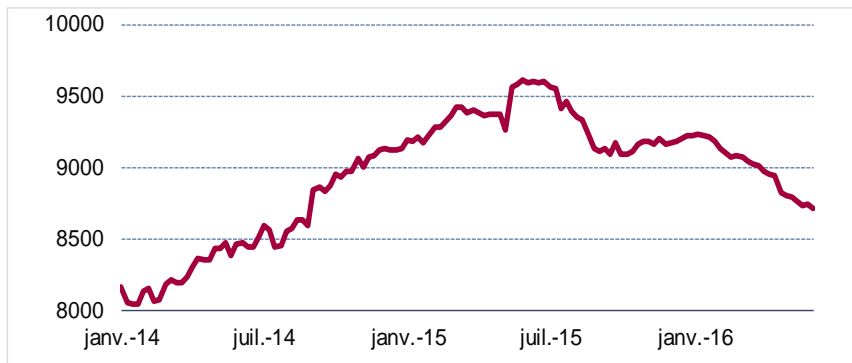
# Stabilisation du marché pétrolier

1. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a révisé en hausse la demande mondiale de pétrole pour 2016. En revanche, l'offre de pétrole OPEP est confrontée à différents problèmes d'exploitation, notamment du côté du Nigéria.
2. Du côté américain, la production de pétrole commence maintenant à décliner de façon marquée. Toutefois, le nombre de puits en exploitation repart légèrement à la hausse.
3. Tous ces éléments nous laissent penser que le point bas des prix du pétrole est derrière nous. Le nouvel équilibre du marché pétrolier se situe peut-être autour de 50\$ le baril.

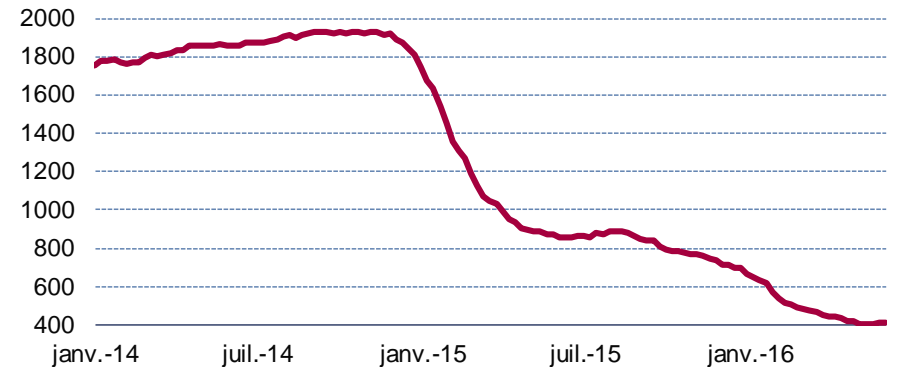
Pétrole WTI (baril, USD)



Etats-Unis : production de pétrole (source DOE)



Etats-Unis : mises en service de forages (source Baker Hughes)



# Construction du portefeuille

1. Nous sommes **à l'équilibre** sur la poche action
2. **Pas de pari fort** sur l'**exposition devise** ou **géographique** ; nous restons sous-pondéré sur les financières
3. **Approche prudente avec une large poche monétaire** pour limiter la volatilité
4. **Une grande diversification sur la poche obligataire** permet de limiter la volatilité
5. **Nous visons un rendement de 5% sur la poche actions** des portefeuilles et de **1,5% sur le volet obligataire**

Ce document a été préparé par Oddo Banque Privée dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de Oddo Banque Privée.

Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de Oddo Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. Oddo Banque Privée ne saurait donc être tenue pour responsable des éventuelles conséquences dommageables résultant de l'utilisation de ce document ou de la mise en œuvre de son contenu. Les informations et analyses formulées sont établies notamment en fonction de la législation en vigueur à la date de rédaction et reflètent nos connaissances ou opinions à cette date. Elles sont donc susceptibles d'évolutions.

Cette présentation est à votre usage exclusif, vous demeurez juge du caractère approprié des opérations que vous pourriez être amené à conclure ou à mettre en œuvre. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer. Nous vous recommandons de conforter votre analyse auprès de vos conseils juridiques et fiscaux habituels.

Les informations fournies concernant les OPCVM ne se substituent pas aux documents légaux d'information. Elles ont été établies avec le plus grand soin et en fonction des informations dont nous disposons. Avant toute transaction sur OPCVM, vous devez vous assurer que les supports choisis correspondent à votre situation financière et à vos objectifs en matière de placement ou de financement, vous devez prendre connaissance des DICI de chaque OPCVM, comprendre la nature des supports choisis, leurs caractéristiques et leurs risques notamment de perte en capital. Les informations légales devant être remises avant toute souscription d'OPCVM sont disponibles auprès de Oddo Banque Privée sur simple demande.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements peut varier à la hausse et à la baisse.

Ce document ainsi que son contenu sont la propriété de Oddo Banque Privée et sont strictement confidentiels. Ils ne sauraient être totalement ou partiellement reproduits, résumés ou être communiqués à des tiers sans le consentement préalable de Oddo Banque Privée.

© Oddo & Cie. Tous droits réservés.

**Oddo & Cie**

12, bd de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09  
Tél : 33 (0)1 44 51 85 00 - Fax : 33 (0)1 44 51 85 10  
[www.oddo.fr](http://www.oddo.fr)

Société en commandite par actions au capital de 60 000 000 €  
RCS 652 027 384 Paris

Oddo & Cie est inscrit à l'Orias sous le numéro 08 046 444

Cette immatriculation peut être vérifiée sur le site internet [www.orias.fr](http://www.orias.fr)

Oddo & Cie exerce son activité de courtier sous le contrôle de l'ACPR

61, rue Taitbout - 75436 Paris Cedex 09 - Tél. : 01 55 50 41 41

Oddo & Cie détient 47,5 % de la Compagnie d'Assurance Génération Vie