

Économie & Entreprises

L'orientation de Wall Street dépend de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Une première hausse des taux a été décidée le 16 décembre. D'autres vont suivre.



2016 : gare à la volatilité

Bourse

Les marchés financiers ont tristement terminé l'année. Ni la Banque centrale européenne ni la Réserve fédérale n'ont réussi à jouer les Père Noël. Les huit spécialistes que nous avons interrogés mettent en garde contre les risques pesant sur les marchés financiers.

L'euphorie n'a pas eu lieu. Avant la trêve des confiseurs, les investisseurs n'ont pas surmonté leur crainte. Une nouvelle fois, ils ont préféré prendre leurs bénéfices aussi bien sur les marchés européens qu'américains. On le voit depuis la crise de 2008, les marchés surréagissent à chaque réunion des

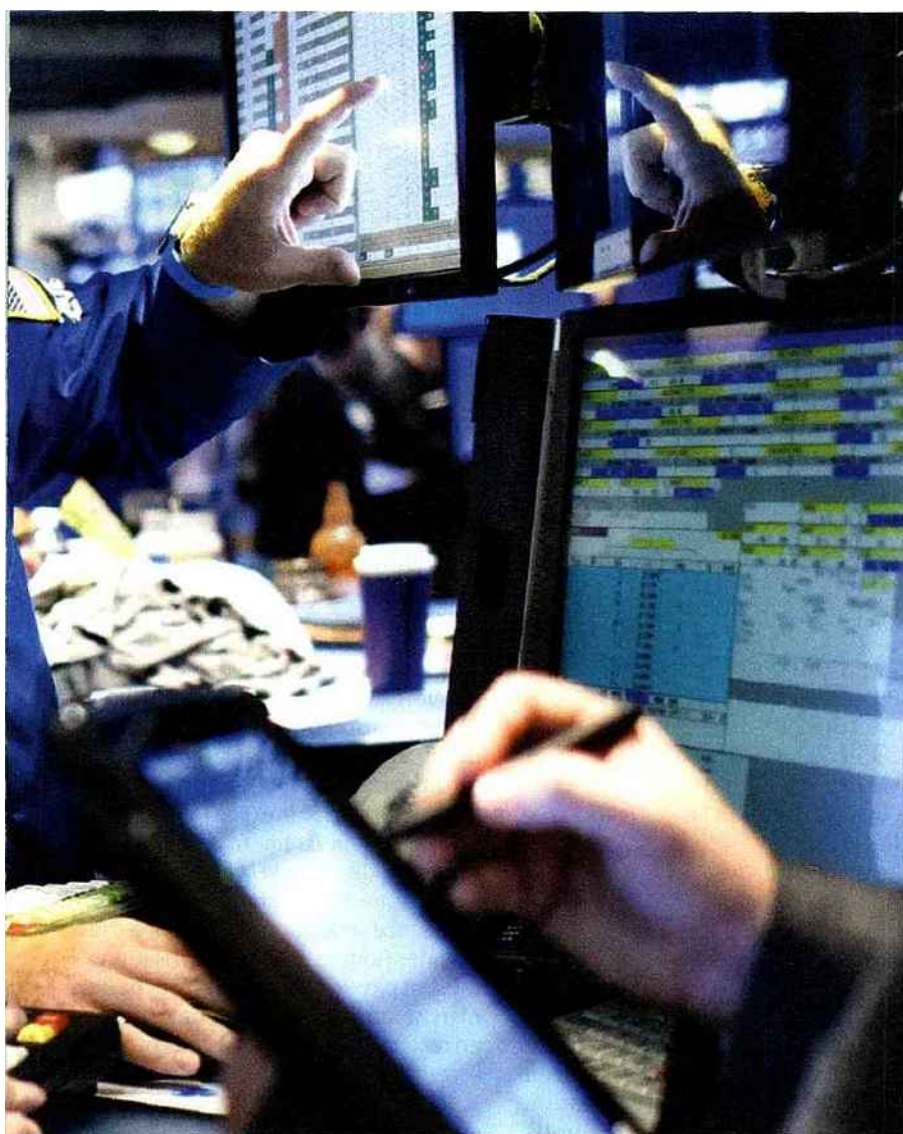
banques centrales. Lors du dernier comité de la Réserve fédérale, une augmentation de 25 points de base du principal taux directeur a été décidée pour la première fois depuis neuf ans. Le jeu de la hausse des taux s'ouvre de nouveau. Les *bear funds*, qui parient sur des marchés baissiers, et les *hedge funds*,

qui ont affiché pour la plupart des performances catastrophiques en 2015, pourraient bien prendre leur revanche dans l'année qui s'ouvre. En exclusivité, les prévisions de nos experts.

Quelles sont vos principales craintes pour 2016 ? Quels seraient les cygnes noirs ?

Guillaume Dard, Montpensier Finance

Un accident de liquidité obligataire, une dévaluation du yuan chinois et du riyal saoudien sont les cygnes noirs à redouter. Les dévaluations seraient le symptôme d'un ralentissement économique mondial obligeant les acteurs fragiles à essayer de jouer les francs-tireurs, et déclenchant par contagion une crise globale. Le point clé pour 2016 nous paraît donc être la stabilité de l'économie américaine. Les



États-Unis sont encore le pivot mondial. La Chine en dépend pour ses exportations. L'Europe, en dehors de l'Allemagne, n'est pas en état de relancer seule une croissance internationale. Le Japon se comporte en outsider, toujours occupé à régler ses problèmes internes de déflation. Les quatre grands enjeux clés pour 2016, en dehors des aspects géopolitiques préoccupants, sont à nos yeux la difficile mutation chinoise, le poids de la dette mondiale, le risque de décroissance et la nécessaire stabilisation des prix du pétrole.

Banques centrales, croissance économique, risques géopolitiques... Quelles leçons tirez-vous du comportement des marchés boursiers en 2015 ?
Pascal Blanqué, Groupe Amundi

Première leçon : les fondamentaux finissent toujours par reprendre le dessus. La crainte de récession mondiale avec un possible *hard landing* en Chine a beaucoup pesé sur les Bourses. Mais finalement, la consommation dans les pays avancés, dopée par la chute du pétrole, a soutenu les services et compensé la contraction du commerce mondial.

Valentin Bissat *L'or n'est plus un refuge*

« L'or est bon pour vos dents, pas pour votre portefeuille. » Cette maxime devrait se répéter en 2016 après une chute des prix de près de 10 % cette année. Pour rappel, l'or est un actif n'offrant pas de rendement. Dans un environnement de hausse des taux d'intérêt réels – c'est-à-dire des taux

Deuxième leçon : les fondamentaux ne suffisent pas. Des pare-feu sont nécessaires pour endiguer des chocs potentiellement systémiques. Ce rôle est dévolu aux banques centrales. C'est ainsi la liquidité fournie par la BCE qui a permis d'éviter toute contagion lors de la crise grecque de juillet.

Troisième leçon : le tabou des taux d'intérêt négatifs a été levé. En abaissant une nouvelle fois son taux de dépôt, la Banque centrale européenne témoigne qu'il s'agit d'un puissant outil de politique monétaire. Plusieurs membres de la Fed ont révélé qu'ils envisageraient de passer en taux négatifs à l'avenir, si besoin. Avec les QE (*quantitative easing*), les marchés de taux sont "administrés" et promettent de le rester longtemps. C'est un changement de paradigme monétaire et obligataire qui devrait conduire les investisseurs de long terme à accroître dans leur allocation d'actifs la part consacrée aux actions.

Philippe de Saint Martin, Cogefi

Dans un contexte de croissance mondiale faible, la politique monétaire accommodante des banques centrales a été le principal moteur de performance des marchés en 2015, comme l'illustre la progression des marchés européens, japonais ou encore chinois. À l'inverse, la hausse attendue des taux de la Fed, maintes fois repoussée au cours de l'année, a pesé sur les marchés américains. La chute du prix des matières premières a été un autre facteur important en raison des transferts de richesse qu'elle implique des pays producteurs aux importateurs, mais également en raison des risques de déséquilibres économiques et géopolitiques qu'elle entraîne. Enfin, les évolutions de la dynamique de croissance en Chine ont entraîné une forte volatilité sur les marchés en 2015, élément avec lequel il a fallu composer tout au long de l'année.

d'intérêt nominaux corrigés de l'inflation –, le prix de l'or a tendance à se comporter de la même manière que les devises. Ainsi, le cycle de hausse des taux de la Banque centrale américaine attendu pour décembre devrait agir comme un obstacle à une évolution favorable du prix de l'or. »



Guillaume Dard
Montpensier Finance



Pascal Blanqué
Groupe Amundi



Philippe de Saint Martin
Cogefi

L'euro-dollar peut-il enfoncer le seuil de la parité? Craignez-vous une guerre des changes?

Guillaume Dard

Prévoir le cours du dollar est un exercice très périlleux depuis quarante ans et la fin des parités fixes. À partir de sa création en 1999, l'euro a varié du simple au double face au dollar (0,82 dollar en octobre 2000, 1,60 en juillet 2008). Aujourd'hui, la parité est en vue, mais rien n'est moins sûr! Les marchés de change achètent toujours la rumeur mais vendent souvent la nouvelle. Lors des quatre dernières hausses des taux américains, le dollar a systématiquement monté précédemment et baissé une fois sur deux dans les mois suivants.

L'euro est soutenu par sa balance commerciale, et un dollar trop fort gêne les États-Unis et la Chine. Le point d'équilibre politique se situe dans une zone 1,05-1,20. En deçà de 1,05, il faut s'attendre à une vraie guerre des changes. Pékin verrait d'un très mauvais œil un yen et un euro trop bas vis-à-vis d'un yuan trop fort accroché au dollar. Autres zones à risque, tous les pays émergents, et particulièrement les pays pétroliers et le Brésil.

Didier Saint-Georges, Carmignac

Ceux qui pronostiquent une forte baisse de l'euro aujourd'hui tablent sur une forte divergence de politiques monétaires entre les États-Unis et l'Europe. C'est d'abord surestimer la force de la croissance américaine. En réalité, l'économie des États-Unis demeure

“Sur l'euro-dollar, le point d'équilibre politique se situe dans une zone 1,05-1,20. En deçà de 1,05, il faut s'attendre à une vraie guerre des changes.”

Guillaume Dard

fragile, vulnérable à un dollar fort, et la Fed sera obligée de remonter ses taux très prudemment. Il est même possible qu'elle soit obligée d'interrompre son mouvement, voire de l'inverser courant 2016 si l'économie américaine vacille trop. Dans le même temps, Mario Draghi commence à percevoir les limites de ses pouvoirs : les taux d'intérêt et la valeur de l'euro ont beaucoup baissé. Aux niveaux actuels, le potentiel de baisse des taux est beaucoup plus limité et, par ailleurs, le peu de reprise économique dont jouit l'Europe ayant été principalement tiré par les exportations, le solde commercial s'est fortement redressé, ce qui soutient l'euro.

Faut-il miser sur les Bourses américaine et européenne en 2016? Quels marchés privilégier?

Pascal Blanqué

Oui, mais attention à la volatilité car il y a de nombreux facteurs de risque. Sur le plan économique, la reprise se poursuit en zone euro, soutenue par la baisse du coût du crédit et la faiblesse de l'euro. L'économie

américaine continue de créer des emplois à un rythme soutenu malgré l'appréciation du dollar, le repli des profits et la contraction du commerce mondial. En 2016, les conditions monétaires promettent de rester ultra-accommodantes malgré la petite remontée des taux de la Fed.

En zone euro, l'accélération de la croissance sera d'autant plus porteuse pour les Bourses que les valorisations n'y sont pas excessives. En revanche, le marché américain devrait être pénalisé en termes relatifs : le cycle des profits est terminé et la hausse du dollar a durci les conditions monétaires. Enfin, du côté des marchés émergents, les devises se sont déjà bien dépréciées et il y aura des opportunités à saisir, notamment en Asie. Avec la fin du cycle américain qui se profile à l'horizon 2017, les marchés promettent toutefois d'être moins directionnels.

Valentin Bissat,

Mirabaud Asset Management

Nous entamons l'année 2016 avec une forte conviction sur les actions européennes au détriment des américaines. La croissance économique s'accélère, le cycle du crédit redémarre et bénéficie de la politique monétaire expansive de la BCE. Nous nous attendons à une croissance des bénéfices pour les entreprises européennes, soutenue par la dépréciation de l'euro. Les valorisations des sociétés, mesurées par le rapport entre leur prix et leurs bénéfices, demeurent attractives. Les arguments inverses s'appliquent aux



Didier Saint-Georges
Carmignac



Valentin Bissat
Mirabaud Asset Management



Marc Renaud
Mandarine Gestion

sociétés américaines. Un resserrement de la politique monétaire plus fort qu'attendu par le marché entraînera une correction des multiples et les bénéfices des entreprises seront impactés par la force du dollar. En matière de secteurs, les entreprises actives dans l'énergie souffriront de la chute du prix du pétrole alors que les entreprises technologiques, très chères, pourraient corriger.

Les cours des matières premières peuvent-ils rebondir ?

Marc Renaud, Mandarine Gestion

Fondamentalement, les cours des matières premières ont déjà atteint des niveaux ne permettant pas à une majorité d'acteurs du secteur d'être rentables. Ils vont donc remonter. La production industrielle chinoise ne va pas retrouver à échéance prévisible une croissance permettant au secteur d'éviter des fermetures de capacités de production, qui ont commencé mais se font, comme d'habitude, trop lente-

ment. Une stabilisation de la situation, sans parler même d'une amélioration, se traduira par des mouvements de concentration et de rachat des plus faibles par les leaders.

Valentin Bissat

Nous tablons sur une stabilisation des prix du pétrole entre 40 et 45 dollars. La surproduction devrait se poursuivre, notamment du côté de l'Arabie Saoudite qui cherche à affaiblir ses concurrents iraniens, russes et américains dont les coûts de production sont plus élevés.

Quels secteurs favoriser dans les portefeuilles ? Sur quels titres peut-on espérer gagner en 2016 ?

Marc Renaud

La faible croissance économique et les métiers des actifs provoqués par des politiques agressives des banques centrales ont occasionné de fortes distorsions de marché au profit de valeurs défensives, aujourd'hui devenues chères. Aux États-Unis, on va

sans doute sortir de cette logique et les massacrées de la cote (cycliques, financières...) pourraient retrouver la faveur des investisseurs. En Europe, avec retard peut-être mais dans la foulée du marché directeur qu'est le marché américain, le même phénomène pourrait sans doute également se produire. Mon *bias value* me conduit à privilégier un rebond des cycliques et financières dans le scénario de reprise cyclique, même molle, qui est le nôtre, et ce d'autant plus facilement que c'est aujourd'hui la seule partie de la cote à des prix encore abordables.

Éric Dautreberte,
La Financière Tiepolo

À La Financière Tiepolo, notre préférence pour 2016 restera en faveur des sociétés industrielles gérées dans une optique patrimoniale. Ces sociétés peuvent être de toutes tailles, petites, moyennes ou grandes capitalisations. Nous apprécions la stratégie de Naturex qui profite de la tendance favorable aux ingrédients naturels. Le

Eric Dautreberte Assurance vie, PEA, PEA-PME... : que privilégier ?

« Attention à ne pas aborder les placements financiers pour les particuliers sous le seul aspect fiscal. Mais en France, ce thème doit hélas toujours être appréhendé. Aujourd'hui, les enveloppes assurance vie, PEA et PEA-PME ont clairement notre préférence dans le cadre d'un investissement à long terme.

Les actions européennes, éligibles à ces enveloppes, doivent être privilégiées. Pour ceux qui ont déjà atteint le plafond de versement de leur PEA (150 000 euros), et-ou afin de prendre date, il nous semble utile d'ouvrir un PEA-PME (plafonné à 75 000 euros). Il permet l'accès à un vivier de petites sociétés cotées

très dynamiques. Mais, avant tout, l'assurance vie est indispensable quels que soient votre âge et votre situation personnelle car elle est à la fois un outil de gestion et de transmission du patrimoine. Nous privilégions les contrats dédiés qui permettent une gestion personnalisée adaptée à la situation de chaque épargnant. »



Éric Dautreberte
La Financière Tiepolo



Sébastien Lalevée
Financière Arbevel

nouveau management a relancé la politique commerciale et réussi la réorganisation du groupe. Orpea, le spécialiste des maisons de retraite, est en train de gagner le pari de son internationalisation avec des développements en Allemagne et en Chine qui paraissent prometteurs. La Compagnie des Alpes, dont le management a décidé d'augmenter la rentabilité, possède des actifs de qualité (stations de ski, parcs de loisirs) qui ne demandent qu'à être redynamisés ; les investissements récents devraient porter leurs fruits. Christian Dior, enfin, la maison mère de LVMH, outre sa décote de 30 %, nous semble très attractive dans le secteur du luxe qui n'a pas fini de nous étonner.

Sébastien Lalevée **Comment choisir ses actions**

« Vu la complexité de l'environnement macroéconomique actuel et des implications profondes des évolutions technologiques sur à peu près la totalité des secteurs, la qualité du management est le critère principal lorsqu'on s'intéresse aux fondamentaux d'une entreprise pour investir. C'est une évidence pour les PME mais on a pu observer l'importance du changement de management sur le redressement de grandes sociétés telles que Technicolor ou Alcatel avant la fusion avec Nokia. Nous cherchons avant tout des sociétés capables de bénéficier du mouvement

“Les investisseurs devront intégrer une volatilité toujours forte liée au rythme du cycle de resserrement monétaire américain.”

Philippe de Saint Martin

Sébastien Lalevée,
Financière Arbevel

Pour notre part, nous sommes actionnaires de sociétés comme Showroomprive.com, qui a été introduit dernièrement en Bourse et dont le modèle économique est attrayant. Nous sommes confiants sur le potentiel des biotechnologies et notamment sur celui de sociétés comme Innate

de digitalisation actuel qui ne fait que commencer. Nous allons assister à des remises en cause de situations établies qui impacteront les marges et la croissance de nombreuses sociétés. Choisir ceux qui pourront en bénéficier paraît pertinent. À l'inverse, nous pensons qu'une faible valorisation n'est pas un critère suffisant pour acheter une société qui peine à s'adapter et qui voit son modèle attaqué. Le risque dans ce cas est de se rendre compte que la faiblesse de la valorisation était en fait liée à des estimations de résultats futurs trop optimistes. »

Pharma et Collectis dont les résultats récents sont prometteurs.

Perspectives des marchés Europe-États-Unis 2016? Marchés à privilégier?

Philippe de Saint Martin

Après une belle performance des marchés actions, l'année 2016 s'annonce plus complexe. Les éléments favorables sont assez similaires à ceux de cette année : pétrole bon marché, faiblesse de l'euro, liquidités abondantes. Néanmoins, les valorisations sont plus élevées, ce qui limite le potentiel de hausse. La capacité des autorités chinoises à maîtriser la transition économique sans choc majeur restera un déterminant clé de la performance des actifs risqués. Cette hypothèse levée, les actions devraient demeurer le placement le plus rémunérateur, soutenues par une croissance attendue de 8 % des bénéficiaires qui semble réaliste. Nous privilégions les pays développés compte tenu des déséquilibres persistants dans les émergents, et plus particulièrement la zone euro qui bénéficiera toujours d'une politique monétaire expansionniste. Les investisseurs devront cependant intégrer une volatilité toujours forte liée notamment au rythme du cycle de resserrement monétaire américain.

Didier Saint-Georges

La grande déception de 2016 risque d'abord de venir de la croissance. Par conséquent, comme dans le Japon des années 1990, les entreprises qui continueront de surperformer seront celles capables d'afficher des rythmes de croissance de leurs résultats largement au-dessus de la moyenne. Ce type de valeurs peut être déniché dans maints secteurs : tel laboratoire pharmaceutique dont les efforts des années passées en recherche-développement lui permettront de mettre sur le marché des produits *blockbusters*, tel distributeur par Internet qui, fort de ses investissements passés, a atteint une position dominante lui permettant de récolter enfin la croissance et les résultats financiers promis. Ou encore telle entreprise de luxe dont la force de la marque lui garantit une grande visibilité sur sa croissance. Prime à la visibilité pour aborder 2016 ! ●

Propos recueillis par
Marie de Greef-Madelin