

## Le T4 sauvera-t-il l'année ? Survol de nos principales convictions.

**Pas de « hard landing » en Chine. Craintes de ralentissement mondial exagérées. Trêve dans la guerre des devises. Opportunités d'investissement dans les actifs « risqués ».**

### Principales convictions

- La Chine a cristallisé de nouvelles inquiétudes en été
- Marchés financiers ont succombé aux incertitudes
- Amélioration des fondamentaux économiques injustement remise en question
- La Fed reportera la normalisation de sa politique monétaire à décembre 2015
- Opportunités réduites sur les marchés obligataires
- Liquidité mondiale globalement toujours croissante
- Trêve dans la guerre des devises
- Poursuite de l'affaiblissement du franc
- Opportunités d'investissement dans les marchés financiers et actifs « risqués »
- Les actions européennes bénéficient de facteurs positifs

### De crise en crise : après la Grèce, la Chine cristallise les nouvelles inquiétudes

La perception du risque des investisseurs a fortement changé en août puis en septembre, provoquant des prises de profits parfois brutales dans certains marchés. La crise grecque avait pourtant déjà nettement entamé la confiance en Europe pendant le 2<sup>ème</sup> trimestre, jusqu'à l'émergence d'une solution en juillet. Les marchés actions avaient retrouvé un début de sérénité et pouvaient enfin prendre en considération, un court instant seulement malheureusement, l'amélioration de la situation conjoncturelle aux Etats-Unis et en Europe notamment.

Quelques jours de solide reprise boursière avaient alors permis aux indices actions de s'approcher à nouveau des sommets atteints en avril, avant que l'incertitude ne revienne au premier plan avec la dévaluation surprise du yuan, source de nouvelles préoccupations.

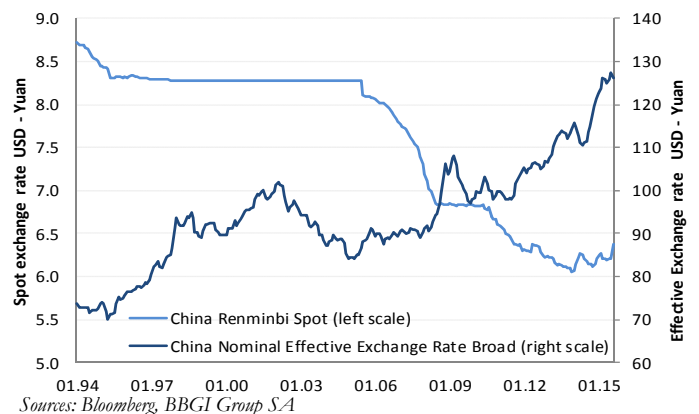
Depuis lors, l'état de la conjoncture en Chine a fait l'objet de spéculations de plus en plus alarmistes.

**La confiance des investisseurs avait résisté à la chute des actions chinoises entre mai et juillet, mais elle ne pouvait désormais plus s'affranchir des nouvelles inquiétudes provoquées par cette dévaluation et par les effets possibles d'un ralentissement chinois sur la croissance mondiale.**

La faiblesse des exportations chinoises, un PMI manufacturier à nouveau en-dessous de 50, le risque d'une dévaluation compétitive et la perte de confiance du consommateur chinois en raison de l'effondrement du marché actions, ont été les facteurs les plus souvent évoqués pour justifier une hausse des risques financiers.

**Les craintes d'une dévaluation significative du yuan se sont pourtant rapidement révélées surfaites. Le dollar s'est d'abord apprécié de +4.7% pour terminer en légère hausse de +2.3% en fin de trimestre.**

### Taux de change nominal effectif Yuan et spot USD



Pendant la même période, le taux de change euro/yuan s'appréciait de +10% et clôturait le trimestre en hausse de +5% (le yen gagnait également +6%). La Chine

cristallisait cependant toujours les inquiétudes et les nouvelles macro-économiques un peu plus faibles ailleurs semblaient à chaque fois confirmer les risques de ralentissement mondial.

Dans ce contexte, les marchés boursiers ont une nouvelle fois été le théâtre de prises de profits. En une semaine, le marché européen s'enfonçait de -12%, l'indice japonais perdait -13%, alors que les actions chutaient de -10% aux Etats-Unis et que la Suisse limitait sa baisse à -9%.

**L'amélioration pourtant réelle des fondamentaux économiques dans la plupart des pays développés était de facto remise en question par ces perspectives inquiétantes.**

### **La Réserve fédérale ne rassure pas les marchés par son attentisme et sème le doute**

La Réserve fédérale américaine a semblé un peu piégée par le retour des incertitudes liées à des facteurs internationaux et n'a pas osé, lors de sa dernière réunion de septembre, enclencher la normalisation de politique de taux, pourtant tant attendue comme un signe de confiance dans la solidité de la croissance américaine.

Malgré une croissance pourtant révisée à +3.9% au 2ème trimestre et un taux de chômage de plus en plus proche de 5%, en évoquant les facteurs internationaux plutôt que la simple absence de risque inflationnistes pour justifier son inaction, la présidente Janet Yellen a semé le doute.

**Les membres du FOMC semblent pourtant toujours convaincus de la vigueur économique et souhaitent largement une hausse avant la fin de l'année.**

### **L'enjeu économique principal reste la croissance du PIB américain**

L'enjeu principal pour l'évolution prochaine des marchés financiers réside toujours plus selon nous dans l'appréciation de la force de la conjoncture aux États-Unis et dans sa capacité à tracter les autres économies régionales dans une nouvelle accélération de la croissance mondiale.

Les risques d'un « hard landing » de l'économie chinoise sont à notre avis surestimés.

Dans la zone euro, la reprise s'installe et pourrait approcher +1.5%/an, soutenue par la consommation et par la croissance du crédit. Au Royaume-Uni, le PIB

pourrait même dépasser +2.5% grâce à la hausse du revenu disponible des ménages et une poursuite de la hausse de l'immobilier et des services.

Sur le front des taux d'intérêt, les inquiétudes récentes ont permis de nouvelles baisses, mais les risques de ralentissement mondial nous semblent exagérés et les probabilités de nouvelles baisses de taux longs sont de moins en moins élevées.

**La Réserve fédérale américaine montera donc sans doute ses taux directeurs de 0.25% en décembre et sera suivie en février par la BOE (Bank of England).**

Ce début de normalisation de la politique monétaire n'aura probablement qu'une influence limitée sur les marchés financiers, car du point de vue macroéconomique, il ne devrait pas remettre en question le raffermissement de la tendance actuelle.

### **Pas de « hard landing » en Chine, les inquiétudes sur la croissance mondiale sont exagérées**

**L'économie chinoise ralentit certainement, mais ce phénomène n'est pas récent et il n'est sans doute pas plus intense aujourd'hui qu'il y a quelques mois.**

**Par ailleurs, il faut relever que le PIB chinois est de plus en plus influencé par le secteur des services, dont la contribution est peut-être sous-évaluée dans les calculs du PIB.**

Aussi, un ralentissement de l'activité industrielle ou des exportations n'a plus tout à fait le même pouvoir explicatif sur la croissance globale. Cela dit, le débat récent, qui s'est focalisé sur les effets du ralentissement chinois sur les autres économies développées, ainsi que sur les effets possibles de la nouvelle politique de fixation du taux de change, nous semble particulièrement exagéré.

La part des exportations des économies américaines et européennes vers la Chine est limitée et la transmission d'une faiblesse de la demande chinoise affectera certainement plus ses fournisseurs de matières premières que ces grandes économies.

En effet, la croissance des PIB américains, européens et britanniques est essentiellement soutenue par la consommation et par des secteurs domestiques. Les risques semblent clairement surestimés pour les prochains trimestres et les perspectives de croissance devraient s'en trouver renforcées.

**Les marchés actions pourraient tirer profit de ce rééquilibrage des risques qui s'avérerait alors certainement défavorable aux marchés obligataires.**

## Les opportunités se réduisent drastiquement sur les marchés obligataires

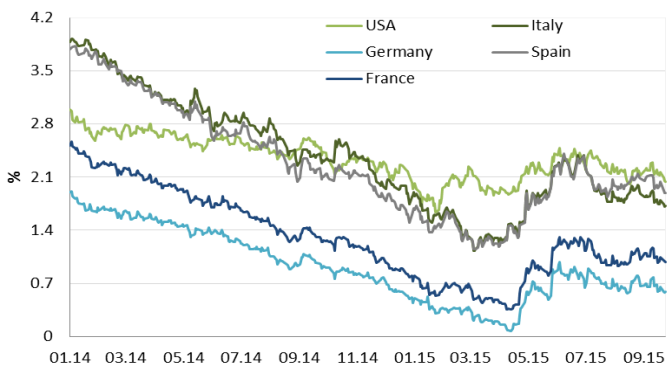
La normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis est imminente et sera suivie au 1<sup>er</sup> trimestre sans doute par celle de la BOE.

Les baisses récentes de taux longs ne trouvent certainement leurs fondements que dans le retour des incertitudes sur la croissance économique mondiale provoquées par les risques, surestimés selon nous, de « hard landing » en Chine.

Au cours des cinq derniers mois, les taux longs avaient enregistré des mouvements haussiers parfois importants, lorsque la confiance économique était à son plus haut, avant de replonger et de se retrouver proches des niveaux atteints en avril, à l'émergence du risque chinois. Aux Etats-Unis, les taux à dix ans bondissaient de 1.65% à 2.4%, alors qu'en Europe, les taux du Bund allemand s'envolaient littéralement de 0.05% à 1% en l'espace de quelques jours seulement, avant de redescendre en-dessous de 2% pour les premiers et à 0.2% pour les taux allemands.

**Aujourd'hui, les risques sont plutôt de voir les taux se tendre à nouveau.**

### Taux gouvernementaux à 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les perspectives sont toutefois légèrement positives pour les obligations en dollar, en raison de la combinaison de deux facteurs favorables : un rendement relatif attrayant et des perspectives haussières pour la devise américaine. Elles sont par contre très légèrement positives pour les obligations en euro, essentiellement en raison du niveau bas actuel, qui pourrait toutefois perdurer en raison du programme d'achat de titres de la BCE.

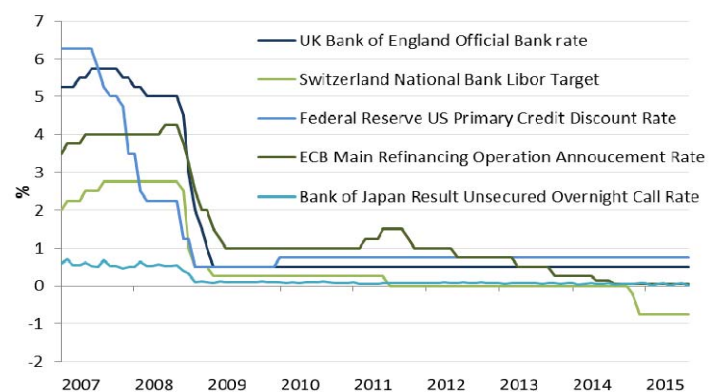
**Dans le contexte d'une amélioration des perspectives économiques, nous privilégions une durée globale réduite.**

## Normalisation progressive des taux directeurs et croissance de la liquidité mondiale

Le calendrier de la prochaine hausse de taux reste incertain, mais nous pensons que la Réserve fédérale agira certainement en décembre.

Lors de la dernière réunion du FOMC, la décision de laisser les taux inchangés était certainement plus liée à l'absence d'inflation et aux incertitudes internationales, qu'à un changement de perception de la vigueur économique aux Etats-Unis.

### Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les pressions inflationnistes restent en effet largement contenues par un dollar fort, des prix du pétrole et des matières premières en baisse et par une hausse des coûts du travail encore limitée. Le taux de chômage pourrait toutefois passer en-dessous de 5% et enfin provoquer les tensions attendues par la Fed dans le marché de l'emploi, qui justifieraient une hausse des taux. La normalisation de la politique monétaire sera donc selon nous très progressive après une première hausse en décembre.

**Nous estimons que les marchés actions devraient réagir plutôt favorablement à cette 1ère hausse.**

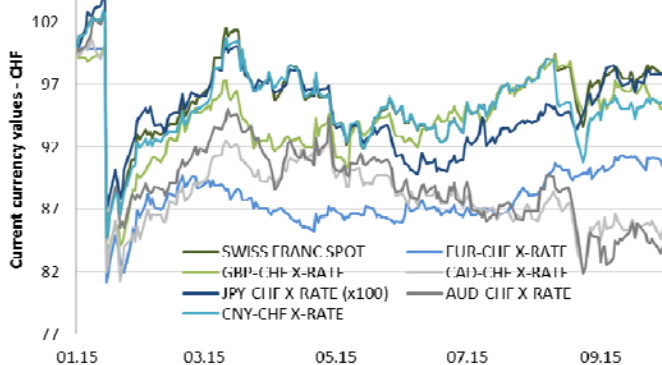
En Europe, depuis le début de l'année, il n'y a plus de suspens. La BCE fournira des liquidités massives à la zone euro à raison de 60 milliards d'euro par mois jusqu'en 2016. Les premières semaines d'activité de la BCE ont été marquées par la volonté de changer la perception des investisseurs. Désormais, le bilan de la BCE fait état d'une injection de liquidités de 475 milliards d'euro. Les derniers commentaires du président de la BCE M. Draghi laissent aussi percevoir la volonté de convaincre les investisseurs de la détermination renouvelée de relancer la croissance par tous les moyens possibles et peut-être même par un nouvel abaissement des taux directeurs en territoire négatif. En Asie, la BOJ avait déjà annoncé son programme d'injection de liquidités à hauteur équivalente, soit 60 milliards de dollars, et ne semble pas vouloir dévier de cette stratégie après les premiers résultats

encourageants enregistrés par sa politique. Globalement, la liquidité mondiale avait été soutenue entre 2008 et 2014 par l'action de la Fed et de la BOE. Désormais les injections des banques centrales européennes et japonaises ont pris le relai. Cette situation devrait encore marquer la fin de l'année et perdurer en 2016. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la normalisation interviendra lentement et n'aura pas d'effet majeur selon nous sur la liquidité. Mais en Europe et au Japon, la politique monétaire favorisera toujours des taux directeurs proches de zéro pendant plusieurs trimestres au moins.

### Trêve dans la guerre des devises et poursuite de l'affaiblissement du franc suisse

Les marchés des changes ont été très largement affectés ces derniers trimestres par les évolutions contrastées des dynamiques économiques régionales. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont vu leurs devises s'apprécier très significativement sur la base de résultats supérieurs sur le plan conjoncturel et de différentiels de taux favorables. Avec l'amélioration des perspectives en Europe et au Japon, les prochains trimestres devraient plutôt être caractérisés par une stabilisation des devises. L'affaiblissement du franc suisse sera à notre avis soutenu par l'accélération de la croissance mondiale. Le franc devrait ainsi perdre du terrain contre le dollar et l'euro, mais plus largement contre le dollar canadien, australien et certaines devises émergentes en particulier.

#### 7 principales devises contre CHF (base 100)



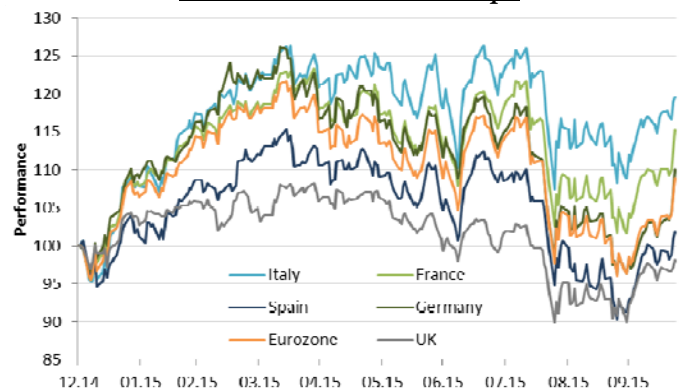
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Nos perspectives à court terme pour le dollar/franc suisse favorisent une stabilisation du taux de change entre 0.95 et 1.02. Dans un tel contexte, nous estimons que le taux de change euro/franc suisse devrait poursuivre sa tendance haussière et s'approcher du niveau de 1.15.**

### Facteurs positifs pour les actifs européens

La correction des marchés actions en Europe (-17%) a été sensiblement supérieure à celle observée aux Etats-Unis, en Suisse et au Japon (-7%) au cours des trois derniers mois. Le rebond de l'euro et la crise chinoise ont été des facteurs plus pénalisants pour la zone euro et ont occulté selon nous les développements favorables sur le plan économique et l'amélioration des perspectives financières.

#### Marchés actions en Europe



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La conséquence positive de la chute récente des cours des actions est l'abaissement de la valorisation des titres européens. Ils se traitent désormais à 13x les bénéfices de 2015 et 12x les profits de 2016. Au niveau actuel, la valorisation des actions européennes est ainsi inférieure à la moyenne des trois dernières années, alors que la croissance des bénéfices pour 2016 est inférieure à +4%, ce qui laisse une marge de progression sensible.

**Les perspectives des actions européennes nous semblent attrayantes, la zone euro est donc privilégiée dans l'allocation régionale.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch