



## Analyse & Stratégie d'Investissement 1<sup>er</sup> Trimestre 2016

**Chers lectrices et lecteurs,  
Fort de notre longue expérience, nous avons adapté une méthode de  
gestion qui vous permettra d'optimiser les rendements, tout en  
minimisant les risques. Notre stratégie d'investissements est  
pleinement inspirée par la lettre mensuelle ci-jointe.**

### FAITS MARQUANTS DU 1<sup>ER</sup> TRIMESTRE 2016

---

#### ▪ **La Chine toujours au cœur des inquiétudes**

La machine chinoise continue à montrer des signes de faiblesse. Le rythme de sa croissance économique a ralenti à 6,9% en 2015 contre 7,3% l'année précédente. Plusieurs facteurs expliquent ce plus bas depuis 25 ans.

Rappelons que la Chine a décidé de changer de modèle en 2008 en passant d'une économie tournée vers les exportations à bas coûts et les surinvestissements publics absurdes financés par les dettes, à une croissance plus pérenne mais plus faible drivée par la consommation. Une telle transition demande au moins 10 ans et est forcément douloureuse.

Et un des plus importants facteurs du ralentissement de la croissance est sans conteste la hausse du coût du travail. Désormais produire en Chine est moins intéressant que ça n'a pu l'être par le passé. Cette hausse des salaires fait perdre l'avantage concurrentiel que la Chine avait jusqu'à présent. L'objectif de cette hausse des salaires étant de se tourner vers un nouveau modèle économique orienté vers la consommation. Les Chinois consomment de plus en plus de biens qu'ils produisent et produisent de plus en plus de biens qu'ils consomment. Mais le gouvernement semble avoir du mal à réorienter son économie, il n'a toujours pas réussi à relancer suffisamment la consommation des ménages qui reste toujours inférieure à 40% du PIB.

En phase de ralentissement, le gouvernement est contraint d'ajuster ses ambitions et de l'admettre publiquement. Xi Jinping a donc fait savoir qu'une croissance annuelle de 6,5 % serait tolérable sur

les années menant jusqu'en 2020. Ce rythme suffira à ses yeux à réaliser la promesse faite à la population : un doublement du revenu moyen des Chinois entre 2010 et 2020.

Autre inquiétude en Chine, l'activité manufacturière qui tourne au ralenti. L'industrie manufacturière chinoise est en effet loin de fonctionner à plein régime. Elle est restée la majeure partie de l'année dans le rouge, c'est-à-dire sous la barre des 50 qui indique que l'activité manufacturière se contracte. Les exportations chinoises ont en partie plombé la croissance. En février, les exportations de la Chine ont en effet baissé de plus de 25 % par rapport au même mois de 2015. Ce repli est beaucoup plus prononcé que celui qui était attendu par le consensus qui attendait en moyenne une contraction de 14,5 %. Quoiqu'il en soit, c'est le huitième mois consécutif de baisse. Et dans ces conditions, il faudra, pour que l'économie chinoise atteigne l'objectif de croissance de « + 6,5 % à + 7 % » défini par Pékin pour l'année 2016, que les mesures de relance montrent pleinement leur efficacité.

Une politique monétaire plus souple devrait aider à éviter l'atterrissage brutal tant craint qui risquerait de faire dérailler la croissance sur les marchés émergents.

Les banques chinoises ont d'ailleurs distribué des crédits en janvier à un rythme record. C'est la preuve que Pékin cherche à relancer l'économie avec une politique monétaire plus agressive. La Chine va tout faire pour stopper le ralentissement du pays et elle peut y parvenir.

"L'économie chinoise n'est pas menacée d'un atterrissage brutal et ne plombe pas l'économie planétaire", a déclaré le gouvernement chinois. "Le développement de notre pays est confronté cette année à des difficultés plus nombreuses et plus grandes, et à des défis plus importants, nous devons donc nous préparer à une dure bataille".

#### ▪ **L'Économie US garde le cap...**

Alors que les ralentissements économiques supposés ou redoutés de la Chine et des États-Unis se disputaient il y a peu les gros titres, contrairement à ce qui a été dit l'économie américaine va plutôt bien ! Le marché du travail affiche des taux de plein emploi, et les salaires décollent enfin avec des hausses significatives. Les créations d'emplois aux États-Unis ont affiché un bond spectaculaire en février, dépassant largement les attentes des analystes à 242.000, et le taux de chômage est resté stable à 4,9%, au plus bas depuis huit ans, selon les chiffres du ministère du Travail.

Sans doute était-ce le possible impact de la situation en Chine sur l'économie américaine qui inquiétait mais fondamentalement il n'y pas de signes tangibles de ralentissement américain.

D'ailleurs le PIB des États-Unis a connu un affaiblissement moindre qu'escompté au quatrième trimestre, certains investisseurs commencent donc à tableur sur de bonnes surprises et un début d'amélioration de la conjoncture outre-Atlantique. La croissance de l'économie américaine a été de 1,0% en rythme annualisé au quatrième trimestre 2015. Ce chiffre confirme certes un ralentissement après une progression du produit intérieur brut de 2% au troisième trimestre mais il est meilleur qu'une première estimation à +0,7%. Les estimations de croissance pour le premier trimestre vont désormais jusqu'à 2,5%.

La croissance reste néanmoins pénalisée par la vigueur du dollar et la faiblesse de la conjoncture mondiale. Mais selon certains économistes, les États-Unis auraient déjà échappé aux principaux

Hets-Capital

risques qui les guettaient et que le plus dur de cette pression sur l'économie est en train de se terminer.

Du côté de la Fed, si la Banque centrale américaine a amorcé en décembre sa première phase de resserrement monétaire depuis la crise financière, la forte volatilité des marchés et les craintes pour la croissance mondiale ont alimenté depuis l'idée que l'institution préférerait temporiser plutôt que d'affaiblir la croissance avec une nouvelle hausse des taux. Tant que les marchés seront nerveux, la Fed ne devrait donc pas toucher aux taux. Mais sa stratégie de resserrement monétaire demeure, et si le pétrole se stabilise, ce qui est le cas actuellement, l'économie américaine pourrait continuer sa progression et la Fed sa hausse des taux.

Les fluctuations du pétrole jouent un rôle majeur et le fait que les cours du brut soient en territoire positif depuis le début de l'année avec un baril de Brent à nouveau au-dessus de 40 dollars est un puissant facteur de soutien pour l'économie américaine.

Wall Street reprend des couleurs depuis un mois mais la poursuite de son élan dépend en partie de ce que dira mercredi la Réserve fédérale sur les hausses de taux à venir.

Les marchés ont grimpé parce que nous avons eu des preuves qu'il n'y avait pas de récession. Mais au bout du compte, si l'économie américaine va bien, la question de la hausse des taux va se poser. Les indicateurs récents écartent en effet le scénario d'une récession au Etats-Unis, plaidant au contraire pour la reprise de la première économie du monde. Mais si les preuves de la bonne santé de l'économie américaine s'accumulent, la Fed pourrait accélérer sur la voie du resserrement et freiner du même coup l'enthousiasme des marchés financiers.

Quoi qu'il en soit le Dow Jones et le S&P500 ont clôturé vendredi à leur plus haut de l'année, Wall Street profitant notamment de la bonne impression laissée aux investisseurs par les mesures de stimulation annoncées la veille par la Banque centrale européenne.

## ▪ **La BCE frappe très fort !**

Mario Draghi, président de la BCE a donné des sueurs froides aux marchés. En témoigne la valse-hésitation après les annonces de la Banque centrale européenne jeudi. Il semble que Mario Draghi ait décontenancé les marchés en dévoilant une série de mesures qui vont bien au-delà des attentes. Il a en effet frappé plus fort qu'attendu ! Un an après le coup d'envoi des rachats d'actifs par la BCE le patron de l'institution dégage à nouveau le bazooka monétaire dans l'espoir de sortir enfin la zone euro de la torpeur dans laquelle elle s'enfonce.

Draghi a annoncé à la surprise générale un abaissement simultané des trois taux directeurs dans la zone euro. Dans le détail, le taux principal est passé de 0,05 % à 0 %, ce qui signifie que, désormais, les banques peuvent se refinancer gratuitement à ses guichets. Le taux de prêt marginal (celui auquel la BCE prête aux banques au jour le jour) est passé de 0,3 % à 0,25 %, et le taux de dépôt, auquel est rémunéré l'argent que les banques placent auprès de la BCE, recule encore de - 0,3 % à - 0,4 %.

Hets-Capital

Immatriculé sous le N°13000324 auprès de l'Orias, [www.orias.fr](http://www.orias.fr) pour les activités de :  
Conseil en Investissements Financiers N°D005919 – Membre CNCIF – Association agréée par l'AMF  
23, rue d'Anjou 75008 Paris – Email : [info@hets-capital.com](mailto:info@hets-capital.com)

Autrement dit, on augmente la taxe qui pèse sur les banques qui laissent dormir leurs liquidités, au lieu de les prêter aux entreprises.

En outre, la Banque centrale a décidé d'augmenter ses rachats de dettes publiques (le fameux *Quantitative Easing* en anglais, ou QE) de 60 à 80 milliards d'euros mensuels, alors que le consensus se situait plutôt autour de 70 milliards. Mais surtout, elle va racheter des obligations d'entreprises. Cette mesure audacieuse (même la Réserve fédérale américaine n'est pas allée jusque-là) soulève beaucoup de questions, mais elle prouve la détermination de la BCE à ne s'interdire aucune option. Il est maintenant certain que l'institution de Francfort en a fini avec l'outil conventionnel des taux directeurs. Le principal taux est désormais à zéro. La BCE n'ira guère plus loin. A l'avenir, elle misera tout sur les outils non conventionnels, dans l'espoir qu'ils contribuent à leur tour à relancer le crédit aux ménages et aux entreprises.

Mais Draghi a aussi déçu le marché. Tout d'abord, en réduisant les prévisions de croissance et d'inflation pour la période 2016-2018. Ensuite, en admettant, implicitement, l'échec des mesures adoptées jusqu'à présent. Enfin, en déclarant qu'il n'y aurait pas de nouvelle baisse des taux directeurs. À cette annonce, les marchés se sont brutalement retournés, les taux souverains ont fortement monté et l'euro, tombé un temps à 1,08 \$, a bondi au-dessus de 1,11 \$. Cette réaction est néanmoins parue excessive et le mouvement a été corrigé dès le lendemain.

Quoi qu'il en soit, si le mode d'action est complexe, le but recherché est limpide: parvenir à relancer la croissance par le biais du crédit en déversant des montagnes de liquidité sur les marchés.

La BCE, dont le mandat principal est d'assurer la stabilité des prix, était obligée d'agir. En février, les prix ont reculé de 0,2 %. On est bien loin de l'objectif de 2 % fixé par l'institution monétaire. Et les prévisions pour les mois à venir ne sont guère plus encourageantes.

La Banque centrale européenne a en tout cas rappelé avec force qu'elle ne manquait pas de ressources. Et encore moins de créativité. Il faudra du temps pour que cela se traduise dans l'économie réelle, en sachant que la BCE a désormais moins de marge de manœuvre. Les investisseurs devraient donc être selon elle très attentifs dans les prochains mois aux différents indicateurs mesurant le crédit et l'activité en zone euro.

#### ▪ **Brexit...Union Européenne en danger !**

Il y a encore peu de temps, le référendum à venir (que la rumeur situe maintenant en juin 2016) sur le maintien ou non du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne ne suscitait pas beaucoup d'inquiétudes. Les chances que les votes en faveur d'une sortie l'emportent étaient en effet considérées comme extrêmement faibles dans l'ensemble. Cependant, la proportion, il y a encore peu, écrasante de Britanniques favorables au maintien dans l'Union a fortement diminué. Les chances que le Royaume-Uni vote en faveur d'une sortie de l'Union européenne sont passées de négligeables, à élevées. Les sondages situent même maintenant presque à égalité les partisans du oui et du non.

Ce revirement de l'opinion découle de deux facteurs principaux. Les Britanniques sont nombreux à penser que l'Union Européenne a fortement perdu de son attrait avec sa faible croissance économique et la crise des migrants. Mais, les responsables financiers des plus grandes puissances

Hets-Capital

Immatriculé sous le N°13000324 auprès de l'Orias, [www.orias.fr](http://www.orias.fr) pour les activités de :  
Conseil en Investissements Financiers N°D005919 – Membre CNCIF – Association agréée par l'AMF  
23, rue d'Anjou 75008 Paris – Email : [info@hets-capital.com](mailto:info@hets-capital.com)

du monde ont montré leurs inquiétudes face à ce risque de sortie de la Grande-Bretagne de l'Union Européenne et leur verdict est unanime : un Brexit serait un choc pour l'économie mondiale !

#### ▪ **Apaisement des craintes sur le Pétrole**

La stabilisation du pétrole rassure les marchés. Le rebond sur les bourses depuis deux semaines est en effet impressionnant, alors qu'il y a encore peu il régnait une ambiance de "fin du monde" ! Beaucoup évoquait même une nouvelle crise financière similaire à celle de 2008. Mais la hausse du pétrole a en grande partie calmé le jeu. Le WTI évolue désormais à 38,50 dollars et le Brent au-dessus des 40 dollars le baril.

L'Arabie Saoudite qui d'une certaine manière est la "banque centrale" du pétrole semble vouloir siffler la fin de partie. Rien n'est encore gagné mais un accord semble avoir été trouvé à Doha lors d'une réunion informelle entre les membres principaux de l'OPEP, l'Arabie Saoudite, le Qatar, la Russie et le Venezuela. Les pays semblent s'être entendus sur un gel de la production. Une promesse d'accord qui a d'abord déçu, les investisseurs s'attendaient à une réduction plutôt qu'un simple "gel". Une réduction aurait, en effet, fait baisser l'offre et avec la demande qui augmente de façon continue le prix du baril aurait pu remonter rapidement.

Le problème pour l'instant est que cet accord n'est pas encore valable, l'OPEP a annoncé qu'il devra au préalable être accepté par d'autres grands producteurs, notamment l'Iran et l'Irak. Mais finalement, peu importe qu'il y ait approbation ou non, le tournant c'est le signal par les Saoudiens que la zone des 30 dollars est un plancher pour les mois, à venir.

Le marché gravite sur l'idée qu'on va assister à un resserrement de l'offre et de la demande, une idée encouragée récemment par le nouveau rapport de l'Agence internationale de l'Energie qui note dans son rapport que les prix bas et la baisse des investissements ont clairement commencé à avoir un impact sur la production de pétrole dans les pays non membres de l'OPEP, à commencer par les Etats-Unis.

Il apparaît donc que la stratégie d'affaiblissement du pétrole de schiste américain par l'Arabie Saoudite est en train de fonctionner. Compte tenu de la déplétion rapide du pétrole de schiste, la production pourrait prochainement baisser très rapidement comme l'a annoncé l'Agence Internationale de l'énergie. Il faut savoir qu'un bon puits de pétrole de schiste aux Etats-Unis permet de produire 800 barils par jour. Le taux de déplétion est de 60% à 70% la première année. Il faut donc creuser en permanence pour garder une certaine rentabilité. Jusqu'à présent, la poursuite de l'activité a pu être assurée par un maintien du refinancement par les banques, mais ces dernières commencent à rencontrer de véritables problèmes au regard des prêts qu'elles ont accordés. Il est donc probable qu'il y ait une multitude de défauts à l'issue des phases de renégociation des crédits qui doivent avoir lieu ce mois-ci. Ce qui signifie que le bout du tunnel n'est plus loin pour le prix du pétrole.

#### ▪ **Taux négatifs... Fausse bonne idée ?**

On n'a pas fini de parler des conséquences de la propagation des taux négatifs. Rappelons que ces taux sont un outil qui consiste à pénaliser les banques qui placent leurs liquidités dans les coffres de leur Banque Centrale plutôt que de les prêter. En théorie, abaisser ce levier en dessous de zéro devrait stimuler le crédit et donc l'activité économique.

Hets-Capital

Immatriculé sous le N°13000324 auprès de l'Orias, [www.orias.fr](http://www.orias.fr) pour les activités de :  
Conseil en Investissements Financiers N°D005919 – Membre CNCIF – Association agréée par l'AMF  
23, rue d'Anjou 75008 Paris – Email : [info@hets-capital.com](mailto:info@hets-capital.com)

Mais dans les faits, et on l'a vu encore récemment après la BCE, l'impact des taux négatifs n'est pas forcément positif sur les marchés boursiers.

Pourquoi ça ne fonctionne pas ? Tout d'abord ils envoient un signal anxiogène. Plus les banques centrales baissent leurs taux et plus le message perçu est : "la situation économique est dramatique et nous devons prendre des mesures dramatiques". En outre, les banques sont maintenant totalement asphyxiées par ces taux. En effet, dans un monde de taux négatifs et avec le fait qu'elles ne puissent plus faire de spéculation, les banques deviennent ni plus ni moins que des distributeurs de produits financiers et tout cela ne peut qu'altérer leurs bénéfices. Nous sommes donc entrés dans une nouvelle phase où les taux négatifs ont un effet négatif sur les marchés. Un élément que les Banques centrales n'avaient pas prévu.

## CONCLUSION

---

Depuis maintenant près de 5 ans, les marchés vivaient avec un seul argument choc : les banques centrales ont un pouvoir illimité. Les investisseurs ne faisaient finalement pas grand cas de l'économie. Et même quand les chiffres économiques montraient des signes de faiblesse, le marché se réjouissait car ça voulait dire des taux plus bas et plus de liquidités. Le tournant majeur depuis le début de cette année c'est que la magie des banques centrales n'opère plus comme avant. Comme si les marchés s'étaient brusquement réveillés et avaient réalisé que l'important c'était l'économie. Peut-être le début d'une prise de conscience que les banques centrales ne peuvent plus seules sauver l'économie mondiale et que les gouvernements doivent agir.

Quoi qu'il en soit, après la BCE, qui a ouvert le bal jeudi dernier en déployant un arsenal de mesures de stimulation, la Réserve fédérale américaine pourrait donner mercredi des indices sur le calendrier qu'elle adoptera pour ses prochaines hausses de taux. Globalement, comme on l'a vu, l'économie américaine se porte plutôt bien, mais elle reste tout de même sous l'effet de vents contraires, notamment en ce qui concerne son commerce extérieur. Ces éléments pourraient conduire la Fed à ne pas relever ses taux avant le mois de juin. Ce serait une pause pour évaluer les incertitudes mais pas un changement de sa stratégie.

Hervé UZAN

huzan@hets-capital.com

Ce document a été remis par Hets-Capital à son destinataire à son usage exclusif, et ne peut être utilisé, ni reproduit, à d'autres fins. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les informations, analyses et statistiques communiquées dans ce document proviennent de documents publics ou de sources qui peuvent être considérées comme fiables, mais ne sauraient engager la responsabilité de Hets-Capital. Mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions émises dans ce document ne constituent pas un engagement de Hets-Capital., mais reflètent uniquement son sentiment. Tous les portefeuilles, produits et valeurs figurant dans ce document sont soumis aux fluctuations des marchés et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Les performances historiques qui pourraient être indiquées dans les informations transmises par Hets-Capital ne préjugent ni supposent rien des performances futures, et ne constituent en aucun cas une garantie de performance future. Les historiques de performance contenus dans ce document sont purement statistiques. Ils peuvent concerner des investissements qui ne sont pas de nature identique et qui ne peuvent donc pas être comparés les uns aux autres. Toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise par le lecteur sur la base des informations figurant dans ce document, dans le cadre de la gestion de ses avoirs, est décidée à sa seule initiative par l'investisseur qui est familier des mécanismes régissant les marchés financiers et est conscient du fait que certains investissements notamment sur les marchés de futures, d'options et de produits à fort rendement potentiel, les pays dits émergents, les valeurs du second marché ou du hors-cote, peuvent se traduire par des pertes importantes en capital

Hets-Capital

Immatriculé sous le N°13000324 auprès de l'Orias, [www.orias.fr](http://www.orias.fr) pour les activités de :  
Conseil en Investissements Financiers N°D005919 – Membre CNCIF – Association agréée par l'AMF  
23, rue d'Anjou 75008 Paris – Email : [info@hets-capital.com](mailto:info@hets-capital.com)