



Noir c'est noir	Rien ne va plus. La croissance est en berne, les entreprises ne font pas de profits. Le chômage est endémique. Les salaires stagnent. La déflation est partout. Les banques centrales sont à bout de souffle et les gouvernements indigents. Une ambiance de fin d'époque plane sur les marchés financiers. Un instinct de survie semble dominer chez les investisseurs. Il faut préserver le capital des moindres variations de court terme, à n'importe quel prix.
Rose c'était rose	Pour les moins jeunes d'entre nous, une telle ambiance ne manquera pas de rappeler, en contrepoint, l'euphorie de la fin des années 90. A l'époque, tout allait pour le mieux. La croissance et les profits étaient inébranlables. Les salaires étaient généreux. Les banques centrales et gouvernements étaient les témoins béats d'une économie triomphante. Un sentiment d'invincibilité dominait les marchés financiers. Il fallait à tout prix faire des plus-values sur son capital, quelle que fut la volatilité de court terme.
La tyrannie du consensus	Avec le recul, l'écèlement de ce qui est devenu aujourd'hui la « bulle internet », après avoir été la « nouvelle économie », appelle à un recul salutaire face aux modes trop excentriques. Celles-ci engendrent des dynamiques dont les excès conduisent à des valorisations extrêmes. Si ces dernières sont ridicules avec le recul de quelques années, elles ne choquent personne dans la fièvre collective du moment.
Maigret à la rescousse	La question qui se pose aujourd'hui est donc de savoir si le pessimisme ambiant dépasse les bornes du raisonnable, comme l'euphorie de la « nouvelle économie » avait fini par le faire à la fin des années 90. Pour cela, une enquête de situation s'impose. L'énigme à résoudre est la suivante : pourquoi les marchés reflètent-ils une si grande morosité ?
La macroéconomie a un alibi	Peut-être faut-il y voir le reflet d'un environnement macro-économique au bord de l'effondrement ? Si les performances économiques des Etats-Unis et de l'Europe ont pu décevoir, elles sont loin d'inquiéter. Depuis 2009, la croissance du PIB américain est de 2,5%. Le taux de chômage de 5% est proche des plus bas historiques. La zone euro a subi le contretemps de la crise de 2010-2011, mais depuis 2012 suit une trajectoire de reprise bien établie. Depuis deux ans, la croissance du PIB est supérieure à celle de la croissance potentielle. La zone euro a certes pris du retard sur les Etats-Unis, mais le chômage y baisse maintenant plus vite. Le ralentissement chinois est de nature structurelle. Le manque de stress sur le marché du travail indique pourtant un atterrissage en douceur. La faiblesse dans les pays émergents est généralisée, avec quelques cas dramatiques comme le Brésil. Toutefois, on est très en dessous de la violence de la crise asiatique de 1997 et du défaut russe de 1998. A l'époque, la croissance mondiale ne s'était que légèrement affaïssée avant de rebondir. Les très grandes similitudes avec les ralentissements de 1997-98 (crise émergente) et 1986 (contre-choc pétrolier) présagent d'un rebond semblable à ceux de 1999 et 1987.
Le principal suspect est trop stressé pour être coupable	Si l'environnement macroéconomique n'offre rien pouvant justifier le scepticisme ambiant, peut-être celui-ci reflète-t-il des risques systémiques particulièrement aigus. Il est indéniable que le risque politique s'est effondré dans la zone euro depuis que le gouvernement grec d'extrême gauche a mis en place toutes les réformes et toutes les mesures d'austérité nécessaires à la conclusion de son programme d'aide financière. Le précédent offert par Syriza montre l'ancrage de la zone dans une social-démocratie aussi solidaire qu'attentive au respect des engagements pris par toutes les parties. Les déficits budgétaires se sont fortement réduits dans tous les pays. Les convergences nominale et réelle ont fait leur retour. Il reste bien sûr le referendum du 23 juin sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union Européenne et les élections présidentielles américaines du 8 novembre. Ces événements ne sont toutefois pas de nature systémique. Si le Royaume-Uni décidait de sortir de l'UE, il s'infligerait un saut dans l'inconnu dont les conséquences lui seraient initialement extrêmement préjudiciables. A court terme, cela ne manquerait pas d'affecter, mais beaucoup plus modestement, la croissance de la zone euro. Bien qu'une telle sortie créerait une forte incertitude à court terme, elle ne constituerait pas pour autant un choc négatif pour la croissance mondiale. Il s'agit d'une simple redistribution de croissance dont la zone euro finirait par bénéficier avec le repositionnement sur le continent d'une partie des productions

destinées à l'UE. Dans la même veine, un président américain trop vindicatif ne ferait que pénaliser son propre pays et renforcer le reste du monde. Mais ce risque est faible car les institutions américaines ont été pensées pour les bons comme pour les mauvais présidents. La capacité à faire avancer un agenda présidentiel est largement sous le contrôle du congrès, qui a de grandes chances d'être pour moitié républicain et pour moitié démocrate. Enfin, le risque systémique a aussi perdu son principal canal de transmission, à savoir le système bancaire international. La réglementation financière est passée par là.

Le fou pense que ce sont les autres qui sont fous

Mais alors pourquoi tant de frilosité ? La référence à la fin des années 90 peut être utile ici. Les gérants obligataires ont la main avec la « stagnation séculaire » comme en témoigne l'absence de prime de risque sur les obligations. Pendant la bulle de la « nouvelle économie », les gérants d'actions avaient la main comme en témoignait l'absence de prime de risque sur les actions. Aujourd'hui, les gérants actions américains sont ouverts à l'idée d'un retour de l'inflation, comme les gérants obligataires des années 90 l'étaient à celle de l'épuisement de la croissance et des profits. Comme le dit l'adage, il ne faut jamais demander à un coiffeur si l'on a besoin d'une coupe de cheveux.

Quand les témoins se contredisent

Les excès d'optimisme ou de pessimisme s'observent également dans les contradictions entre l'ambiance générale résultant de la multitude des comportements micro-économiques et la froide réalité des comportements agrégés des données macro-économiques. Dans la « nouvelle économie », la plupart des entreprises faisaient des profits, ou plutôt avaient vocation à en faire dans un avenir plus ou moins proche (merci le « goodwill »). Une majorité d'entre elles était également censée gagner des parts de marché, ce qui ne manquera pas d'interpeler le lecteur attentif. Une telle ambiance a dominé les années 1999-2000, période pendant laquelle les profits macro-économiques étaient modérés. Bien sûr, ces derniers manquaient le changement structurel de la « nouvelle économie » que les comptables d'entreprises inventifs avaient, eux, trop bien saisi. La vérité est que les données macro contredisaient trop frontalement le dogme du moment pour être audibles. Avec le recul, ce sont les auditeurs d'entreprise qui ont fini en prison, pas les comptables nationaux.

Contradiction toujours, mais inversion des rôles

Aujourd'hui, l'inflation, variable macro-économique par excellence, fait son grand retour aux Etats-Unis. La dynamique de toutes les mesures d'inflation sous-jacente est en accélération depuis neuf mois. De plus en plus de sous-composantes partagent ce regain de vigueur. Les salaires réels étant également en hausse, comme c'est très rarement le cas aux Etats-Unis, l'affaire est donc sérieuse. Pourtant, l'ambiance issue des comportements micro-économiques est trop dominée par la « stagnation séculaire » pour s'inquiéter. On évoquera la déflation chinoise, le secteur minier, l'effritement des marges, les dégâts du progrès technique. Ces a priori sont trop forts. Trop de compromissions ont été accumulées avec la théorie dominante, trop de crédibilité professionnelle est engagée dans la thèse dominante. Le bon sens est perçu comme de l'extrémisme. Evoquer l'incroyable survalorisation des actions face à l'atonie des profits macro à la fin de la « nouvelle économie » était hérétique. S'interroger sur l'extrême surévaluation des obligations gouvernementales face à la remontée de l'inflation sous-jacente (aux Etats-Unis) est l'hérésie du moment.

Maigret fait de la psychologie

Il faut dire que par rapport à l'optimiste, le pessimisme a les atouts de l'intelligence et de la prudence face aux multiples incertitudes du monde. Il préconise le conservatisme et l'inaction. Il vit dans le passé, ce qui l'a bien servi lors des chocs systémiques de 2008 et 2011, mais le handicap depuis trois ans avec des chocs devenus plus fréquents, toujours violents, mais non-systémiques. La complaisance avec la théorie dominante peut aussi s'expliquer par l'énormité du coût pour s'en protéger. Vendre des obligations est considéré trop hétérodoxe. Le confort du consensus devient une tyrannie dont peu peuvent s'extirper. « L'exubérance irrationnelle » des années 90 a laissé la place à un « pessimisme irrationnel ». Dans ce cadre, où sont les véritables risques pour les investisseurs ? Pour la plupart, ils sont dans les modèles qui regardent en arrière, or les volatilités et corrélations historiques sont ignorantes des niveaux de marché. Pourtant, le simple bon sens veut que des prix extrêmes alertent sur un plus grand risque futur des actifs concernés. Comme l'a montré avec autant de violence que de clarté la bulle actions de la « nouvelle économie », un tel bon sens peut paraître insensé sur le moment, mais il a de grandes vertus.

Publié à Londres, 3 juin 2016

Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans l'U.E. francophone Le présent document est fourni par NGAM S.A. ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Le présent document est fourni par NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse : Le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl. Registered office: Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les

fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés «Informations clés pour l'investisseur», les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 101, CH-8066 Zurich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP : 10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom, Management Company n°529105 FCA.

www.h2o-am.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A. : RCS Paris n° 453 952 681, 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris, Société anonyme au capital de 156 344 050 euros.

www.ngam.natixis.com