

QUE RETENIR DES RÉUNIONS « STRATÉGIE » DE LA RENTRÉE 2016 ?

L'équipe d'Athymis Gestion rencontre pour vous plus de 400 gérants externes par an et ce afin de vous offrir les meilleures solutions d'épargne. Dans ce cadre, en parallèle de nos rencontres en « one to one », nous avons assisté à 12 réunions macro et stratégie pour la rentrée 2016, dont la moitié réalisée par des sociétés de gestion internationales. Cette note de synthèse vise à partager avec vous les enseignements de ces rencontres.

Malgré des marchés erratiques, des intervenants plutôt acheteurs

Le consensus est en ce début 2016 globalement « bullish » (!) avec des préférences marquées sur la zone euro et le Japon en actions.

Seuls Pictet AM, Exane AM et Lazard Frères Gestion sont restés prudents. Mandarinne Gestion et Pictet AM ont exprimé des réserves sur les actions américaines,

mais s'opposent par contre sur les marchés émergents : Pictet AM signale une opportunité.

Goldman Sachs met en avant les rachats d'actions comme facteur de soutien du marché US.

Rothschild & Cie Gestion insiste sur la cherté des valeurs de croissance et des midcaps.

Réflexion de fond

Les analyses sont de fait assez consensuelles : plutôt positives, mais sans convictions marquées, typiques des asset managers de grande taille. Qu'on le veuille ou non, ces réunions sont organisées pour vendre des solutions et non inviter à sortir du marché.

De fait, les stratégestes ont subi l'accumulation des incidents du début d'année, ne parvenant à en chiffrer l'impact financier qu'une fois les sujets absorbés par le marché. Il nous semble, avec le recul de 5 semaines de

baisse, que la sous-performance, annoncée partout, des actions américaines a muté en krach généralisé.

Peut-être le pessimisme induit par cette année peu prometteuse pour les actions américaines a fini par générer sa propre tendance, avec l'aide de quelques données techniques : statistiques décevantes, résultats d'entreprise moyens... Il nous semble cependant que seule l'économie américaine paraît aujourd'hui capable de rassurer les investisseurs quant à la dynamique globale.

Et si nous notions les meilleures conférences de rentrée

Les présentations que nous avons le plus appréciées ont été Amundi (réflexion sur le Yuan), H2O (réflexion sur l'investisseur américain) et Goldman Sachs (réflexion sectorielle).



Notre regard : de la dispersion naît l'opportunité

La prudence s'impose face à un marché brutal qui identifie presque chaque semaine un nouveau sujet de crise : la Chine, le pétrole, les matières premières, le crédit haut rendement, la distribution, la technologie, l'économie américaine... Nous identifions dans ce maelström de baisse une rotation progressive des secteurs de croissance vers le style value, masquée notamment par un acharnement violent sur le secteur bancaire, en actions et en obligations.

Ainsi les secteurs des matières premières et de l'énergie font presque figure de secteurs « défensifs » en 2016, alors que la technologie et la santé décalent très nettement. Dans le même esprit, certains pays émergents commencent à retrouver une dynamique boursière positive après trois années difficiles. On notera par exemple les progressions des marchés d'Asie émergente et de leurs devises.

Notre inquiétude quant à la liquidité

Une nouvelle fois les flux financiers dominant sur la valorisation des actifs. Dans ce cadre, il nous a paru clé de vérifier la liquidité des fonds dans lesquels nous sommes investis, particulièrement dans la partie crédit.

Nous poussons donc nos gérants crédit depuis mi-décembre à un exercice de transparence poussé : nous avons analysé leurs inventaires, leur passif et les avons interrogés sur leurs positions perdantes.

A l'issue de nos entretiens, nous confirmons que la liquidité est non seulement inversement proportionnelle au stress de marché, mais également au stress de l'émetteur. Les titres cotés sous 85-90% du pair sont impossibles à négocier dans des conditions acceptables (moins de 300 bp de bid-ask). Autrement dit, le contexte actuel ne permet pas au gérant de corriger ses erreurs sans les amplifier à l'exécution. Nous constatons également des rachats significatifs opérés sur la classe d'actifs crédit ces dernières semaines, ce qui explique à la fois la liquidité réduite et certaines performances déplorables.

CE QUE NOUS FAISONS DANS LES FONDS

Après une belle année 2015 pour Athymis Gestion (Eurus à +4,9%, dans le top 5% de sa catégorie et +25,4% depuis sa création), il est difficile de résister à ce « sell-off » qui concerne la quasi totalité des classes d'actifs « à risque ».

Nous restons prudents, nous allégeons nos expositions actions, notamment au UK, aux USA et en Asie, conservant notre exposition sur les actions de la zone euro. Nous disposons ainsi de 10% de liquidités afin de préparer notre retour sur le style value.

La gestion alternative donne satisfaction entre performance positive et baisse limitée. Les dispersions pays, secteur, style sont favorables aux stratégies fondamentales long-short, les tendances marquées profitent aux gestions CTA et le poids des banques centrales influe positivement sur l'approche global macro. Nous croyons plus que jamais aux vertus de notre fonds de multi-gestion Zéphyr, en alternative aux fonds

diversifiés traditionnels qui pâtissent d'un environnement défavorable sur les marchés de taux.

Dans l'ensemble, nous estimons que les mouvements à la vente sont exagérés mais avons du mal à identifier les catalyseurs d'un éventuel mouvement de rachat à bon compte. Les marchés restent sous tutelle des banques centrales et seule une série d'annonces macro-économiques rassurantes, accompagnées d'un discours adapté des banques centrales, pourront remotiver les investisseurs.

Jamais il n'y a eu autant d'argent aussi mal rémunéré ou non investi. Les institutionnels ne pourront ainsi pas faire face à leurs engagements futurs en restant éternellement investis sur un Eonia à performance ... négative. Le retour de ces flux aura un impact violent et bénéfique sur les classes d'actifs risquées.

Le temps des investissements graduels se rapproche.

L'équipe de recherche Athymis Gestion

Achévé de rédiger le 11/02/2016.