

## 2016 SOUS LE SIGNE DU DOLLAR



EMMANUEL FERRY, Directeur des Investissements, Banque Paris  
Bertrand Sturdza, président de l'ISAG

Le scénario pour 2016 demeure centré sur les États-Unis. La force du dollar et l'effondrement des prix du pétrole ont augmenté la probabilité de récession, comme en témoignent le retournement du taux de profitabilité des entreprises et la dégradation du marché du crédit, notamment High Yield. Les membres de l'ISAG continuent d'écarter l'hypothèse d'une récession aux États-Unis en 2016. Les signaux avancés de contraction de l'activité se limitent au secteur industriel (manufacturier et énergie). Le cycle de consommation est plus rassurant : retour au plein emploi, processus de désendettement bien avancé et rattrapage de la demande. Compte tenu de cette économie à deux vitesses, le resserrement monétaire de la Fed ne pourra être que progressif, avec au maximum un relèvement de taux directeur par trimestre. Cela ne devrait pas peser sur le marché obligataire. La crainte exprimée il y a un an sur la transmission de la volatilité des taux de change au cycle économique et aux actifs financiers s'est pleinement réalisée, la forte appréciation du dollar ayant eu des effets déstabilisants. Pour 2016, les effets devraient être moins marqués.

En matière d'allocation d'actifs, c'est la continuité qui prévaut, avec un maintien de la surpondération actions par rapport au crédit et aux obligations d'État. Les matières premières ont disparu des allocations, tandis que certains plaident pour un retour en force de la partie alternative, faute d'opportunités dans les classes d'actifs traditionnelles. Sur le plan régional, les stratégestes jouent la continuité en favorisant les régions sous Quantitative Easing (zone euro, Japon) et évitent les marchés émergents. Ce positionnement très consensuel inquiète pourtant quelque peu. Un tassement du dollar pourrait alléger les pressions sur les marchés émergents et sur les matières premières. Certains évoquent

des points d'entrée attractifs sur la dette high yield (la prime de risque couvre des scénarios de défaut) et les obligations indexées sur l'inflation (une manière indirecte de s'exposer à un rebond non anticipé des prix des matières premières).

Les marchés émergents demeurent structurellement une source de défiance. La politique monétaire ultra-accommodante de la Fed a été exportée vers les économies émergentes, ce qui a nourri une bulle d'endettement et une mauvaise allocation du capital. En d'autres termes, le désendettement américain s'est fait au prix d'un ré-endettement des émergents. Dès lors, le cycle actuel de désendettement forcé est synonyme de croissance économique plus faible dans le bloc émergent. L'excès d'offre accumulé et la moindre demande pèsent inévitablement sur les prix des biens intermédiaires et des matières premières. S'agissant du secteur de la dette des entreprises, l'accumulation de la dette libellée en dollar laisse entrevoir une augmentation des défauts, notamment dans les secteurs liés aux matières premières. S'agissant de la Chine, un ralentissement brutal n'est pas le scénario central. Le policy-mix est un facteur de soutien (détente monétaire, relance fiscale et dépréciation du change).

Au total, le dollar et la Fed vont demeurer les éléments structurants de la stratégie d'investissement pour 2016. L'année pourrait toutefois connaître un profil différent de 2015. D'une part, le dollar pourrait se déprécier, ce qui aidera le cycle économique. D'autre part, la Fed entame très prudemment son cycle de normalisation. Rendements faibles pour les actifs financiers et retour de la volatilité vont rester de mise, mais avec l'espoir que l'annus horribilis 2015 sera vite oubliée. ■