
Economie & Stratégie

N°60

Avril 2016

MARCHÉ

En apportant une réponse presque concertée à la dégradation des perspectives économiques et à la forte volatilité du début d'année, les banques centrales auront joué – encore une fois – un rôle fondamental qui aura permis une certaine accalmie. Ainsi, la BCE a annoncé lors de sa réunion de mars plusieurs mesures, dont une nouvelle baisse du taux de facilité de dépôts à -0,4% et une augmentation de 20 Mds€ du programme d'achats d'actifs, ce qui le porte à 80 Mds€ par mois, et ce jusqu'en mars 2017 ou au-delà si nécessaire. Le Conseil des gouverneurs a également annoncé la mise en place d'un nouveau programme de financement de très long terme – *TLTRO2*. À l'évidence, le programme *TLTRO2* vise non seulement à stimuler la création de crédits, mais également à offrir aux banques de la zone euro des compensations liées aux coûts de la baisse supplémentaire du taux de dépôt. En effet, les banques pourront emprunter au guichet de la BCE à un taux de 0 % pour une période de 4 ans sans conditions, et celles qui auront démontré une hausse du crédit octroyé au secteur privé verront ce taux réduit jusqu'à... -0,4 %. Au final, la BCE a sorti l'artillerie lourde pour répondre aux risques clairement baissiers de son scénario macroéconomique. D'ailleurs, si la dynamique de croissance n'y est pas en chute libre, les différents indicateurs de la zone euro (Commission européenne, Markit) ont néanmoins baissé au 1^{er} trimestre par rapport au trimestre précédent.

De son côté, la *Fed* a adopté un discours qui aura surpris plusieurs investisseurs par son ton très accommodant. Si les dépenses de consommation des ménages américains évoluent à un rythme modéré et le secteur immobilier demeure un facteur de soutien, des faiblesses subsistent : l'investissement des entreprises reste atone dans un contexte où les stocks d'inventures sont très élevés, la confiance des PME américaines est mal orientée, mais surtout les exportations affichent un recul important. En outre, la détérioration des perspectives économiques mondiales ainsi que le durcissement des conditions financières ont amené les membres de la *Fed* à abaisser – encore une fois – leurs prévisions de croissance du PIB américain. Il ne faut donc pas s'étonner que le graphique des fameux *dots*, qui résume les anticipations des différents représentants de la *Fed* en matière de taux d'intérêt, montre que le conseil monétaire ne prévoit plus 4, mais seulement 2 hausses du taux directeur en 2016. Les projections de resserrement pour les années subséquentes ont également été révisées à la baisse.

EXPERTISES

Focus R Mines d'or

Un fonds actions et obligations convertibles liées au secteur des métaux rares et précieux (p.4)



Le discours beaucoup plus accommodant que ce qui était anticipé s'est traduit par une baisse du dollar. Or, il serait très étonnant que les banques centrales de plusieurs pays développés voient d'un très bon œil l'appréciation de leurs devises compte tenu de la difficulté d'atteinte des cibles d'inflation et d'une conjoncture économique peu porteuse. Dans ce contexte, on peut imaginer qu'elles utiliseront tout l'arsenal nécessaire pour tenter de renverser cette tendance. Certes, l'efficacité de cet arsenal pourrait être près de sa limite – les effets de la dernière décision de la Banque du Japon en est peut-être un signe – mais il leur reste probablement quelque marge de manœuvre. Pour les pays émergents, la situation macroéconomique reste compliquée et les risques liés au surendettement du secteur privé représentent un frein à la poursuite de l'appréciation récente des monnaies. L'utilisation massive de réserves de change par la Chine, qui au final aura eu un impact limité sur le cours du yuan, montre d'ailleurs à quel point la fuite des capitaux est un facteur important contre lequel les banques centrales des pays émergents ont peu d'emprise.

■ Marc-Antoine Collard
Directeur des études économiques

STRATÉGIE

Portés par des Banques Centrales encore accommodantes (et notamment la BCE) et par des statistiques macroéconomiques mieux orientées, les actifs risqués se sont repris sur ces dernières semaines. Même si le pétrole, toujours déterminant pour les performances, conserve une volatilité élevée, les prix du baril ont continué de se reprendre (vers 40\$ le baril) et dépassent légèrement les niveaux de début d'année.

Dans les faits, la BCE a donc annoncé le 10 mars dernier qu'elle dégageait des mesures supplémentaires en matière d'assouplissement monétaire : baisse du taux de dépôt à -0.4%, augmentation du programme de rachat de crédits à 80 Mds €/mois et inclusion des obligations d'entreprises dans la liste des actifs éligibles au programme... Quant à la *Federal Reserve*, elle décide de maintenir ses taux directeurs inchangés et dit prévoir désormais de les relever deux fois d'ici la fin de l'année, se rapprochant ainsi des attentes du marché.

Côté performances, et sur l'ensemble de ce premier trimestre, l'Eurostoxx 50 abandonne encore 8%, pénalisé surtout par l'indice italien FTSE MIB à -15% (craintes sur le système bancaire et le niveau des crédits non performants). Le CAC 40 s'en sort mieux avec une baisse limitée à 5.4%, quand le DAX allemand abandonne 7.2%. Enfin, d'un point de vue sectoriel, l'Eurostoxx Banks reste toujours affecté par des vents contraires (taux bas, contraintes réglementaires, provisions liées au secteur de l'énergie...) et recule de 21% sur trois mois.

En dehors de la zone euro, et hors effets de change, le Japon confirme son début d'année difficile sur les marchés avec un recul de 13% du Topix, tandis que les Etats-Unis affichent une robustesse certaine avec un retour des indices S&P 500 et Dow Jones sur les niveaux de fin 2015. Seul l'indice technologique Nasdaq reste en léger retard (-2.7%). Enfin, après avoir cristallisé les craintes des investisseurs en début d'année, l'indice des « pays émergents » enregistre la meilleure performance sur ce premier trimestre de l'année 2016 avec un gain de 5.4%, et une progression de 13% sur un mois glissant.

Ce mois de mars aura été pour nous l'occasion de céder un ensemble de positions constituées depuis le début de l'année, que ce soit sur des *trackers* (mouvements tactiques) ou sur des titres en direct, titres sur lesquels nous prenons quelques bénéfices mais aussi, face à un contexte économique moins porteur que ce qui était envisagé il y a encore quelques mois, titres pour lesquels la conjoncture se révélera dorénavant plus difficile. De ce fait, les portefeuilles terminent le trimestre avec une exposition « actions » quasiment revenue sur les niveaux de début d'année, sachant que cette même exposition a été maximale le 11 février dernier, au plus bas des marchés.

Il est probable que nous continuions à réduire ces expositions durant les prochaines semaines, surtout sur le compartiment européen, tellement nous jugeons la perspective du referendum sur le « *Brexit* » comme anxiogène pour les marchés européens, et peu encline à favoriser les achats d'actions européennes de la part des investisseurs « étrangers ».

En effet, nous considérons que cette échéance du referendum va rendre cruciale la remise en cause de certains aspects aujourd'hui établis de la construction européenne. Outre celle de l'appartenance du Royaume-Uni à l'édifice européen, se poseront également les questions de l'orientation économique de la zone, de sa gouvernance, de son format, de son financement, etc... autant d'aspects qui risquent de peser sur la devise britannique, mais aussi sur la monnaie unique. Pour cette raison, nous pensons renforcer notre sensibilité au dollar américain si le taux de change venait à s'approcher des niveaux de 1.15.

■ Xavier de Laforcade
Directeur de la gestion financière

PRINCIPAUX INDICATEURS

	Devise	Cours au 31-mars-16	1 mois	3 mois	2016	1 an	3 ans	5 ans	
Actions	France (CAC 40)	EUR	4385,06	0,7%	-5,4%	-5,4%	-12,9%	17,5%	9,9%
	Europe (EURO STOXX 50)	EUR	3004,93	2,0%	-8,0%	-8,0%	-18,7%	14,5%	3,2%
	USA (S&P 500)	USD	2059,74	6,6%	0,8%	0,8%	-0,4%	31,3%	55,4%
	Valeurs Industrielles (DOW JONES)	USD	17685,09	7,1%	1,5%	1,5%	-0,5%	21,3%	43,6%
	Valeurs Technologiques (NASDAQ)	USD	4869,85	6,8%	-2,7%	-2,7%	-0,6%	49,0%	75,1%
	Japon (TOPIX)	JPY	1347,20	3,8%	-12,9%	-12,9%	-12,7%	30,2%	55,0%
	Pays Emergents (MSCI PAYS EMERGENTS)	USD	836,80	13,0%	5,4%	5,4%	-14,1%	-19,1%	-28,5%
	Monde (MSCI MONDE)	USD	1648,12	6,5%	-0,9%	-0,9%	-5,3%	14,9%	23,5%
Taux	Taux gouvernementaux allemands (BUNDS 10 ANS)	EUR	0,15	0,11	0,63	0,63	0,18	1,29	3,35
	Taux gouvernementaux français (OAT 10 ANS)	EUR	0,49	0,47	0,99	0,99	0,48	2,03	3,71
	EURIBOR 3 MOIS	EUR	-0,24	-0,21	-0,13	-0,13	0,02	0,21	1,24
Devises	EUR/USD	USD	1,14	4,7%	4,8%	4,8%	6,0%	-11,2%	-19,6%
	EUR/GBP	GBP	0,79	1,4%	7,5%	7,5%	9,4%	-6,0%	-10,3%
	EUR/JPY	JPY	128,11	4,6%	-1,9%	-1,9%	-0,6%	6,1%	8,9%

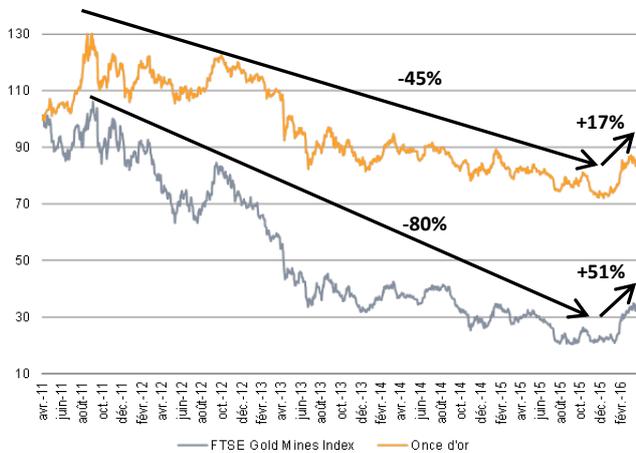
R Mines d'Or : Enjeux et perspectives du secteur aurifère



L'once d'or a été l'une des classes d'actifs les plus performantes depuis le début d'année, portée par une forte volatilité sur les marchés actions et des données macroéconomiques contrastées.

Un environnement économique favorable grâce aux politiques des banques centrales

Les incertitudes sur les marchés financiers ont accentué la demande en or en tant que valeur refuge avec une demande de plus 280 tonnes depuis le début d'année. Cette quantité est environ équivalente à 10% de la production global annuel en or physique. Les politiques des banques centrales ont été jugées plus accommodantes qu'attendues et ont eu pour effet de baisser les anticipations de remonté des taux directeurs. Cette situation a eu pour conséquence d'atténuer les pressions baissières sur l'or, dans la mesure où le dollar s'affaiblissait et ne jouait plus son rôle de valeur refuge.



Dans ce contexte, l'or physique a performé de plus de 17% depuis son point bas en décembre 2015. Cette forte hausse du métal précieux a également entraîné les valeurs du secteur aurifère qui ont engendrée une performance de plus de 50% sur la même période. Néanmoins la hausse du secteur n'est que très faible face à l'ampleur de la baisse réalisée depuis le point haut du secteur en 2011.

Au-delà de l'opportunité offerte par un effet de levier sur les prix des métaux précieux, les actions aurifères présentent également d'autres éléments générateurs de surperformance face à la détention d'or physique.

Eléments différenciateurs entre l'or physique et les actions aurifères	Or physique	Action aurifère
Exposition aux fluctuations du cours de l'or	✓	✓
Lever opérationnel : optimisation des opérations minières et des coûts de production	✗	✓
Croissance organique : exploration / découverte géologique	✗	✓
Exposition aux cycles de fusions & acquisitions	✗	✓
Politique de retours aux actionnaires / Dividendes	✗	✓

Changements et consolidation de l'industrie en vue ?

Le déclin du cours de l'or depuis 2013 a poussé l'industrie aurifère à se restructurer en rationalisant ses investissements et en optimisant ses opérations afin de réduire ses coûts d'opération et diminuer son endettement. Ce processus de restructuration est similaire à celui actuellement entrepris dans les secteurs de l'énergie et des métaux de base.

Par le passé, l'industrie aurifère avait comme priorité la croissance de sa production sans se concentrer sur la pérennité de ses marges qui étaient portées par la progression du cours de l'or. Dans ce contexte de poursuite de la croissance, l'industrie s'est fortement endettée afin de mettre en production de nouveaux gisements mais également en ciblant une croissance externe par de nombreuses acquisitions.

Depuis 2013, l'industrie a réussi à réduire de plus de 40% ses coûts et anticipe une réduction supplémentaire de 30% sur les 5 prochaines années, aidée par la fermeture des opérations les moins rentables ainsi qu'un effet devise favorable combiné à la baisse des prix de l'énergie. Les premiers effets de ces activités de restructuration ont d'ores-et-déjà permis à de nombreux producteurs de renouer avec la profitabilité.

Malgré ces améliorations structurelles et la forte performance du secteur sur les trois derniers mois, l'industrie aurifère se valorise actuellement sur des niveaux particulièrement attractifs, inférieurs aux moyennes historiques des 20 dernières années.



L'industrie aurifère doit aujourd'hui faire face à l'accélération de la déplétion des ressources minées. Le secteur anticipe que 2016 sera la première année de baisse de production dans l'histoire de cette industrie. Ce phénomène de déplétion sera exacerbé dans un futur proche suite à la raréfaction des nouvelles découvertes géologiques et aux faibles niveaux d'investissement pour le développement de nouveaux projets miniers. Par conséquent, les principaux acteurs seront dans l'obligation de consolider cette industrie afin d'assurer leur survie. Compte-tenu des faibles niveaux de valorisation du secteur, des premières opérations d'acquisition ont été réalisées dans ce sens.

Dans cet environnement, l'objectif du fonds R Mines d'Or est d'investir dans des actifs aurifères et miniers présentant un potentiel de création de valeur indépendamment des fluctuations des cours des matières premières. Afin d'atteindre cet objectif, la stratégie du fonds est de se concentrer sur les thèmes d'investissement ci-dessous :

R Mines d'Or se démarque également par son habilité à identifier et sélectionner les projets d'exploration les plus prometteurs qui deviendront les mines de demain.

Principaux thèmes d'investissement du fonds R Mines d'Or et exemples d'allocation

Génération de free cash-flow et désendettement	<ul style="list-style-type: none"> ■ Suite à la rationalisation des investissements, les principaux producteurs aurifères commencent retrouver un profil de rentabilité stable et durable. ■ L'amélioration des bilans financiers est également réalisée par la vente de certains actifs non-stratégiques. 	Barrick Gold Newmont Mining
Exposition favorable aux devises et réduction des coûts de production	<ul style="list-style-type: none"> ■ La dépréciation de certaines devises face au dollar combinée à la baisse des prix de l'énergie a été bénéfique pour l'augmentation des marges de certains producteurs. ■ Depuis 2013, les opérateurs miniers ont entrepris des programmes d'optimisation de leurs opérations afin de renforcer leurs marges. 	Agnico Eagle Detour Gold
Revalorisation des projets miniers en développement progressant vers leur première production	<ul style="list-style-type: none"> ■ En atteignant leur première production, les opérateurs réduisent leur profil de risque et profitent d'une expansion de leurs multiples de valorisation. ■ Ce processus nécessite l'identification des risques associés au développement afin d'assurer le succès des futures opérations. 	Torex Gold Newgold
Consolidation de l'industrie par la sélection de potentielles cibles d'acquisition	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le manque d'exploration et l'accélération de la déplétion des ressources nécessitent la réalisation d'acquisitions afin de préserver la pérennité des profils de production des principaux producteurs. ■ La prime moyenne d'acquisition est actuellement de 35%. 	Torex Gold Guyana Goldfields
Identification de business models innovants et diversification sur des métaux et minéraux stratégiques	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les royalties ou streaming deals permettent à des acteurs spécialisés de profiter de la hausse des cours des métaux précieux sans être exposés aux risques inflationnistes sur les coûts de production. ■ Certains métaux et minéraux sont aujourd'hui en déséquilibre offre / demande. 	Franco Nevada Mason Graphite

Performances cumulées et calendaires au 29 mars 2016

Gestion Actions	5 ans	3 ans	1 an	2016	2015	2014	2013	2012	2011	Volatilité 1 an
R Mines d'Or	-57,8%	-31,9%	9,7%	41,3%	-17,8%	5,3%	-53,1%	-13,0%	-20,0%	40,7%
FT Mines d'Or	-52,9%	-32,9%	14,0%	46,3%	-11,3%	-2,5%	-54,3%	-15,7%	-12,3%	42,0%

Caractéristiques de R Mines d'Or

Date de création : 12 juin 1996

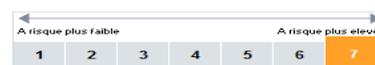
Indice de référence : FT Mines or (converti en Euro et dividendes réinvestis)

Valorisation : Quotidienne en euros

Code Isin : FR0007001581

Durée de Placement recommandée : Supérieure à 5 ans

Échelle de risque :



Source Rothschild. Tous droits réservés. Le présent document a uniquement une vocation informative et ne constitue pas une invitation à souscrire à l'OPCVM décrit, ni ne se substitue au DICI et au Prospectus de l'OPCVM. Les informations communiquées par le présent document n'ont pas de vocation contractuelle. Les souscriptions seront reçues et les parts ou actions seront émises conformément au DICI et au Prospectus de l'OPCVM concerné. Par ailleurs, ce document ne comprend pas les frais et commissions facturés pour l'émission et le rachat des parts ou actions de l'OPCVM. Rothschild & Cie Gestion ne garantit en aucune manière l'évolution de la performance d'un fonds et ne peut être tenu responsable de toute décision prise sur la base des informations contenues dans ce document. Les performances passées ne sauraient garantir les performances futures. Les performances ne sont pas constantes dans le temps. L'investissement dans l'une ou plusieurs parts ou actions de l'OPCVM n'est pas sans risque. Rothschild & Cie Gestion recommande aux investisseurs de se rapprocher de leurs conseillers financiers ou Rothschild & Cie Gestion avant toute prise de décision d'investissement, en particulier sur la pertinence des caractéristiques de l'OPCVM suivant leurs besoins. Le traitement fiscal dépend de la situation de chaque client et est susceptible d'être modifié ultérieurement. L'OPCVM géré par Rothschild & Cie Gestion présenté dans ce document est autorisé à la commercialisation conformément aux lois en vigueur en France. Avant toute souscription à une ou plusieurs parts ou actions de l'OPCVM, l'investisseur doit consulter la pertinence des DICI et des prospectus et notamment de la rubrique "profil de risque". Les statuts ou règlement de l'OPCVM, le DICI, le Prospectus et les derniers documents périodiques (rapports annuels et semi-annuels) de chaque OPCVM, peuvent être obtenus sur simple demande et gratuitement auprès de Rothschild & Cie Gestion - Service Commercial - 29, avenue de Messine - 75008 Paris - France. Ces documents sont également disponibles sur le site internet www.rothschildgestion.fr. Les parts ou actions de cet OPCVM ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act of 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une US Person (au sens du règlement S du Securities Act of 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA.