



Lettre Mensuelle

Décembre 2015

Indices	30/11/15	2015	2014
CAC	4957.60	+16.03 %	-0.47 %
CAC PME	1184.36	-0.75 %	n.s.
DAX 30	11382.23	+16.08 %	+2.65 %
FTSE 100	6356.09	-3.20 %	-2.71 %
SP 500	2080.41	+4.40 %	+11.39 %
Nasdaq 100	4664.51	+13.67 %	+1.43 %
Nikkei 225	19083.10	+14.06 %	+7.12 %
Shanghai SE	3457.73	+6.90 %	+52.87 %
Moscou RTS	846.93	-15.60 %	-45.19 %
Bombay BSE	26166.68	-0.77 %	+29.89 %
Sao Paulo Ibovespa	45120.36	-9.77 %	-2.91 %
MSCI Europe div nets réinv	202.07	14.25 %	6.84 %
MSCI World (USD) div nets réinv	4585.85	0.90 %	4.94 %
Philadelphia Gold and Silver (EUR)	43.71	-23.11 %	-7.42 %

Secteurs (France)	30/11/15	2015	2014
Pétrole et gaz	875.37	+9.26 %	-8.19 %
Mat. de base	1518.20	-3.08 %	-6.16 %
Ingénierie ndust.	894.21	+0.14 %	-4.21 %
Biens de consom.	2107.62	+24.73 %	+9.19 %
Santé	1562.02	+18.89 %	+4.61 %
Serv. aux consom.	1099.06	+3.22 %	+6.80 %
Télécoms	790.26	+15.55 %	+57.10 %
Serv. aux collect.	630.46	-14.90 %	-0.91 %
Sociétés financières	863.02	+16.99 %	-1.31 %
Technologie	1013.53	+25.53 %	+9.20 %

Sources : Tribune.fr, Bloomberg, Yahoo Finance, OCDE

La politique monétaire et ses limites

Conjoncture

Comme souvent, l'amélioration cyclique observée en zone euro en début d'année est perturbée par des phénomènes externes, cette fois par les interrogations sur la croissance chinoise. Le PIB de la zone euro a progressé de 0,3% en volume sur le troisième trimestre, tiré par la consommation et une évolution modérée de l'investissement et du crédit. La demande intérieure devrait être confortée par la politique monétaire et les réformes budgétaires engagées. Les dépenses publiques vont augmenter dans certains pays de la zone euro pour accueillir les migrants. La chute du prix du pétrole fin 2014 devrait améliorer le revenu disponible réel. Cependant les anticipations d'inflation sont revues à la baisse : 0,1% en 2015, 1% en 2016 et 1,6% en 2017. De son côté, la BCE intervient massivement pour pallier la faiblesse du commerce mondial et la lenteur des réformes structurelles. Son bilan représente désormais 40% du PIB de la zone, soit plus de mille milliards d'euros. Avec un taux de chômage croissant et le redémarrage difficile de l'investissement, l'économie française fonctionne sous perfusion de liquidités de la BCE, un régime qui pourrait perdurer jusqu'en mars 2017.

A l'image de celle de la Chine, la croissance mondiale est décevante cette année, tandis que celle du Brésil chute de 4,5% sur un an, une première depuis les années 30. Aux Etats-Unis, la croissance est de 2%.

Marchés

L'année 2015 se termine entre incertitude et espérance. Les marchés sont orientés à la hausse depuis fin septembre, malgré le repli relatif à la déception sur la croissance chinoise. Le principal élément en ce début décembre est l'anticipation par le marché d'une possible hausse des taux de la FED le 16 décembre, hausse maintes fois reportée depuis 18 mois. A l'inverse, les investisseurs reprochent à la BCE une politique encore trop timide : ainsi de la forte baisse du 3 décembre, alors qu'aux Etats-Unis, on observe une normalisation de la politique monétaire favorisée par la hausse du dollar et une contraction du taux de chômage.

Le marché a intégré que la croissance chinoise ne sera pas aussi forte que par le passé. Pékin incite les entreprises à augmenter marges et profits, et tient davantage compte des phénomènes de marché.

Conséquence de la divergence Fed/BCE, l'euro revient à son niveau du 1^{er} janvier ; certains analystes imaginent une possible parité en 2016.

Stratégie

Avec la baisse qui a suivi l'appréciation mitigée des dernières déclarations du Président de la BCE et la navigation pour l'instant à vue de la Réserve Fédérale, les valorisations relatives sont revenues en « haut de



	30/11/15	2015	2014
Euro/Dollar	1.0587	+0.86 %	-11.43 %
Once d'or (USD)	1072.30	-0.65 %	-0.22 %
Pétrole WTI(USD)	41.98	-1.25 %	-45.63 %

Taux d'intérêt	3 mois	10 ans	30 ans
France	-0.34	0.79	1.83
Allemagne	-0.43	0.47	1.33
Etats-Unis	0.17	2.21	2.97
Japon	-0.05	0.31	1.38

Taux BCE Refi			
04/09/14	0.05 %	08/12/11	1.00 %
05/06/14	0.05 %	03/11/11	1.25 %
07/11/13	0.25 %	07/07/11	1.50 %
02/05/13	0.50 %	07/04/11	1.25 %
05/07/12	0.75 %	07/05/09	1.00 %

Croissance	2015 (est)	2014
Zone Euro	+1.50 %	+0.80 %
Royaume-Uni	+2.30 %	+3.00 %
Etats-Unis	+2.00%	+2.20 %
Japon	+0.80 %	+1.10 %
Chine	+6.90 %	+7.40 %
Brésil	-2 ,60 %	+0.30 %
Inde	+7,40 %	+5.40 %
Russie	-4,10 %	+0.30 %

fourchette » : plus de 17 fois aux Etats-Unis, 14 en Europe. Les primes de risque sont redevenues élevées, alors que la hausse du dollar est un handicap pour les émergents, déjà pénalisés par la baisse des matières premières (et le véritable effondrement du prix du pétrole). Certes, les liquidités très abondantes alimentent le marché, mais sa volatilité est très importante.

Dans l'attente de la décision de la Banque Centrale américaine, nous préférons réduire la voilure sur les comptes-titres et les comptes PEA, notamment en diminuant notre exposition aux marchés d'actions américaines (Etats-Unis) et émergents (Chine), d'environ 10 points globalement. Nous maintenons nos positions sur les marchés d'actions européennes, moins risqués. Nous réinvestissons ces allègements partie dans notre fonds patrimonial, partie en monétaire.

Côté PEA PME, nous demeurons investis, considérant d'une part que ces comptes supposent presque toujours la détention de PEA par ailleurs, sur lesquels nous procédons à des allègements, et d'autre part que les PME et ETI ont montré leur décorrélation du marché.

Calendrier

2 décembre	Etats-Unis	Livre Beige de la réserve Fédérale
3 décembre	Zone euro	décision de la BCE sur les taux d'intérêts
4 décembre	Etats-Unis	créations d'emploi et taux de chômage (novembre)
10 décembre	Royaume Uni	décision de politique monétaire
	Zone euro	résultats du 3 ^{ème} « TLTRO » (aide spécifique aux banques) de la BCE
	Etats-Unis	budget fédéral (novembre)
11 décembre	Etats-Unis	indice de confiance du Michigan
12 décembre	Chine	prod ind., ventes au détail, investissement
15 décembre	Allemagne	indice ZEW du sentiment des investisseurs
16 décembre	Zone euro	inflation (novembre)
	Etats-Unis	mises en chantier, p. de construire novembre
	Etats-Unis	décision de la FED sur les taux d'intérêts
17 décembre	Japon	réunion de politique monétaire
	Allemagne	indice IFO climat des affaires
	Etats-Unis	inscriptions au chômage sem. 12 décembre
22 décembre	Etats-Unis	PIB définitif du troisième trimestre
24 décembre	Allemagne	marchés fermés
25 décembre	Europe, Etats-Unis	marchés fermés
28 décembre	Royaume Uni	marchés fermés
31 décembre	Japon, Allemagne	marchés fermés

Jean-François Dulcire
Directeur Gestion Privée
Rédigé le 10 décembre 2015

Ce document est strictement confidentiel et à usage exclusif des destinataires. Il ne peut être reproduit, communiqué, ou publié, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable et écrite de Tocqueville Finance S.A. Ce document ne saurait être interprété comme un engagement contractuel ou précontractuel de la part de Tocqueville Finance S.A. Il est produit à titre purement indicatif et peut être modifié à tout moment sans préavis.

Prospectus des fonds disponibles auprès de Tocqueville Finance ou sur le site www.tocquevillefinance.fr