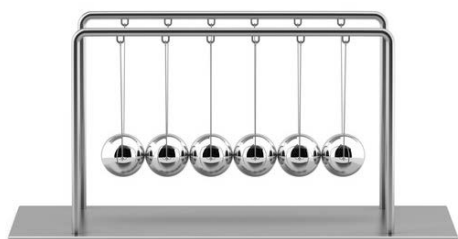


Les investisseurs sont maintenant capables d'exécuter des ordres de bourse en une poignée de microsecondes. En revanche, leur façon d'appréhender le monde en mouvement est bien plus lent.



UNE SITUATION DURABLE N'EST PAS SANS FIN



Brexit, Géopolitique... : une nouvelle remise en cause de la théorie moderne du portefeuille

Selon la « Théorie moderne du portefeuille »⁽¹⁾ les marchés sont efficients. Chaque information connue serait instantanément intégrée par les investisseurs donc dans le prix des actifs. Cette théorie est battue en brèche depuis plusieurs années par d'autres approches très enrichissantes souvent liées à la psychologie des investisseurs. Les événements récents comme le Brexit ou la situation géopolitique apportent un nouvel angle de critique de l'efficacité des marchés.

La publication d'un résultat d'entreprise, d'une variable macro-économique sont des éléments dont il est facile de traduire l'impact sur une valeur, un secteur ou un indice boursier. Même un événement aussi imprévu qu'un tremblement de terre peut être traduit financièrement mais le degré d'incertitude est plus élevé. Dans le cas de la situation géopolitique européenne, cela est plus compliqué. Comment mesurer l'impact du Brexit, de la guerre contre l'islamisme et de son corollaire - les attentats -, de la montée des partis « anti-système »... Cela est impossible. Soit les marchés réagissent avec excès, et nous

cherchons à en profiter, soit ils semblent demeurer insensibles. Pour les adeptes de la « Théorie moderne du portefeuille », et les investisseurs qui s'appuient sur la lecture des cours (chartistes), cela revient à considérer que l'information est intégrée ou que rien ne s'est passé. A nos yeux, il s'agit là d'une erreur. Ce n'est pas parce qu'un sujet ne fait plus la Une qu'il n'existe plus et que son impact sur le marché a disparu. Le monde est en mouvement. **Les tendances les plus lourdes sont les plus lentes et souvent celles dont la presse parle le moins avant qu'elles ne soient patentes. Difficile de gagner de l'argent avec ce que tout le monde sait.**

Par exemple, rappelons-nous de la réaction du marché à l'annonce de la remontée des taux d'intérêt de la Fed le 16 décembre dernier. Fallait-il conclure de l'absence de réaction des marchés que l'impact était mineur ? Non bien sûr. Ils ont chuté à partir du 31 décembre. L'annonce du départ la Grande-Bretagne de l'Union Européenne a surpris tout le monde (osons le trait d'humour : il s'agissait d'une « surprise partie »). Les marchés ont chuté dès les résultats connus. Ils ont maintenant atteint, dans leur grande majorité, des niveaux nettement plus élevés qu'à la veille des résultats du référendum. Ce qui était analysé comme un risque systémique par certains est désormais perçu comme l'assurance de politiques monétaires accommodantes, tandis que l'impact économique demeurerait limité à la Grande-Bretagne. Pourtant **le risque d'une dislocation de l'Union Européenne va piano mais crescendo depuis le 24 juin 2016.**

Des anticipations d'inflation trop basses

Les difficultés de la Grande-Bretagne ne doivent pas être minimisées. Mais le pays a au cours de son histoire fait preuve d'une résilience notoire. Restant le cœur de la finance européenne, avec une devise affaiblie et sans doute une pression à la baisse des rémunérations, le pays retrouvera le chemin de la croissance, probablement plus rapidement que prévu - l'achat de Livre Sterling dans les mois à venir pourrait constituer une opportunité unique -. C'est là que le risque de désagrégation de l'Europe sera le plus élevé. D'ici là, les élections majeures américaines, françaises et allemandes seront derrière nous. Quelle que soit la couleur des partis dirigeants, et surtout en cas de victoire d'un parti extrémiste, leur politique sera teintée de populisme. Qu'il s'agisse de maintenir la cohésion européenne ou de sortir du club européen, cela passera par des programmes de baisses d'impôts, des dépenses d'infrastructures... Bref de la dette. Celle-ci sera sans doute moins taboue en Europe si Mme Merkel n'est pas reconduite dans ses actuelles fonctions, hypothèse qui gagne en crédibilité. Après 30 ans de politique libérale, de capitalisme, de mondialisation, les économies développées cherchent à amender leur modèle. La globalisation recule depuis 2 ans. **Ce contexte est propice à une résurgence de l'inflation, voire de la stagflation**, tant la dynamique de croissance paraît affaiblie. **Les marchés ne sont vraiment pas préparés à ce panorama.**

L'impact sur les taux à long terme

Les taux d'intérêt à long terme sont la somme de la croissance économique, des anticipations d'inflation et d'une prime de risque. Celle-ci peut être positive ou négative. La croissance économique mondiale va decrescendo depuis 6 ans. Cela ne devrait pas changer drastiquement mais la tendance est plutôt à l'amélioration dans les pays émergents et dans une moindre mesure en Europe. Si l'inflation risque de se raffermir dans les années à venir, c'est surtout la prime de risque, actuellement évaluée autour de -1%, qui pourrait revenir en territoire positif. Selon l'analyse de l'ancien patron de la Fed, Ben Bernanke, c'est sa chute qui explique le niveau des taux d'intérêt à long terme actuels.

Pour le moment, les investisseurs ne demandent pas de prime en compensation d'un risque possible à venir. Cela pourrait changer rapidement. Le monde de demain pourrait rendre « l'actif sans risque » risqué et être fort différent de celui d'aujourd'hui. Il y a 35 ans M. Volcker, alors patron de la Federal Reserve, engageait son combat contre l'inflation. Les consommateurs et investisseurs s'étaient habitués à une inflation entre 4% et 14% pendant 13 ans. En août 1981, les taux d'intérêt à 10 ans atteignaient 16% aux Etats-Unis et près de 12% en Allemagne. Qui aurait pu prévoir que les taux d'intérêt deviendraient négatifs ? Nous en conservons une leçon : **une situation durable n'est pas sans fin**. Il faut repenser la notion de risque et donc la gestion de portefeuille dès maintenant.

Le marché laisse filtrer quelques indications

Anticiper la fin d'une tendance longue de 35 ans est quelque peu ambitieux. Toutefois, force est de constater que **plusieurs signaux récents vont dans le même sens** :

- Malgré la batterie de données macro-économiques décevantes aux Etats-Unis (ISMs, Rapport sur l'emploi) ces derniers jours et malgré le report des anticipations de hausse des taux de septembre à décembre, les taux d'intérêt à long terme ont fait preuve d'une résistance inhabituelle.
- Le secteur bancaire surperforme. Il retrouve de la marge de manœuvre avec la pentification de la courbe des taux.
- Les valeurs cycliques et les pays émergents surperforment. Ils sont habituellement favorisés par une amélioration des perspectives de croissance.
- **La petite musique jouée par les Banques Centrales a discrètement changé.** Depuis Jackson Hole, les commentaires des membres de la Fed indiquent que le stimulus est allé trop loin. La semaine dernière, le discours de la BCE, sans exclusion de nouvelles actions, semblait bien éloigné de celui entendu en décembre dernier dans lequel il expliquait qu'il n'y avait pas de limite à la taille du bilan de la BCE pour atteindre l'objectif d'inflation. Le Brexit n'a pas engendré le cataclysme craint par certains. La perspective de sa mise en œuvre est maintenant repoussée à 2019. **Les Banques Centrales ont réduit leur niveau d'alerte.**

- Les secteurs corrélés aux taux d'intérêt, en particulier ceux à dividendes élevés (utilities, immobilier, telecoms, consommation non cyclique) commencent à sous-performer. La baisse des rendements sur la classe obligataire ont poussé les investisseurs à les rechercher sur des actifs de plus en plus risqués. Cette recherche est devenue tellement exacerbée qu'elle a poussé les valorisations à des niveaux déraisonnables. On comprend l'attrait de ces secteurs. Par exemple, aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à long terme autour de 1.5% ne sont pas compétitifs versus des rendements sur dividende supérieurs à 3.0% sur certains secteurs... en apparence. Le comportement du secteur des Utilities est habituellement symptomatique. Depuis 1 mois et demi, le secteur et le marché divergent. A priori le rendement de 3.1% sur les Utilities est plus attractif que 1.5% sur un emprunt à 10 ans, d'autant que l'on pourrait imaginer obtenir un gain en capital sur le premier mais évidemment pas sur le second. Mais 3.1% de rendement c'est le plus bas que propose le secteur depuis 2008. Le price earning est à 19 fois les résultats 2016 au plus haut depuis le début des années 2000. Le ratio price to sales se monte à 2 au plus haut depuis le milieu des années 1990. Pour imaginer la situation : Si le Mc Donald décidait de vendre le Big Mac 1.000€, sans doute y aurait-il plus de monde chez « Le Cinq »⁽²⁾ pour dîner à un prix de 700€. Mais si l'on sait 1/ qu'il est possible que Mc Donald décide de baisser ses prix sans prévenir et 2/ qu'habituellement le dîner chez « Le Cinq » est à 300€ alors vous ne dînez ni chez Mac Do, ni chez « Le Cinq ».

Une tendance aussi lourde ne devrait pas être remise en cause abruptement mais le point d'inflexion pourrait être derrière nous.

Comment se préparer ?

Comment tirer parti d'une recrudescence des craintes d'inflation ? Nous avons bâti en septembre 2013, l'allocation **INFLATION PROTECTION**. Malgré un environnement déflationniste, nous avons pu réaliser une performance très satisfaisante : +22.1% depuis le lancement, soit 7.3% annualisés pour une allocation dont la part en action en limitée entre 0% et 60%. Notre allocation **CONTRARIAN** est également bien positionnée pour profiter de la situation. Son exposition aux valeurs bancaires lui permettra de bénéficier de la hausse des taux long. Nos abonnés peuvent consulter et répliquer les allocations.

Pour les investisseurs audacieux, **acheter des ETF bear sur les emprunts d'Etats allemand** est une solution qui peut être envisagée. En effet, son taux étant encore négatif ou proche de zéro, vous n'êtes pas pénalisé pour attendre d'avoir raison. Un choix moins radical qui permettrait de profiter d'une résurgence des anticipations d'inflation sans risque de taux, donc contrairement aux obligations indexées à l'inflation, est d'**acheter le « breakeven d'inflation »**. Lyxor a lancé récemment un ETF de ce type. Le Lyxor EUR 2-10Y Inflation Breakeven UCITS ETF est conçu de manière à fournir une exposition aux points morts d'inflation en prenant des positions longues sur les obligations indexées sur l'inflation émises par la France et l'Allemagne et courtes sur les obligations des mêmes pays et d'échéances similaires.

Sources : MKM Partners, BCA research, Zulauf Asset Management, LPL Financial, J. Authers

(1) La « Théorie moderne du portefeuille » est une théorie financière développée en 1952 par Harry Markowitz. Elle expose comment des investisseurs rationnels utilisent la diversification afin d'optimiser leur portefeuille, et quel devrait être le prix d'un actif étant donné son risque par rapport au risque moyen du marché. Le modèle fait l'hypothèse que les marchés d'actifs financiers sont efficients. C'est l'hypothèse d'efficience du marché selon laquelle les prix et rendements des actifs sont censés refléter, de façon objective, toutes les informations disponibles concernant ces actifs. (Wikipédia)

(2) Le Cinq est le restaurant gastronomique de l'hôtel Georges V à Paris qui vient d'obtenir sa 3ème étoile au guide Michelin.

Ces graphiques ont retenu notre attention



Nikkei 225

Le canal haussier construit ces 2 derniers mois pourrait mener à la rupture du canal horizontal dans lequel est enfermé le marché japonais depuis février dernier. Le potentiel de hausse serait alors d'environ 10%. Dans le cas contraire, un retour vers les plus bas de l'année est envisageable.



EuroStoxx 50

L'indice de la zone euro se situe dans une configuration similaire à celle du Nikkei 225.

Rédigée le 12 septembre 2016
Régis Yancovici
Fondateur ETFinances



Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas d'un « Conseil en Investissement » personnalisé. L'ensemble des personnes physiques ou morales en relation avec les clients ou prospects de Pragmages ou ses éventuelles filiales sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition. Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.