

## N°33 – 14 avril 2016

Le 1<sup>er</sup> trimestre a été digne des montagnes russes : des bas, des hauts et retour au point de départ. Les investisseurs ont le tournis. Voici quelques repères pour le 2<sup>nd</sup> trimestre.



### QUE RETENIR DU 1<sup>ER</sup> TRIMESTRE ? QUE PENSER DU 2<sup>ND</sup> ?



Voici ce que nous retiendrons du 1<sup>er</sup> trimestre :

- Les performances ont été proches de l'équilibre (+0.4%) malgré un retournement haussier à mi-parcours.
- Les stratégistes sont totalement passés à côté. Ils estimaient que le dollar ne pouvait que monter, que l'or ne pouvait que baisser et que la zone euro et le Japon devaient être surpondérer ; les taux d'intérêt devaient remonter. Résultat : Les meilleures performances de 1<sup>er</sup> trimestre ont été : Pérou, Brésil, Colombie. L'Europe et le Japon ont délivré une performance de -2.4% et -6.4%. Le dollar a baissé de 4.0%. Enfin, l'or gagne 16%
- Les performances ont été les plus mauvaises dans les pays où la politique monétaire utilise l'arme des taux négatifs, comme en Suisse et au Japon. Le secteur financier a pesé. Les banques recignent à taxer les déposants à court terme. Leur profitabilité est donc mise sous pression et leur désir d'octroyer des crédits se réduit.

Si les banques décidaient de pénaliser les déposants, ceux-ci conserveraient des liquidités. Dans un récent sondage réalisé par la banque ING, plus de 75% des personnes interrogées préféraient détenir du cash plutôt que de les laisser à la Banque si elle devait appliquer un taux négatif. Sans ce financement de court terme, les banques seraient pénalisées pour prêter à long terme.

- Le retournement à la baisse/hausse sur le dollar/pétrole explique les performances sectorielles. Les pays émergents, en particulier les producteurs de matières premières, et les valeurs cycliques ont largement surperformé. L'exact contraire de 2015.
- La principale leçon à retenir est peut-être de savoir conserver son sang-froid. Souvenez-vous de l'appel de la banque RBS « Sell Everything » le 11 janvier. Les opportunités se font jour lorsque tout le monde se bouscule pour sortir.

A ce stade, le rebond violent des 8 dernières t sembles s'expliquer par les débouclages des positions les plus appréciées de 2014/2015 : long dollar, short emerging market, short commodities. Selon Bespoke Investment Group, à fin mars, 93% des valeurs du S&P500 étaient au-dessus de la moyenne 50j. Cela n'arrive en moyenne que 2 jours par an. Un argument pas suffisant pour vendre mais suffisant à nos yeux pour ne pas acheter. Même si la hausse se poursuivait encore quelques semaines, la perspective des élections américaines et le risque de la sortie de la Grande-Bretagne de l'Union Européenne pourraient être des catalyseurs suffisants pour entamer une nouvelle phase de baisse.

Par ailleurs, la Fed pourrait durcir son discours dans les prochaines semaines. Elle n'a pas abandonné son objectif de normalisation de sa politique monétaire. Sa politique est un arbitrage entre la situation internationale (économie et marchés financiers), l'inflation et le marché de l'emploi américain. L'amélioration sur le premier front lui permettra de répondre aux autres critères dans sa prise de décision. Les investisseurs semblent l'avoir oublié. Mme Yellen aura des arguments pour cela. Elle a reconnu que l'inflation approchait son objectif. L'indice PCE progresse de 1.7%. Plus clair encore, le changement de ton de l'éminent et très écouté patron de la Fed de St Louis M. Bullard. En quelques semaines, il passe de l'idée selon laquelle il ne fallait plus remonter les taux d'intérêt à la réunion de mi-mars, ce qui a été fait, à la proposition de remonter les taux dès ce mois-ci - un seul prévisionniste sur 60 croit à cette hypothèse-.

**La hausse pourrait se maintenir encore quelques semaines, en particulier en zone euro et au Japon sous l'effet du baisse de la devise. Mais le prochain mouvement majeur devrait être baissier.**

## DIVERSIFICATION



Devant le manque d'attractivité des marchés d'actions, nous avons introduit ces derniers mois des trackers sur les devises. Notre pari était simple. Le différentiel de politique monétaire entre les Etats-Unis d'une part et la zone euro et le Japon d'autre part, ainsi que les niveaux de valorisation atteints devaient permettre une remontée de l'euro et du yen. L'achat d'euro et de yen permettait également de se prémunir contre une baisse des marchés. Nos attentes, à l'époque très éloignées du consensus, se sont pleinement matérialisées. Le consensus s'appuyait sur le différentiel de taux. Le 10 ans américain à 1.8% contre 0% à 0.2% en Allemagne et au Japon ne pouvait que faire monter le dollar. Mais « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel », même s'ils sont bien arrosés rajouterai-je. Certains analystes supposent que ce retournement haussier provient d'un accord secret au G20 de Shanghai fin mars. Si tel est le cas, nous n'étions pas dans la confidence ;)

L'action des Banques Centrales a créé des excès sur le marché des devises qui peuvent être mis à profit. Nous maintenons une poche importante sur les devises dans les allocations diversifiées.

**Nos préférences : ETFS LONG NOK  
SHORT EUR, ETFS LONG JPY  
SHORT EUR et ETFS SHORT USD  
LONG EUR**

# INFLATION : UN RISQUE A NE PAS MINIMISER



L'incapacité des banques centrales et des politiques fiscales à réanimer la croissance et à conjurer le risque de déflation masque dans l'esprit des investisseurs un retour progressif de... l'inflation. Je ne parle pas de celle des marchés financiers, ni des matières premières. Mais de l'inflation tirée par la hausse des salaires. Les études de la Fed d'Atlanta indiquent une inflation de 3.0% en février. Les salaires augmentent alors que le marché du travail se tend. L'association américaine NFIB estime que les entreprises américaines ont de plus en plus de mal à trouver des travailleurs qualifiés, signe que la progression des salaires devrait se poursuivre. Le JOLT Index (Job Openings and Labor Turnover Survey) indique que le nombre de salariés quittant leur poste progresse. La remontée du taux de chômage américain de 4.9% à 5.0% ne doit pas être mal interprétée. Elle s'explique par le fait que les américains sont plus nombreux à se remettre à chercher du travail. Ce sont des signes d'une grande confiance dans le marché du travail.

Des salaires soutenus dans un contexte de croissance molle n'augurent rien de bon pour les marges des entreprises. Une nouvelle fois, les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre 2016 aux Etats-Unis s'annoncent délicats. 94 sociétés ont déjà fait des pré-annonces négatives. Un record depuis le 4<sup>é</sup> trimestre 2013. Le secteur pétrolier n'est pas le coupable. La technologie, la consommation cyclique et la santé sont les secteurs les plus représentés. Si les résultats baissent au 1<sup>er</sup> trimestre 2016, cela fera 4 trimestres d'affilés. Une statistique inconnue depuis le 3<sup>é</sup> trimestre 2009.

Cette remontée des salaires n'est pas qu'un effet cyclique. C'est aussi une volonté politique qui risque d'être une tendance durable au niveau mondial :

- Les gouverneurs des États de New York et de Californie ont ratifié début avril deux lois portant le salaire minimum horaire respectivement de 9\$ et 10\$ à 15\$. Cette tendance devrait se poursuivre, en particulier si Mme Clinton emporte la présidentielle
- Le salaire moyen chinois accélère. La volonté du gouvernement de ré-équilibrer la croissance au profit de la consommation impose une poursuite de cette tendance.
- L'accélération des gains de productivité grâce à la robotisation dans les secteurs industriels et des services, pour être acceptée, devra aller de pair avec une hausse des salaires, une hausse du salaire minimum, voire la création d'un revenu de base universel donné à chacun. C'est une idée qui pourrait faire son chemin dans les années à venir.
- La hausse des salaires peut être une réponse facile à la montée du populisme en Europe.
- Les Etats qui empruntent à taux négatifs pourraient financer d'importantes baisses d'impôts et redonner du pouvoir d'achat aux consommateurs.

Selon le célèbre stratégiste de Blackstone, Baron Wien, nous sommes à un point d'inflexion et d'ici 12 mois la crainte d'inflation aura largement supplanté la crainte de déflation.

Le comportement des marchés du 1<sup>er</sup> trimestre nous offrirait-il un signal précurseur que les perspectives d'inflation s'améliorent ? S'agit-il d'une réaction de marché à une baisse excessive des années passées ? Peut-être. Notre analyse indiquant de possible tension sur les prix couplé au comportement des marchés du 1<sup>er</sup> trimestre, tandis que les investisseurs sont encore focalisés sur le risque déflationniste rend le contexte propice au questionnement.

Mais le comportement des emprunts d'état toujours plus haut ne conforte pas cette analyse même si l'action des Banques Centrales perturbe le message provenant du marché obligataire. Il paraît trop tôt pour se positionner en conséquence. Mais ce sujet doit être maintenant surveillé.

**Notre allocation « INFLATION PROTECTION » pourrait être utile dans les années à venir.**

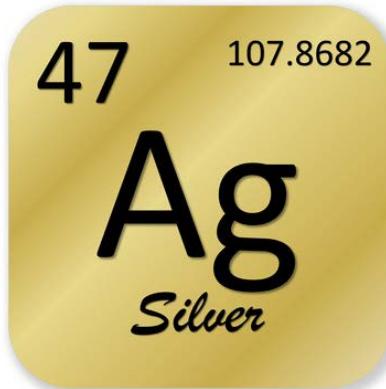
## VALUE OU CROISSANCE ?



Le rebond récent a remis au goût du jour le débat sur la Value. Cette thématique chargée en valeurs bancaires et cycliques a sous-performé depuis 2 ans. Nous la recommandions pour profiter des excès baissiers dans notre lettre Prism'Marchés du mois de février. Nous ajustons désormais notre message. Si la Value demeure relativement attractive à long terme, le contexte des prochains mois ne devrait plus favoriser ce thème. La sousperformance de la thématique a été accompagnée d'une dégradation des perspectives bénéficiaires, même en excluant les valeurs pétrolières. De leur côté, les valeurs de croissance ont vu leur capacité bénéficiaire s'améliorer. Ainsi, nous recommandons de revenir vers les valeurs défensives et de croissance à court et moyen terme (1 mois à 9 mois environ). Il y aura d'autres fenêtres pour renforcer la Value.

**Nous vendons MARKET VECTORS OIL SERVICE dans l'allocation Contrarian en plus-value de 18.1%, DB X-TRACKERS MSCI TAIWAN IN en plus-value de 24.6%, allégeons DBX II AUSTRALIA BONDS en plus-value de 4.1%**

## L'ARGENT VA A L'ARGENT



Il n'a échappé à personne que l'or a été la meilleure classe d'actifs depuis le début de l'année. Notre recommandation d'acheter des mines d'or au mois d'octobre a permis à nos clients de réaliser une plus-value de 73% en 6 mois. Il est désormais plus délicat de recommander cette position, en particulier si la Fed durcit son discours. En revanche, l'argent mérite le détour. Si l'or est au plus haut depuis 15 mois, l'argent n'a pas dépassé son sommet d'octobre 2015. Pourtant le renversement haussier, déjà visible sur les mines d'argent et l'indice S&P/BVL (indice de la bourse péruvienne ; le Pérou est le 3<sup>e</sup> exportateur d'argent dans le monde), prend forme sur le métal blanc. La valorisation de l'argent n'est pas plus simple que celle de l'or, aucun des deux ne produisant de revenus. En revanche, la valorisation relative est intéressante. En moyenne depuis plus de 50 ans, il faut entre 50 et 60 onces d'argent pour acheter 1 once d'or. Nous en sommes à 80. Pour acheter l'argent n'a jamais été aussi bon marché vis-à-vis de l'or depuis plus de 20 ans.

**Nous avons allégé COMSTAGE ETF GOLD BUGS et vendons SPDR GOLD SHARES et achetons ETFS EUR HEDGED SILVER dans l'allocation Guerre Protection.**

# EMERGING MARKET



Les pays émergents ont été une des meilleures classes d'actifs au 1<sup>er</sup> trimestre. Depuis quelques semaines, les études recommandant un retour sur cette zone s'accumulent. Pourtant, nous nous ne recommandons pas d'y investir, en dehors de quelques cas spécifiques.

Le discours de Mme Yellen a été plus conciliant qu'attendu. Il a permis au dollar de se replier réduisant ainsi la pression baissière sur les devises émergentes. Mais nous ne croyons pas que la baisse des bourses émergentes ne tienne qu'au comportement du dollar. D'ailleurs la corrélation entre les deux n'a pas toujours été négative. Entre 2011 et 2015, le MSCI Emerging market a peu réagi aux mouvements du dollar.

Les marchés émergents dans leur ensemble demeurent un « call » sur la croissance de l'économie mondiale. Les derniers commentaires du FMI ne sont pas rassurants. De son côté, le bureau d'analyse BCA Research, estime que la performance relative des valeurs industrielles suédoises sont un bon indicateur avancé du comportement des indices émergents.

En effet, le secteur est composé de sociétés très internationalisées qui donnent une image fidèle des dynamiques économiques mondiales. Leur rebond s'essoufflant, le rebond des marchés émergents pourrait être proche de son terme. Les derniers chiffres rassurants sur l'économie chinoise ne doivent pas faire illusion. La croissance est nourrie par la dette. Les autorités ont repris leur ancienne méthode : relance budgétaire, investissements dans les infrastructures. La Chine a certainement besoin d'infrastructures, en particulier dans l'est et le nord du pays. Le niveau de dette atteint n'est pas forcément un problème. Le ratio Dette/PIB n'est pas particulièrement inquiétant comparé au Japon, à la Corée ou aux Etats-Unis. Le plus inquiétant provient du taux de croissance de la dette. Elle a cru entre 2007 et 2014 comme dans aucun autre pays. La normalisation de la croissance de la dette induira un coup de frein de la croissance.

**L'allocation « EMERGENTS » est investi au niveau de sa borne basse, soit 80%.**

\*

Rédigée le 14 avril 2016  
Régis Yancovici  
Fondateur ETFFinances



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.