

Les marchés donnent des signaux divergents. La phase de baisse attendue pourrait être différée. Le dollar sera un précieux indicateur pour confirmer le scénario. Pour le moment, nous conservons un biais prudent. Mais ce n'est pas le moment d'être dogmatique.



LA CLE DOLLAR



Les marchés aiment surprendre les investisseurs en les prenant à contrepieds. Les exemples sont légion. C'est pourquoi sans esprit ouvert et remise en question, difficile de performer. Depuis un an, nous avons attiré votre attention sur les risques d'une baisse significative des marchés avec un réel succès. Nous estimons encore qu'un ajustement significatif des valorisations est devant nous. Mais pour les tous prochains mois, la surprise pourrait venir de la bonne tenue des marchés d'actions. La phase de baisse que nous anticipons serait différée.

L'amélioration boursière récente a besoin pour se poursuivre d'une amélioration des perspectives de résultats aux Etats-Unis, d'une accélération chinoise ou d'une nette décrue du dollar. Les résultats du 1^{er} trimestre des entreprises américaines vont probablement constituer le point bas. Dès le trimestre prochain, les résultats devraient commencer à afficher une croissance séquentielle. Mais, il est sans doute trop tôt pour escompter une reprise soutenue et durable. Les précédentes sorties de récessions bénéficiaires ont été accompagnées par un fort rebond de la production industrielle. Pour le moment, elle est mal orientée. De son côté, l'économie chinoise montre des signes encourageants. Mais selon nous, cette amélioration n'est pas extrapolable au reste de l'année, tant elle crée de la dette. La Chine n'a pas choisi d'objectif clair entre le contrôle de l'endettement -public et privé- et le maintien de son taux de croissance.

Pour stabiliser le ratio dette/PIB, sans même songer à le réduire, il faudrait que la croissance de la dette tende vers la croissance du PIB. Le premier croît à un rythme de 12%, le second à 6% environ. Une baisse du crédit de cette ampleur provoquera un ralentissement significatif.

Le dollar reste la principale clé pour permettre à la bonne tenue récente des marchés de se maintenir. Sa baisse récente permet en particulier aux économies émergentes d'améliorer rapidement leur déficit commercial et donne aux autorités locales une plus grande marge de manœuvre pour stimuler leur économie. Le dollar s'est stabilisé contre les grandes devises depuis près d'un an et depuis l'automne contre les devises émergentes. Une phase de retournement est en cours. Nous en avons parlé. Notre recommandation de miser sur sa baisse contre le yen et l'euro contre le dollar a été payante. Depuis le début de l'année, l'appréciation du yen et de l'euro se monte à 11.7% et 4.6 %. Les raisons de ce mouvement sont connues. Il ne reste plus qu'une seule hausse des taux anticipée en 2016, probablement en décembre. La volatilité de l'hiver et l'affaiblissement économique ont convaincu la Fed de faire une pause. La politique de la BCE et la BoJ semble toucher ses limites. L'inaction de la BoJ le mois dernier le confirme.

La question centrale pour les semaines et mois à venir est de savoir si ce changement de tendance est durable. Le consensus estime que la baisse du dollar n'est qu'un répit. La logique est la suivante. La baisse du dollar va apporter un surcroît d'inflation aux Etats-Unis dans un contexte de progression des salaires. La Fed réagira en reparlant de la normalisation de sa politique monétaire. Cela provoquera une remontée d'un dollar, une nouvelle chute des matières premières et des pays émergents. Nous souscrivons à cette analyse. Néanmoins son timing doit être affiné.

La Fed pourrait maintenir un discours accommodant plus longtemps qu'initialement anticipé. D'une part, elle est plus soucieuse de la situation internationale qu'à l'accoutumée. D'autre part, le ralentissement de l'économie américaine pourrait faire passer au second plan l'amélioration du marché du travail à court terme, d'autant que la dernière publication n'a pas impressionné. Plus gênant, le comportement boursier du secteur du travail temporaire est décevant. Les publications de résultats ont souvent été l'occasion de forts dégagements (ManpowerGroup, Korn Ferry) et les cours sont pour certains au plus bas de l'année (Robert Half International). Ces déceptions micro incitent à s'interroger sur la macro. Enfin, l'action de la Fed pourrait avoir des répercussions sur l'élection présidentielle, ce qu'elle souhaite éviter plus jamais, ne serait-ce qu'au regard du niveau d'impopularité exceptionnel des deux prétendants. La remontée des taux d'intérêt, toujours nécessaire dans l'esprit de Mme Yellen, ne manquerait pas de provoquer des remous sur les marchés, comme en décembre dernier. Cela serait bénéfique à M. Trump. Le moral des américains est très sensible au mouvement des marchés financiers. Or le candidat Républicain a affirmé qu'il remplacerait le Président de la Fed s'il était élu. Dans l'esprit de Mme Yellen, ne rien faire, c'est déjà faire quelque chose. C'est sauver son poste. **La surprise pourrait venir du fait que le dollar reste plus faible, plus longtemps que prévu par le consensus.**

L'analyse graphique est éclairante. Le Dollar index (dollar contre un panier de devises majeures) sort d'un canal horizontal formé depuis un an. Sa rupture, qui doit être confirmée, ouvrirait probablement une période de net affaiblissement du dollar. Le Yen (14% de l'indice) s'étant déjà considérablement apprécié, les regards se tournent vers l'euro (58% de l'indice). Une franche rupture de la zone des 1.15\$-1.16\$ confirmerait l'affaiblissement du dollar vers la zone des 1.23\$ à minima. Nous pensons cela possible. De son côté, la livre sterling contre le dollar (12% de l'indice) semble construire une figure de retournement haussier en tête-épaule. Elle est en phase de pull-back (retour sur la ligne de cou). Une nouvelle phase hausse du GBP/USD est prévisible, sans doute une fois le référendum derrière nous.

Cette fenêtre de baisse du dollar pourrait durer plusieurs mois. Elle a des conséquences importantes :

- Les actions et les matières premières (métaux précieux) poursuivent leur hausse
- Les pays émergents surperforment
- Les actions de la zone euro sousperforment nettement

Il s'agirait selon nous d'une période préalable à une baisse de plus grande ampleur. La Fed va retrouver des marges de manœuvre une fois les élections passées qui lui permettront de remonter ses taux d'intérêt :

- Les tensions sur les salaires américains s'exacerbent progressivement
- La détente du dollar et le maintien des taux bas vont apporter un surcroît de croissance au 2^{ns} semestre

Il n'est pas inhabituel que de grandes phases de revalorisation du dollar soient ponctuées par des phases de baisse. Par exemple, entre 1995 et 2000 l'EUR/USD est passé de 1.40 à 0.8250, soit une hausse du dollar de 70%. Mais le dollar s'est affaibli de 18% entre août 1997 et octobre 1998.

Euro/Dollar



Dollar/Livre



La perspective d'une poursuite de la baisse du dollar incite à revenir vers une position neutre en attendant qu'elle se confirme. Il s'agit d'un mouvement dans une optique tactique qu'il est difficile de recommander dans une Lettre à rythme mensuelle.

LE JAPON A SURPRIS ET VA SURPRENDRE



La Banque Centrale Japonaise (BoJ) a surpris le mois dernier par son inaction. Une accentuation de sa politique de taux négatifs était attendue par le consensus. Cela a envoyé un message d'impuissance face au risque déflationniste et à la remontée du Yen. Pourtant, une pause dans l'action de la BoJ était prévisible. Elle achète actuellement 80 trillions de yen d'emprunts d'état sur une base annuelle. Cela représente le double des émissions. D'ici la fin de l'année, elle détiendra près de 40% du stock total d'obligations japonaises. La raison pour laquelle la BoJ a pu acheter un tel montant de façon transparente est que, dans le même temps, le fonds de pension public GPIF (Government Pension Investment Fund) réduisait son allocation obligataire au profit des actions, à la demande du gouvernement. Cette réallocation est arrivée à son terme. Il était donc difficile pour la BoJ d'accentuer le rythme d'achat d'emprunts d'état. Pour ce faire, il faudrait une augmentation du stock d'obligations donc une nouvelle politique budgétaire encore plus laxiste. Cela n'est pas d'actualité à court terme. Les programmes d'achat d'autres actifs (ETF, J-REIT) sont trop petits pour peser. La BoJ détient déjà 50% du marché des ETF.

Le corner dans lequel se situe la BoJ a créé une fenêtre de hausse du yen, d'autant que dans le même temps la Fed adoucissait son discours. Les actions japonaises qui sont depuis longtemps un « call » sur la baisse du yen, ont été durement touchées. Elles baissent de 23% depuis les plus hauts de l'année dernière. Cette hausse du yen tombe mal. L'échec des « Abenomics » est désormais patent. Ceux-ci étaient composés de 3 « flèches » : dépenses de relance, baisse du yen et réformes structurelles. Jusqu'à présent, seule l'absence de réformes structurelles était reprochée. C'est maintenant deux flèches sur 3 qui ont raté leur cible.

Pourtant, ce n'est pas un point final à la tentative de sortir le Japon de la déflation. Les autorités pourraient sortir le bazooka : financer des dépenses publiques en s'endettant directement auprès de la Banque Centrale. Le niveau d'endettement du pays pourrait ne pas être un frein à un tel programme. L'endettement du Japon a crû de façon parallèle à la richesse des ménages depuis près de 20 ans. Le Japon a un des taux d'imposition des ménages parmi les plus faibles. Leur richesse représente 250% du PIB. Dès lors, en cas de mise en œuvre de cette politique volontariste, l'inflation et l'endettement pourront demeurer sous contrôle en accentuant la pression fiscale sur les ménages.

Une nouvelle phase de baisse du yen / hausse des actions est devant nous. Il est trop tôt pour s'y préparer. Il faudra plus de douleur économique et financière pour que les autorités japonaises se décident à une action qui paraît aujourd'hui radicale. Mais les autorités avancent dans cette direction. Il y a quelques années qui aurait cru que la BoJ aurait des taux de financement négatifs ?!

Nous préférons encore quelques temps capitaliser sur nos positions haussières sur le Yen avec une prudence grandissante. Un retour progressif sur les actions japonaises est prévu.



La maxime « Sell in May.... » est bien connue. Que disent les statistiques ? Bespoke Investment nous apprend que la performance entre les mois de mai et octobre dépend surtout de la performance des mois 4 précédents, janvier à avril. De 1928 à 2015, la performance entre mai et octobre a été la plus mauvaise (-0.21%) lorsque la performance des 4 premiers mois de l'année a été entre -2% et +2%, comme c'est le cas en 2016. Elle est meilleure dans les autres cas.

Le cycle présidentiel américain nous apprend que la 1^{ère} année d'un mandat est souvent une mauvaise année boursière et la dernière souvent bonne. Si l'on considère uniquement les cycles où le président a fait 2 mandats alors on constate que la 8^{ème} année, 2016 donc, n'est pas une bonne année. Bien sûr, il convient d'avancer avec prudence du fait que les statistiques ne regardent que le passé. Mais aussi et surtout, parce qu'il n'y a eu que 6 occasions de 2 mandats consécutifs. En moyenne, les 8^{ème} année de mandat présidentiel, le S&P 500 baisse en début d'année, se reprend en avril et connaît 2 phases de nette baisse : mai et septembre à octobre. La baisse annuelle moyenne est de 11%.

Sources : Bespoke Investment, R. Forsight, BCA Research, Stock Trader Almanac, Brandywine Global, Michael Kahn

Rédigée le 12 mai 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.