

Les marchés se concentrent pour le moment sur le referendum britannique. Un non évènement à la manière du passage de l'an 2000 ? Peut-être. Une fois que la volatilité, qui pourra être mise à profit, sera retombée, les perspectives (à court terme) pourraient être plus favorables.



Un autre regard sur le Ukout (marre du Brexit ;)



L'impact de la sortie possible de la Grande Bretagne fait les titres de la presse mondiale. L'intérêt de ce feuilleton, c'est que son issue est incertaine (15% des votants disent qu'ils choisiront ou qu'ils sont capables de changer d'avis le jour du vote). L'évaluation de son impact sonne comme une mission impossible. C'est sans doute pour cela que nombreux sont ceux qui s'y essayent. De notre point de vue, seul importe l'impact sur les marchés financiers, donc l'opportunité.

Dans l'esprit des investisseurs, le Ukout a l'avantage de la simplicité : si c'est oui, l'impact est négatif, si c'est non, l'impact est positif. C'est pour cela que les actions varient au gré des sondages et des bookmakers depuis quelques jours. Cela place l'investisseur, en particulier lorsqu'il gère pour compte de tiers, dans une situation où il doit gérer autant le risque que la réaction de son client. Si l'on analyse les réactions du client selon les situations auxquelles il sera confronté une fois le référendum passé à travers la théorie des jeux, on comprend que les gérants a plutôt intérêt à alléger son portefeuille (cf. *tableau n°1*).

Le risque pour les gérants est dissymétrique. Il aura plus de facilités à présenter une stratégie qui aura fait preuve de prudence à l'approche de la consultation.

Avant la publication des résultats, notre recommandation est de profiter des excès baissiers qui pourraient encore se produire sur les actifs risqués. Le yen, devise refuge, après avoir progressé du fait de l'inaction de la BoJ a bénéficié de cette recherche de sécurité. Il n'a pas beaucoup rebaisé cette semaine. Profitez-en pour l'alléger. De son côté, l'euro a été pénalisé sur le risque de Brexit. **Nous recommandons d'alléger l'ETP bear EUR/JPY (ETFs LONG JPY SHORT EUR), présent dans nos allocations. Dans le même ordre d'idée les métaux précieux peuvent être allégés avec l'idée de renforcer à des cours plus attractifs.**

Une fois les résultats entérinés, la synthèse de nos recommandations en fonction de la réaction du marché se trouve dans le *tableau n°2* ci-dessous. Dans le cas d'une sortie, les conséquences sont nombreuses mais très étalées dans le temps. Fondamentalement, rien ne se passera le 24 juin. C'est pourquoi tout décrochage pourrait être mis à profit.

A plus long terme, le Ukout représenterait un défi pour les institutions européennes. Cela constituera-t-il l'impulsion nécessaire pour que le couple franco-allemand réforme en profondeur le fonctionnement européen, en particulier Schengen ? Une telle démarche serait accueillie avec soulagement par les investisseurs internationaux.

Il n'en demeure pas moins que les forces populistes, qui ont conquis la mairie de Rome le week-end dernier, pourraient poursuivre leur montée en puissance. Laquelle de ces tendances méritera de retenir l'attention des marchés ? Sans doute les 2 de manière épisodique. En tout état de cause, ces phénomènes sont lents. Ils ne seront pas intégrés dans la valorisation des marchés instantanément. Cette situation, qui n'est pas nouvelle, maintiendra un tel degré d'incertitude qu'elle gardera les investisseurs internationaux à distance de l'Union Européenne. Comme nous l'avions déjà écrit : l'Europe est devenue une zone de trading inadapté au « buy and hold ».

Adeptes des idées contre-intuitives, nous estimons que la zone la plus favorisée en cas de maintien de la Grande-Bretagne au sein de l'UE est... le Japon. En effet, le retour à une forme de stabilité va réduire la pression haussière sur le yen. La BoJ sera également plus à l'aise pour mettre en œuvre un nouveau programme de rachat d'actifs. Le marché japonais bénéficie également d'une valorisation attractive. Nous recommandons l'achat de l'indice japonais couvert du risque de change.

Nous sommes enclins à augmenter le niveau de risque avant le referendum, quitte à renforcer immédiatement après en cas de baisse. Le Japon couvert du risque de change est une bonne option. L'allègement du yen et des mines d'or est également au programme.

UN ETE PAS MEURTRIER



Le mois dernier nous avons ajusté nos perspectives de marché en repoussant de quelques mois le risque d'une baisse. Nous le confirmons. L'été pourrait s'avérer favorable. Cela intéressa particulièrement les investisseurs ayant les moyens de faire des choix tactiques à contre-courant des choix de long terme :

- L'écart de performance entre les Etats-Unis et le reste du monde depuis 2012 est paroxysmique. Schématiquement, le S&P 500 a doublé, le reste du monde est à zéro. On imagine plus facilement une correction des actions américaines qu'un rattrapage de l'Europe ou les pays émergents.
- Les valorisations. Ce sujet suscite peu d'intérêt tant que l'argent coule à flot. Rappelons que le Price Earning (PE) 2016 du S&P500 est de 18. Au-delà de 17, c'est un seuil d'alerte à nos yeux. Le PE sur la base des résultats déjà publiés s'élève à 23.
- Le marché obligataire envoie des signaux inquiétants. Les taux allemands à 10 ans sont désormais à zéro. La courbe des taux d'intérêt américains s'aplatie. Lorsqu'emprunter à court terme coûte plus cher que de prêter à long terme, les banques ne sont plus incitées à prêter. C'est un signe de mauvais augure pour la croissance future.
- Le Renminbi s'affaiblit de nouveau. Sa chute de l'été dernier et de la fin 2015 avait entraîné les bourses mondiales.

Pourtant, il nous semble difficile d'anticiper une baisse significative dans une ambiance déjà méfiante et même maussade. Une phase de hausse pourrait se développer à court terme.

- Le vote des anglais sera enfin derrière nous
- Selon les statistiques de la société Bespoke les performances du marché américain ont été de 13% en moyenne au bout de 6 mois lorsque ce degré de pessimisme est atteint.
- Le rapport sur l'emploi US du mois de juin a déçu. La Fed a une nouvelle fois reporté sa hausse des taux. Ce n'est pas une surprise. Nous écrivions dans notre « Prism'Marchés » du mois de mai *« La Fed pourrait maintenir un discours accommodant plus longtemps qu'initialement anticipé (...) le comportement boursier du secteur du travail temporaire est décevant. Les publications de résultats ont souvent été l'occasion de forts dégagements (Manpower Group, 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. »*
Cela laisse une (dernière ?) fenêtre pour profiter des niveaux de taux actuels.

- Selon le cabinet de recherche Ned Davis, les révisions de résultats pourraient être maintenant positive. L'inflexion des perspectives bénéficiaires s'accompagne 7 fois sur 10, d'une hausse médiane des actions américaines de 6.8% dans les 6 mois. Rajoutons que le dollar pourrait confirmer son affaiblissement. Cela constituerait un bol d'air pour les entreprises américaines.
- La rupture des records du S&P 500 sis à 2.130 pts s'accompagnerait d'un regain d'optimisme, comme c'est toujours le cas en cas de nouveaux « plus hauts ». Cela serait interprété, à tort, comme une nouvelle phase de hausse et attirerait de nouveaux investisseurs.
- Historiquement, en dehors de 1987, chaque crack a été accompagné par une récession. Une récession est le produit de déséquilibre de l'économie réelle. De tels déséquilibres n'existent apparemment pas aujourd'hui.

La réalisation de ce scénario ne ferait que réduire le potentiel à long terme des actions et renforcerait notre vigilance. L'accès des indices américains à des niveaux inconnus ne ferait que susciter un vent d'optimisme chez les investisseurs, pièce manquante à notre scénario baissier.

BACK TO HSCEI



Depuis quelques temps, les 2 thèmes les plus honnis par les investisseurs sont la Chine et les Banques. Pas étonnant, que le marché de Hong Kong (actions H), composé à 70% de financières, soit un des plus mauvais performers sur 12 mois (-34%). Les autorités chinoises déploient de nombreux efforts pour alléger la dette douteuse des banques. Etant leur principal actionnaire, il a toutes les raisons pour sortir les banques de cette situation et mieux valoriser leur participation. Il est probable qu'un programme de type TARP (Troubled Asset Relief Program) visant à cantonner les créances douteuses en dehors du bilan des banques soit prochainement adopté. Selon BCA Research, il pourrait être aussi généreux que celui lancé au début des années 2000 qui a permis aux banques de vendre leurs crédits douteux à leur valeur nominale.

La pression baissière sur le Renminbi pourrait se calmer si l'économie est plus vaillante et si le dollar venait à baisser, ce qui est notre scénario principal. D'un point de vue macro-économique, la politique de « stop-and-go » des autorités chinoises permet d'éviter toute déception majeure sur la croissance. Le lancement de nouveaux projets d'investissement connaît une forte accélération. La progression des prix de l'immobilier sur 12 mois se monte entre 10% et 40% selon les villes, après une période de baisse, donc sur des bases favorables.

Le poids des financières dans l'indice justifie une valorisation basse, pas une telle décote. Le price earning 2015 est à 7. Le taux de rendement est de 4,3 (moyenne de 3% sur 15 ans). Le price-to-book est de 0,8 (moyenne de 2 sur 15 ans). C'est un des marchés les moins chers du monde, au même niveau que la Russie.

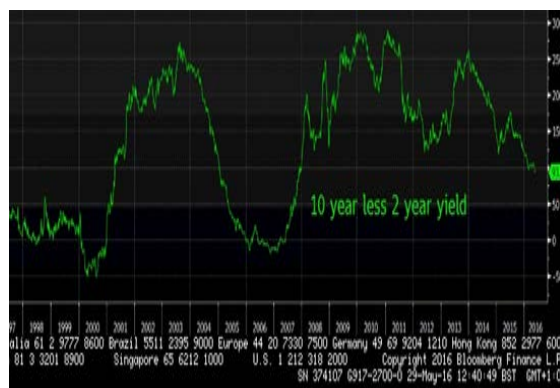
CES GRAPHIQUES ONT RETENU NOTRE ATTENTION



Indice HSCEI



Dollar Index



Pente courbe des taux US

Sources : Bespoke Investment, BCA Research, Gerring Capital

Rédigée le 21 juin 2016

Régis Yancovici

Fondateur ETFinances



Votre client et vous la semaine prochaine

Positionnement gérants pré-référendum	Achat d'actions	Vente d'actions
Résultat référendum		
UK IN	Hausse du marché : Bravo Baisse du marché : pourquoi avoir parié sur une telle incertitude. Le client change de gestionnaire.	Hausse du marché : le gérant a protégé le portefeuille contre un risque qui ne s'est pas matérialisé. Dont acte. Baisse du marché : mon gérant est un génie
UK OUT	Hausse du marché : mon gérant est un génie ou est chanceux Baisse du marché : le client change de gestionnaire	Hausse du marché : le gérant n'a pas eu de chance mais il a fait le job Baisse du marché : le gérant a fait le job

Tableau 1

Selon nous, que faire le 24 juin :

Réaction du marché post-referendum	Hausse du marché	Baisse du marché
Résultat referendum		
UK IN	Les actifs refuges (or, yen) risquent de souffrir. Achetez le 1 ^{er} .	Surprenant mais suivez la tendance : alléger (tirer d'abord, poser les questions ensuite)
UK OUT	Surprenant. Ne rien faire et comprendre.	Positionnez plusieurs ordres d'achat à des cours de 5% à 10% plus bas. Vendre la volatilité

Tableau 2

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.