PRISM' MARCHES

N°26 – 3 septembre 2015



Le mois d'aout a été celui de tous les superlatifs : le lundi noir, la pire journée depuis 4 ans, pire semaine de l'année… La Chine a été désignée comme coupable. Comme pour la Grèce, c'est regarder le doigt du Sage qui pointe la lune.

Ma Chine arrière toute ?



Au mois d'août les investisseurs ont eu des sueurs froides. Pas seulement parce que la liste des personnes inscrites sur le site Ashley Madison a été volée et publiée. Le décrochage des marchés d'actions a été d'une rare violence qui s'apparente à celle d'un titre vif.

La bourse est la rencontre des analyses et des émotions des investisseurs. Leur état émotionnel, comme leurs analyses, ne se construisent pas en 24 heures. L**es marchés étaient fragiles depuis plusieurs mois**, malgré les records de quelques indices, comme nous l'expliquions dans nos précédentes publications **PRISM'Marchés** (juillet n°24 et juin n°23). Nous ne sommes donc pas surpris de leurs réactions au « choc chinois ». Pour voir plus clair sur la stratégie des prochains mois, il faut d'abord analyser la situation chinoise et relativiser ce qui s'est passé.

Compte tenu de son poids dans l'économie mondiale, la santé de la Chine importe. Elle contribue en moyenne à environ 25% de la croissance mondiale (contre 17% pour les Etats-Unis et 5% pour la zone euro). Sa croissance ralentit. C'est un fait. Mais ce n'est pas nouveau. Il est connu de tous que le rythme de croisière de l'économie chinoise va en se réduisant. Mais il y a peu d'indicateurs pour confirmer un effondrement de la croissance. Les bénéfices des entreprises sont attendus en hausse de 16% par rapport au 1er semestre. Au niveau macro-économique, la croissance des salaires progresse encore sur un rythme de 10% l'an, la création d'emplois dans les secteurs industriels et des services est au plus haut, la consommation des ménages se porte bien. Par exemple, le nombre de passagers en avion, les ventes de téléphones mobiles ou encore les entrées dans les salles de cinéma progressent fortement.

Il faut tenir compte du fait que **la Chine n'a plus le même modèle économique**. Ce n'est plus l'usine du monde qui a soif de matières premières. Le secteur tertiaire est plus important. Ainsi, la production d'électricité, considérée comme une donnée fondamentale pour évaluer l'état de l'économie, perd de son intérêt. Il faut moins de gigawatt pour ouvrir une chaine de restaurants, que pour une usine de production d'acier. Rajoutons que si la situation avait été si terrible, la dévaluation du Renminbi n'aurait pas été de 4%, mais plutôt de 20% ou 30%.

Quant au marché chinois des actions, il était boursouflé et sa valorisation était déconnectée de la réalité. 150% de hausse pour l'indice CSI300 entre juin 2014 et juin 2015 méritait bien une correction. Après la chute de 37% en deux mois, la progression demeure de 56% contre 0% pour l'EuroStoxx50 !

Nous avons beaucoup vendu d'ETF chinois dans nos allocations les mois passés dans de

bonnes conditions. Nous surveillons patiemment le moment pour racheter. Les indicateurs suivants pourraient nous y inciter :

- Une volatilité plus basse
- Une configuration « chartiste » plus attractive
- Une valorisation raisonnable. Le price-to-book est actuellement de 1.7. Pour qu'il devienne plus attractif, les indices devraient encore baisser d'environ 15%, soit 2.750 points sur l'indice CSI300.
- Une stabilisation du Renminbi
- Constater une stabilisation du secteur industriel. Il est probable que les effets des 5 baisses de taux depuis novembre vont se faire sentir dans les prochains mois. D'autres baisses sont à venir. La marge de manœuvre des autorités est importante.

Notons que les achats sur marges, qui étaient une de nos inquiétudes les mois passés, ont été réduits de 50% à 1.2 trillions RMB. Ce niveau indique que « les mains faibles » sont désormais sorties.

Les perspectives à long terme de la Chine demeurent très attractives dans la mesure où les autorités poursuivent leur agenda de réformes. Ces réformes vont de pair avec la volatilité des marchés. C'est une politique préférable à celle qui viserait à acheter le calme et qui finirait dans la douleur.

Nous avons recommandé de vendre la Chine (actions A) les mois passés dans de très bonnes conditions. Le moment pour renforcer progressivement n'est peut-être plus si lointain.

Quelle stratégie adopter ?



La dévaluation de la monnaie chinoise a envoyé un message négatif au reste du monde :

- Les excès de capacité ont créé une pression sur les marges des industriels mettant en risque leur santé financière. 4% de dévaluation leur apporte un petit bol d'air. Mais cela déplace la pression sur les autres pays émergents en concurrence avec la Chine et envoie une onde de choc déflationniste.
- C'est un signal politique ambivalent. D'une part, le président Xi Jinping prône une libéralisation de l'économie afin de renforcer la « main invisible » de l'économie. D'autre part, il manipule les marchés en multipliant les interventions visant à enrayer la baisse de la bourse et du Renminbi (après l'avoir dévalué !). L'autorisation de suspendre la moitié de cote, la décision de l'achat d'actions par des établissements sous l'autorité de l'état ainsi que l'interdiction de vente d'actions ont été des décisions inopportunes. Les autorités auraient perdu de leur crédibilité. Nous avons un jugement moins tranché. Les exigences du marché ne sont pas cohérentes avec les spécificités de la Chine. Le chemin vers la libéralisation passe sans doute par la libre fluctuation de la monnaie. Mais cela ne peut-être fait du jour au lendemain. A court terme, la confiance a été mise à mal. Elle devra être reconstruite. Cela ne devrait pas être trop long. D'ailleurs le FMI a salué l'action des autorités chinoises. Il a décidé de reporter sa décision de révision de son panier de

devises de référence (droit de tirage spécial) en septembre 2016. Cela vise clairement à laisser plus de temps à la Chine. Le principal à nos yeux est que l'objectif d'une économie plus libérale et d'une croissance plus faible mais plus stable demeure inchangé. C'est un objectif attractif pour un investisseur de long terme. Celui-ci doit avoir conscience qu'il s'agit d'un chemin cahoteux avec parfois des demi-tours.

- La baisse de la monnaie chinoise n'incite pas les investisseurs internationaux à acheter des actifs chinois. Elle n'est pourtant pas surprenante. Elle a beaucoup progressé ses dernières années pendant que les autres puissances créaient de la monnaie pour en réduire la valeur.

Dans ce contexte, quelles prévisions de marchés ? A court terme, la prise de conscience que la dynamique économique de la Chine n'est pas totalement grippée, par exemple à l'occasion de publications rassurantes, ou le report de la remontée des taux de la Fed pourrait justifier **un rebond**. S'il se déroulait, il **constituerait une excellente occasion de vendre**. D'autres vents contraires sont à venir. A un horizon de 2 mois à 6 mois, **nous restons très prudents et nettement sous-pondérés** dans les allocations ETF.

Car la situation actuelle jette une lumière crue sur l'impuissance des Banques Centrales en cas de nouveau choc. La Chine a été incapable de freiner la chute des marchés. La BCE et la BoJ sont déjà passées à l'action. La Fed est attendue en septembre. Nous sommes enclins à penser qu'elle remontera ses taux, la dynamique économique américaine n'étant pas remise en cause comme en atteste la révision du PIB à 3.7%, contre 2.3% lors de sa première publication. Mais, **la prise de conscience que la maison est en bois ne doit pas rassurer parce qu'il n'y a pas d'incendie**. Elle pourrait justifier des valorisations plus en ligne avec les moyennes historiques.

De plus, les perspectives de résultats opérationnels des entreprises américaines sont attendues en baisse sous l'effet du ralentissement dans les pays émergents et de la vigueur du dollar. En 15 ans, ce n'est arrivé que 2 fois : en 2000 et en 2007.

Pour nous inciter à revenir sur les actions, il faudrait par exemple que :

- les gérants arrêtent de considérer la baisse comme temporaire. Il n'y a pas assez de pessimisme dans le marché
- le dollar stoppe sa hausse contre les devises émergentes
- les marchés américains baissent de 15%
- Un changement d'état d'esprit de la Fed

Les moyens de se protéger de la baisse sont rares. L'or est dans une phase de rebond technique. La déflation, dans un contexte de Banques Centrales ayant déjà tirées leurs cartouches, ou, pire, se préparant à remonter les taux, présentent, à ce stade, un panorama très négatif pour le métal jaune. Le dollar, et c'est nouveau, ne joue plus son rôle de devise refuge. C'est désormais l'euro (et le yen) qui assurent ce rôle. Ce sont elles qui servent de financement aux opérations de placement à crédit grâce aux politiques accommodantes de leurs Banques Centrales. De plus, la Chine se voit contraint de vendre une part de ses réserves en dollar pour défendre le Renminbi. Déjà 150 milliards USD de treasuries auraient été vendus (sur 3500 milliards) Ainsi, lorsque la bourse baisse, l'euro remonte, pesant ainsi doublement sur les placements internationaux non couverts et sur les placements en zone euro qui avaient grandement bénéficiés de la chute de la monnaie commune.

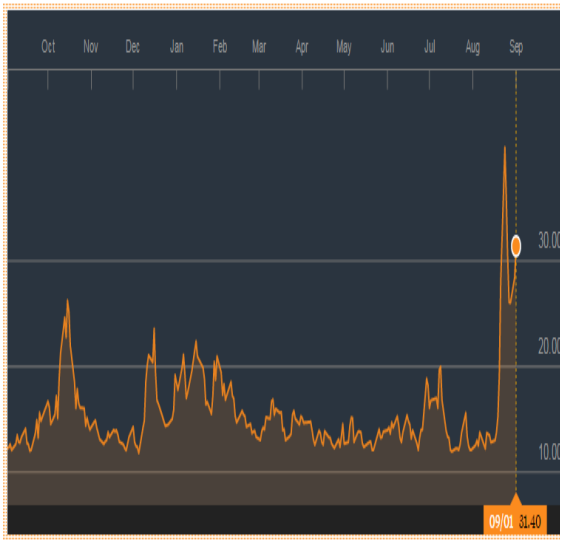
Les emprunts d'Etats de la zone euro sont peu attractifs à long terme. Pour les prochains mois, ils **constitueront une défense attractive** du fait de la nouvelle onde déflationniste. La normalisation des taux long n'est pas pour tout de suite. Malgré son niveau de valorisation, **pour ceux qui veulent rester investis en actions**, nous recommandons de réfléchir à faire des actions américaines couvertes du risque de change. Cela devrait aider à passer la période de turbulences actuelles.

Pour les autres, nous le répétons depuis 3 mois : Cash is King ! Mais à la vitesse de la baisse actuelle, il ne faudra pas attendre longtemps pour que le roi soit déchu.

Quid de la zone euro ? Elle a peu bénéficié du cycle de reprise et sera pénalisée par le ralentissement qui se dessine, d'autant plus que l'euro ne joue plus son rôle d'amortisseur. De plus, le pétrole ne perdra pas 50% tous les ans. Son effet bénéfique va se dissiper. L'Allemagne, locomotive de l'Europe, en tant que 1er exportateur vers la Chine sera touchée de plein fouet par le ralentissement et à plus long terme par la mutation de son économie. De plus, le risque déflationniste va pousser les taux réels à la hausse accentuant le risque d'une "japonisation". Enfin, la reprise du crédit s'essouffle laissant craindre un retour de la croissance vers le niveau de la mer. La reprise économique aura été de courte durée.

Malgré une approche souvent « contrariante », nous préconisons une grande prudence au-delà d'un rebond tout à fait possible à court terme.

Ces graphiques ont retenu notre attention



VIX – « l'indice de la peur » reste tendu



L'euro – Reprise d'une tendance haussière qui accompagnerait la baisse des marchés ?

LANCEMENT
Allocation VOLATILITE



La seule classe d'actifs, réellement décorrélée des autres est **la Volatilité**. Plusieurs produits indiciels ont été lancés ces dernières années. Bien que leur accès soit simple, leur utilisation ne l'est pas. Nous lançons ces jours-ci une allocation 100% volatilité, 100% quantitative. Son objectif est de **profiter des périodes de normalisation et de stabilité de la volatilité** tout en protégeant l'investisseur en cas de tensions. Performance supérieure aux actions, drawdown limité, volatilité raisonnable : son historique est très satisfaisant (**veuillez nous contacter pour plus d'informations**).

Rédigée le 3 septembre 2015
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.