

## Attention aux Refuges

La différence entre un refuge et un refuge boursier : Une fois complet, le premier protège ceux qui ont pu y accéder et laisse les autres dehors. Le second laisse rentrer tout le monde et s'effondre sans crier gare.

>> Lire ci-dessous



### Le bien-portant imaginaire

Depuis une dizaine d'années, les réformes structurelles et les délocalisations vers l'Europe de l'est ont poussé les travailleurs allemands à accepter des emplois à bas salaire ou à temps partiel. Les syndicats ont œuvré pour maintenir une relative sécurité de l'emploi. Les salaires ont été oubliés. Ils sont en berne tandis que la productivité ne cesse de croître. De fait, l'économie souffre de sévères déséquilibres :

- Les inégalités et la pauvreté se sont développées plus rapidement que dans les autres pays ;
- L'incertitude sur l'avenir des allemands les ont poussés à épargner davantage. Cette épargne est investie hors d'Allemagne ;
- L'économie est très (et de plus en plus) dépendante des exportations qui sont concentrées dans l'automobile et les équipements industriels.

Comme le dit Peer Steinbrück, candidat du SPD à la prochaine élection : « Depuis plus de 10 ans, les actifs et les revenus les plus élevés ont fortement progressé, tandis que les citoyens ordinaires ont dû accepter une baisse de leur salaire réel.

Pragmatique, Angela Merkel entend ce message d'autant qu'une grande coalition avec le SPD pourrait voir le jour après les élections : Les salaires devraient progresser de 5% à 6% en 2013 et 2014. De quoi réjouir les salariés allemands bien sûr mais aussi ceux des pays périphériques qui deviendraient plus compétitifs sans un nouvel effort.

### Un achat pour les audacieux, une vente pour les autres

Nous avons depuis plusieurs mois tiré la sonnette d'alarme sur les métaux précieux. Le message reste celui d'une grande prudence à moyen et long terme. Cependant, à plus court terme, il pourrait être envisagé de se positionner sur les mines d'or. La baisse atteint 40% depuis un an. Historiquement, cela constitue des points d'entrée attractifs. Le sentiment est à des niveaux de pessimisme rarement atteint. Les spéculateurs se sont délestés.

Etant donné que le dollar et les taux d'intérêt ont récemment cessé de progresser, l'or pourrait trouver des supports. Si, comme nous le croyons, la croissance déçoit dans les prochains mois (cf. ci-dessous), la Fed pourrait (provisoirement) assouplir son discours et les taux long rebaisser. L'or est inversement corrélé aux taux d'intérêt. Une fenêtre pour acheter des mines s'ouvre donc. Elle permettra également, à ceux qui y seraient encore lourdement investis d'en sortir, le rebond étant selon nous éphémère mais suffisamment important pour en profiter.

▲ Lors de notre **précédente publication** (cliquez pour consulter), nous recommandions le marché japonais qui a rebondi dans la foulée. Le recul des derniers jours est une opportunité pour se renforcer progressivement. La volatilité du marché impose des opérations de petites tailles.

▼ La performance relative des **actions européennes** vs. actions américaines s'est dégradée dans la période de baisse des marchés du mois de juin. Elle rejoint les plus bas atteints il y a un an. Elle demeure très dégradée et maintenons notre anticipation d'un **rattrapage**.



Fondateur d'ETFinances,  
DGD d'Efigest AM,  
45 ans, 17 ans  
d'expérience dans la  
gestion d'actifs, SFAF

# PRISM' MARCHES

## WARNING

La hausse des marchés du mois de juillet a plus ou moins effacé la baisse de juin. Plutôt « moins » en Europe et dans les pays émergents ; Plutôt « plus » aux Etats-Unis.



**Mais la hausse actuelle nous provoque un sentiment de malaise, en particulier aux US.** Le moment nous semble bien choisi pour réduire encore les expositions en actions.

## LA FED SOUFFLE LE FROID ET LE CHAUD

Les commentaires de Ben Bernanke ont été à l'origine de la baisse du mois de juin. L'annonce de la probable réduction des achats de la Fed à partir de la rentrée prochaine a atteint son objectif : préparer le marché et réintroduire la notion de risque. Opération réussie sur les emprunts d'Etats. Trop peut-être. Car la Fed souffle maintenant le chaud pour ne pas provoquer un krach obligataire. Les actions en ont bénéficié, pas les taux d'intérêt qui demeurent accrochés au-dessus des 2.5%.

Nous pouvons avoir légitimement des doutes sur le timing de l'action de la Fed, la dynamique de croissance risquant de décevoir dans les prochains mois (cf. ci-dessous). Mais le pli est pris et le comportement des marchés d'actions ne semble pas refléter cette incertitude : Ralentissement vs. Action de la Fed, tandis que le contexte se dégrade. Pourtant, la Fed va continuer de reprendre d'une main ce qu'elle donne de l'autre. Et dire que la volatilité est au plus bas !

## DECOUPLAGE DES ECONOMIES ?

La Chine est repassée en mode ralentissement. Les 3 indicateurs favoris du 1<sup>er</sup> ministre chinois Li Keqiang (selon WikiLeaks) sont mal orientés : le crédit bancaire, la consommation d'électricité, fret ferroviaire.

Le ralentissement chinois impacte l'ensemble des pays émergents. Concomitamment, certaines banques centrales remontent leur taux d'intérêt pour soutenir leur monnaie dégradant ainsi les conditions de crédit. On a déjà vu un cocktail plus attractif pour un investisseur en actions même si les valorisations commencent à être attractives.

D'ailleurs, le sentiment des investisseurs a bien changé. Oublié les perspectives de croissance alléchantes, fini la progression de la classe moyenne... Le dernier sondage Merrill Lynch est parlant : 44% des investisseurs considèrent que les pays émergents présentent les pires perspectives bénéficiaires (la pire statistique depuis le lancement du sondage). Il nous semble trop tôt pour être contrarian mais ça viendra...

Si les investisseurs ont effectivement intégré le ralentissement des pays émergents, **ils nous rejouent le coup du découplage. A l'envers cette fois. Les pays développés seraient immunisés contre la baisse de régime des pays émergents. Nous n'achetons pas cette idée.** Le poids des pays émergents a terriblement progressé :

- Leur PIB représente 30% du PIB mondial, presque autant que les US ;
- Les importations des pays émergents représentent 40% des importations mondiales ;
- L'investissement chinois pèse 17.5% de l'investissement mondial, soit 4.5% du PIB mondial, presque autant que l'investissement US.

Il y a très peu d'exemples de découplage des bourses émergentes et développées. Le plus ressemblant est 1997-1998. Les marchés asiatiques souffraient de la crise débutée en Thaïlande tandis que le S&P500 battait des records jusqu'en juillet 1998. Il a fallu la chute du hedge fund LTCM pour provoquer une baisse de 20% du S&P500 et de 30% du Nasdaq.

## VALORISATIONS

Les valorisations du marché américain commencent à se tendre. Les 3 ratios : Price Earning, Price to Sales et Price to Book sont respectivement 21 %, 52 % et 24 % au-dessus de leur médiane depuis 50 ans. Une extension des multiples est donc incertaine. La hausse des marchés pourrait donc se limiter à la hausse des résultats. Hélas, de ce côté, pas grand-chose à attendre. Les résultats ont progressé de 3% au 2<sup>nd</sup> trimestre et la progression provient surtout de rachat d'actions. Avec des marges record, peu de chance de voir les résultats progresser beaucoup plus vite que le PIB sur les prochaines années.

## CONCLUSION

Le moment semble propice à vendre les actifs en vogue, comme le marché américain qui ont servi de refuge jusqu'à présent. La prise de conscience de l'impact du ralentissement des pays émergents dans un contexte de grand optimisme des investisseurs (américains), de valorisations élevées, de rebond du pétrole et de hausse du dollar risque de provoquer des ajustements. Il est temps de faire du cash. Nous ne savons pas quel pourrait être le catalyseur d'une correction ni son ampleur. Mais **investir c'est prendre un risque calculé, aujourd'hui nous ne le prenons plus sur les classes les plus en vogue.**

R. Yancovici  
ry@etfinances.fr  
Rédigée le 29 juillet 2013