

Ca y est, nous y sommes ! Nous attendions ce moment avec une certaine inquiétude tout en sachant qu'il arriverait. De quoi s'agit-il ? Disons un certain sentiment de malaise. Le sentiment que la hausse des marchés américains n'est plus portée que par des « investisseurs momentum » qui achètent parce que « ça monte »...



MARCHES FINANCIERS



Nous l'écrivons depuis près d'un an, le contexte actuel est propice aux bulles. Et bien nous avons le sentiment d'en être là aux Etats-Unis. Ce ne sont pas les avis désormais positifs sur le S&P500 de Goldman, Morgan ou de la Deutsche Bank qui nous feront changer d'avis.

Nous avons adopté une position autour de la neutralité dans les allocations au début de l'été, faut-il vendre encore ? Non, les phases de bulles sont souvent marquées par une accélération. Mais il faut avoir conscience que si vous profitez de la fête alors qu'elle se termine bientôt, il est préférable de ne pas vous éloigner de la sortie.

Les risques actuels les plus scrutés ne nous semblent pourtant pas être en mesure de retourner durablement la tendance dans les prochains 6 à 9 mois :

- Politique monétaire. Les derniers commentaires de la Fed confirment que la politique monétaire restera accommodante en 2015. Le marché anticipe la première hausse de taux au mois d'août 2015. Le débat au sein du FOMC sur la politique à suivre va s'intensifier au cours des prochains mois. Cela devrait apporter

de la volatilité. Mais ne nous trompons pas, l'analyse des précédents cycles (même si celui-ci est hors norme) indique que les actions continuent à bien se comporter dans les premiers temps d'une normalisation monétaire. Notons néanmoins que, compte tenu de la fragilité et du niveau de la croissance américain et surtout mondiale, il n'en faudra pas beaucoup pour que la politique de la Fed atteigne le seuil critique d'une politique restrictive. Cela sera peut-être l'histoire de 2016 ?

- Référendum écossais. Si le « YES » devait l'emporter, les conséquences sur les bourses seraient limitées dans le temps et dans leur ampleur. La part des entreprises écossaises dans le FTSE 100 est de 2.6%. Notons néanmoins que cela donnerait des ailes aux séparatistes catalans. Les actions et la dette espagnole (la part de la Catalogne dans le budget de l'Espagne est importante) pourraient connaître un peu de volatilité. Compte tenu de la situation géopolitique à l'est de la zone euro, il est très peu probable que les catalans cessionnistes obtiennent un quelconque soutien de la part de l'Europe.
- Géopolitique. A ce stade, seules les tensions entre la Chine et ses voisins ont un caractère systémique. Rien n'indique qu'elles soient un risque majeur à court terme. Les tensions avec la Russie ne devraient pas porter à conséquence pour les marchés financiers, en dehors des russes. L'Europe est un gros consommateur de gaz russe mais sa dépendance s'est réduite et, du fait d'un hiver passé clément, les stocks sont élevés. D'une manière générale, la zone euro est plus importante pour la Russie que l'inverse.

Les raisons de notre relative prudence sont d'ordre plus fondamental. On ne peut pas justifier des valorisations démesurément élevées pour un marché d'actions sous prétexte que : les taux sont bas, qu'il n'y a pas d'autres alternatives. D'autant que cette situation est la conséquence d'un contexte de croissance faible et de désinflation, voire de risque déflationniste. Des marges à des records pourraient justifier une valorisation plus contenue. Cette situation peut prendre fin sans crier gare. Ce sont d'ailleurs des phénomènes qui portent en eux-mêmes leur fin.

Tout d'abord, les taux d'emprunt des entreprises finiront par se stabiliser sans même évoquer une remontée des taux si la Fed devenait plus « hawkish ». Compte tenu d'une croissance des dividendes limitée, la progression des cours impliquera une baisse du *dividend yield*. Le processus qui permet aux entreprises d'émettre de la dette pour racheter ses propres actions afin de faire croître artificiellement ses bénéfices par actions aura donc un terme en cas de hausse continue des marchés.

Deuxièmement, le niveau historique des marges des entreprises aux Etats-Unis n'a pu être atteint que parce qu'il y a eu une déformation de la productivité à leur profit et au dépend des salariés. Les salariés sont aussi des consommateurs. Combien de temps les sociétés peuvent-elles prospérer si leurs clients sont sous une pression croissante ? A partir d'un certain niveau, un rééquilibrage au profit des salariés se réalisera, pénalisant ainsi la croissance bénéficiaire. La question que tout investisseur devra se poser est : quel *price earning* dois-je payer le marché dans un contexte de fléchissement des marges ? De notre point de vue, certainement pas les niveaux actuels, quels que soient les taux d'intérêt.

Troisièmement, et de manière contre-intuitive, un marché n'a pas forcément besoin de raison exogènes pour baisser de manière significative. Une étincelle suffit quand les acheteurs de long terme ont disparu, qu'il ne

reste que des investisseurs « momentum », que le levier pour acheter des actions est élevé, que l'optimisme est à son comble...

→ Progressivement depuis le début de l'été, nous avons réduit les expositions et fait entrer des positions défensives dans les allocations (cf. ci-dessous équipement médicaux en septembre).

BCE



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Baisse de taux, rachat d'ABS, la BCE sort le grand jeu pour relancer le crédit dans la zone euro et donc l'activité. Il était nécessaire d'agir devant le décrochage récent des anticipations d'inflation. Va-t-elle réussir ? Difficile à dire. Mais les premiers éléments ne sont pas encourageants :

- L'annonce du TLTRO le 5 juin dernier n'a pas empêché une contraction du crédit au cours de l'été. Donner plus de moyens aux banques pour prêter est une bonne chose. Mais force est de constater qu'elles n'en manquent pas. Si tel n'était pas le cas, elles ne rembourseraient le précédent LTRO par anticipation.
- Les taux d'intérêt des pays périphériques sont déjà très bas. Les écarts de taux de crédit aux petites et moyennes entreprises au sein de la zone euro sont déjà en voie d'amélioration.
- Quand bien même la BCE arriverait à faire monter le prix des actifs, l'effet richesse, qui a si bien réussi aux américains, ne fonctionne pas ici.
- La BCE n'a qu'une maîtrise limitée de l'euro. Le principal facteur explicatif des variations de l'euro provient de la performance de son marché actions et du flux des

investissements étrangers. Une surperformance induit une hausse de l'euro. En d'autres termes, la réussite de la politique de Draghi inciterait les investisseurs mondiaux à acheter des actions de la zone euro et pousserait l'euro à la hausse... ainsi que les risques déflationnistes. C'est un cercle vicieux. Le lancement d'un « Quantitative Easing » n'y changerait rien. Ainsi, le risque des prochains mois est de constater que la BCE n'a plus de munition.

En revanche, la fin des AQR (Asset Quality Review) et des stress test fin octobre pourrait permettre de lever le brouillard entourant la qualité des actifs des banques. Cela pourrait permettre aux banques de prêter plus sereinement même si le principal problème demeure la demande et non l'offre de crédit.

→ Nous réduisons l'exposition des allocations à la zone euro à court terme avec l'intention de la remonter plus tard.

→ Nous conservons ISHARES EURO STOXX BANKS dans notre allocation VALUE.

PAKISTAN



Remous politiques. Depuis près d'un mois Imram Khan (ancien joueur de cricket très apprécié reconverti à la politique) est à la tête d'un sit-in dans l'espoir de renverser le gouvernement Sharif. Il reprocherait à M. Sharif des fraudes lors de son élection en mai 2013. Les manifestations ont rassemblé plus de 100 000 personnes. Le gouvernement Sharif a réagi en rendant plus difficile la tenue de ces manifestations. En réaction, l'ETF DBX MSCI PAKISTAN a baissé de 5.3% au mois d'août. Nous considérons néanmoins le pays

toujours attractif une fois que le calme sera revenu. Nous estimons que le gouvernement Sharif devrait rester en place et poursuivre son agenda de réformes. Néanmoins, après une plus-value de 33 % en moins de 12 mois, nous prenons quelques bénéfices.

→ Nous allégeons notre position avec une plus-value de 32.7% dans les allocations VALUE et EMERGENTS

PAYS EMERGENTS



Si les prévisionnistes se sont trompés sur une chose cette année, c'est la performance des pays émergents. Le MSCI Emerging Market est en hausse de d'environ 8% en dollar US et 14% en euro. Il y a quelque chose d'étonnant à cela. Des corrélations historiques ne tiennent plus :

- Les performances des pays émergents ont rarement été bonnes dans des périodes de hausse du dollar. Or, même contre un panier de devises, la progression du billet vert est impressionnante depuis 6 semaines.
- La baisse des matières premières depuis 2 mois n'a pas entraîné le MSCI Emerging Market.
- La performance relative des valeurs cycliques vs. valeurs défensives américaines redevient favorable aux secondes depuis 1 mois. En général, cela augure mal du comportement de l'indice émergent.
- La rentabilité des entreprises des pays émergents ne cesse de s'éroder. Le ROE est proche de 12 contre 15 il y a deux ans.

Nous ne voyons pas de raison pour laquelle, « cette fois serait différente ».

→ Nous avons réduit l'exposition en actions et demeurons très sélectifs dans notre allocation EMERGENTS.

AFRIQUE



Elargir le spectre des investissements, en particulier en termes de zones géographiques est un réflexe que nous apprécions. De

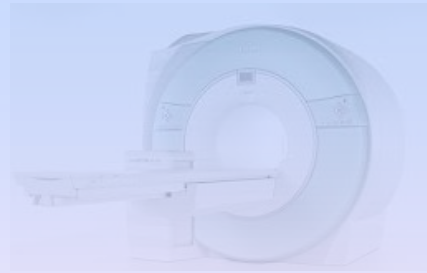
- Toute baisse des cours des matières premières aurait (aura ?) un impact considérable d'autant que les pays se sont habitués à des cours élevés. Par exemple, l'équilibre du budget du Nigéria se réalise avec un pétrole plus élevé de 13\$ qu'il y a 6 ans.
- L'émergence d'une classe moyenne est un phénomène de (très) longue haleine. Selon la banque Africaine de développement, seulement 8% de la population d'Afrique sub-Saharienne rentre dans la définition de la « classe moyenne » (entre 4\$ et 20\$ de dépenses quotidiennes). Quoiqu'en

EBOLA



Les populations ont tendance à surestimer la probabilité des risques extrêmes (à l'inverse des modèles mathématiques). Néanmoins, quand ceux-ci commencent à se matérialiser, la

EQUIPEMENT MEDICAL



Le secteur affiche des caractéristiques attractives dans le contexte actuel.

C'est un secteur défensif mais en croissance

EGYPTE



La stabilité politique est, depuis la chute de Hosni Mubarak en février 2011, la clé de la croissance économique du pays. Le retour

ACTIONS CHINOISES



La hausse d'environ 20% des actions chinoises au cours de l'été nous donne l'occasion de revenir sur les raisons de leur présence dans

Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas « 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.