

Analyse des turbulences des marchés et politique de gestion

De Pascale Auclair – Directeur de la gestion et Directeur Général de LFP

Les faits

Jusque-là plutôt résilientes face au stress sur les dettes souveraines, les bourses ont craqué la semaine dernière sous le double effet de craintes de double creux aux Etats-Unis et d'un nouvel épisode de tensions sur l'Italie et l'Espagne assorti

d'une communication assez désastreuse de la BCE. S'y est ajoutée ce week-end la décision de l'agence de notation S&P d'abaisser la notation à long terme de la dette américaine de AAA à AA+, avec perspective négative.

Notre lecture, avec beaucoup de précautions, à ce stade

Le diagnostic exprimé lors de notre précédent flash est confirmé : le **risque sur dettes publiques** s'avère rémanent en dépit des avancées politiques récentes. Ni le plan européen du 21 juillet, ni l'accord américain fin juillet sur le plafond de la dette et les coupes budgétaires n'ont apaisé les craintes des opérateurs. Les marchés italiens et espagnols ont donc subi les effets de contagion craints, a contrario les dettes grecques, portugaises, irlandaises incluses dans le FESF sont plus stables. Coté agences de notations, si Fitch affiche un statu quo et Moody's se contente d'une mise sous surveillance, S&P est passée à exécution en abaissant la note des Etats-Unis, conformément

à ses avertissements sur les coupes budgétaires requises. Jusqu'au vendredi 5 août, obligations et dollar américains continuaient pourtant à profiter de l'aversion au risque. Il est probable que cet ajustement de note ne produise pas de flux vendeurs massifs sur la dette américaine dans les jours à venir, en revanche les implications économiques et financières de cet événement sont lourdes et difficiles à identifier avec exhaustivité à ce stade : réactions en chaîne probables sur les agences publiques de financement américaines, autres agences, banques, compagnies d'assurance, coût du capital pour le secteur financier, collatéralisation du refinancement...

Ace stress souverain s'ajoute l'impact des **indicateurs macroéconomiques et de conjoncture récemment publiés aux Etats-Unis** : révision du PIB et ISM assez alarmants et qui vont fatalement impacter la **croissance 2011** attendue. Il est à noter que les prévisionnistes au travail ces derniers jours ont ajusté drastiquement leurs chiffres sur des bornes de [+1 % ; +2 %]. La projection 2012 est impactée également. Cette dégradation des perspectives aggrave le risque de rechute voire de récession (outre-Atlantique puis en zone Euro) dans un contexte où les stimuli monétaires et budgétaires sont exclus. Le principal facteur susceptible de transformer ce trou d'air en véritable rechute serait celui d'une contraction auto-entretenu par la perte de confiance des agents économiques. A ce stade, il est trop tôt pour poser un tel diagnostic, mais la probabilité de ce scénario s'est accrue.

Dans le même temps se confirme un **net ralentissement des économies à forte croissance**, Chine en tête, attendu et nécessaire à un apaisement des tensions sur les prix dans ces zones, ainsi que sur les matières premières. Mais dans le contexte d'inquiétude générale, cet atterrissage salutaire d'économies en surchauffe est vécu comme un risque supplémentaire sur la croissance mondiale.

L'incapacité des autorités américaines et européennes à circonscrire le risque souverain, et l'absence de nouveaux leviers monétaires et fiscaux pour ajuster leur politique économique, accroissent à ce stade la perte de confiance des marchés. En zones émergentes, le retour de la confiance ne pourra s'envisager qu'à l'approche du pic d'inflation et de celui du cycle monétaire.

Notre stratégie face à ces évènements

Dans le chaos qui prévaut sur les marchés depuis quelques séances, il serait présomptueux de nous livrer à un pronostic sur l'évolution des bourses à très court terme. Notre politique d'investissement reste donc prudente même si les séances de forte baisse, voire de capitulation, la semaine passée peuvent constituer la base d'un rebond. Pour la première fois en effet depuis plusieurs semaines, des marchés jusqu'ici résistants ont cédé sous la pression vendeuse et le besoin de refuge vers la liquidité. A titre d'exemples, le Dax, certaines actions et devises émergentes, les matières premières, le pétrole, l'argent, le crédit haut rendement ont cédé du terrain. A contrario, les emprunts d'Etats américains et allemands, refuges indiscutés, ont continué à rallier vers des niveaux historiques, proches de 2,3 %, le VIX se réveillant pour dépasser 30. L'or et le franc suisse se stabilisent.

Quels sont, à court terme, les facteurs que nous allons surveiller ?

Peu d'espoir d'avoir des éléments nouveaux, coté politique américaine, avant Jackson Hole (le 26 août, c'est loin... !), en Europe seule une action « commando » de la BCE sur les dettes du sud pourrait constituer un signal fort, elle semblait ne pas en avoir le mandat, ni le souhait dans sa communication du 4 août, mais son intervention ce matin est facteur d'espoir. A suivre... On sait que tous les autres leviers du plan européen nécessitent

du temps pour leur mise en œuvre, mais que les marchés n'ont pas la patience nécessaire.

Coté conjoncture, le FOMC (réunion mensuelle de la Réserve fédérale américaine) la semaine prochaine est clé pour les perspectives outre-Atlantique. Les chiffres de l'emploi publiés le 5 août modulent la série récente de statistiques économiques toutes très décevantes. On constate en effet que le secteur privé reste créateur d'emplois, à un rythme certes modéré, mais porteur d'espoir pour la consommation américaine. Nous devons toutefois travailler sur la base de perspectives de croissance dégradées dans les pays occidentaux en 2011/2012, austérité oblige.

Les résultats en Europe continuent à être décevants, sans être catastrophiques pour autant. Si le passage à vide conjoncturel est non durable, les sanctions boursières drastiques associées aux déceptions seront probablement considérées comme excessives, si en revanche le scénario de rechute économique se confirme, le krach actions récent deviendra un vrai marché baissier.

L'analyse technique donne quelques repères : le S&P 500 a cassé des résistances importantes, prochain objectif à la baisse 1130/1030, niveaux de mi 2010. Le DJ Euro Stoxx 50 est sur la borne basse de son canal 2010/2011.

L'ensemble de ces éléments nous conduit à persister dans la posture prudente qui est la nôtre, sans l'accentuer à ce niveau de marchés pour les portefeuilles déjà défensifs. Les portefeuilles émergents voient en revanche leur risque nettement réduit.

Portefeuilles Actions : nos biais sectoriels, auparavant offensifs, ont été largement comblés sur les matières premières, l'automobile, la chimie, il reste un léger biais à la surpondération sur la technologie et l'industrie. Cession complète des produits de base. Renforcement des valeurs défensives et surtout liquides. Notre équipe actions pense que la dynamique de révisions bénéficiaires en marche depuis plusieurs mois peut se poursuivre dans un contexte macroéconomique affaibli avec une confiance érodée. Les portefeuilles sont couverts via futures à hauteur de 20 %.

Portefeuilles Obligataires : pas de changement de stratégie depuis fin juillet, maintien d'un biais défensif sur les dettes périphériques, nos expositions italiennes ont été ramenées en deçà de 20 %. Les portefeuilles sont légèrement sous-sensibles ou neutres, les couvertures via contrats Bund ont été levées pour éviter tout effet ciseaux dans ce contexte.

Portefeuilles Emergents : le refuge émergent n'a pas résisté à la bourrasque, en particulier les places les plus exposées à la thématique de la croissance mondiale (Corée, Russie, Brésil...), ainsi que certaines devises. En revanche, les taux émergents constituent toujours une zone de repli. Prudence toutefois en cas d'accentuation de l'aversion au risque, l'équipe réalise un volant de cash sur LFP Obligations Emergentes (10 %), et 20 % sur LFP Patrimoine Emergent qui voit son delta ramené à 25 % et ses positions en devises allégées (Rouble). Hausse concomitante de l'exposition au dollar à titre de protection.

Portefeuilles Diversifiés : maintien d'un delta proche de 25 % sur LFP Patrimoine Flexible, poursuite de l'allègement des autres classes risquées de bonne tenue jusqu'ici : haut rendement et matières premières.

Portefeuille Allocation Tactique : pas de positions actions, léger renforcement du biais vendeur sur les rendements allemands à 2 ans par stratégies optionnelles.

Portefeuilles Alteram : la multigestion alternative se comporte très honorablement dans ce contexte, les stratégies CTA jouent en particulier pleinement leur rôle, performances voisines de +2 % sur juillet et +5 % début août, à confirmer. Les indicateurs de risque des fonds sous-jacents sont bas, peu de positions en couverture pour éviter toute distorsion. Sur juillet, les fonds multi-stratégies devraient être positifs, les fonds « long/short » actions légèrement positifs également. Le réveil de la volatilité est une bonne nouvelle pour les Hedge Funds.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.