

# LETTRE SPÉCIALE

## LA FRANÇAISE GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Juillet 2015

Achevée de rédiger le 21 | 07 | 2015

**Les facteurs de stress qui ont fortement agité les marchés depuis début mai –tragédie grecque, krach boursier chinois...– semblent en voie d’apaisement. Les opérateurs devraient logiquement retrouver, à l’aube de la trêve estivale, un prisme de lecture davantage empreint des évolutions conjoncturelles et du flux des nouvelles microéconomiques, sur lesquelles il nous a semblé utile de faire le point, ainsi que sur notre stratégie d’investissement, après toutes ces turbulences.**

### ***Dans quel contexte macroéconomique sommes-nous à la veille de l’été ?***

#### ● Monde

Au premier trimestre 2015, la croissance mondiale a ralenti en raison de la décélération de l’économie chinoise, plus vive que prévu, et de la baisse du PIB américain. S’ajoute à cela, la rechute en récession de grands pays émergents : Brésil, Russie. À partir de fin mai, les prix des produits de base qui s’étaient un peu ressaisis depuis la mi-mars font à nouveau preuve de lourdeur, ne suggérant pas une nette accélération de l’activité au deuxième trimestre.

L’économie mondiale est ainsi confrontée à un problème de dynamique globale. Les mauvais chiffres sur le PIB US et chinois sont corroborés par une production industrielle en décrochement par rapport à son niveau de long terme. La demande mondiale semble se tasser, à l’image du fret qui affiche des niveaux historiquement bas. Le premier trimestre ressort plus mauvais que prévu alors que les indicateurs montrent une absence de rebond au deuxième trimestre.

#### ● Chine

Le PIB chinois a progressé au rythme de 4,6% l’an au premier trimestre. Les exportations continuent de surperformer les exportations américaines et allemandes, elles se sont néanmoins repliées et pèsent sur la production industrielle. Le coup de frein se poursuit sur les dépenses d’investissement, il est violent dans le secteur de la construction. Les indices PMI de mai, autour de 50, ne suggèrent pas de ré-accélération.

Les taux réels, relativement élevés en Chine, donnent une marge de manœuvre importante aux autorités chinoises, qui peuvent être amenées à agir encore plus vigoureusement en cas de décélération plus forte de l’activité. Le PIB devrait ainsi

poursuivre son atterrissage sous contrôle et sans rupture brutale, à un rythme un peu inférieur à 7% l’an, à notre sens.

#### ● Etats-Unis

Le PIB américain a baissé au premier trimestre, au rythme de -0,2% l’an contre une hausse au rythme de +2,2% l’an au trimestre précédent. La question est celle de l’ampleur du rebond à attendre au deuxième trimestre.

L’amélioration modeste des indicateurs avancés, couplée à de nombreux freins à court terme (stocks élevés, consommation en berne, remontée du taux d’épargne des ménages, baisse des investissements), laisse anticiper une baisse des prévisions de croissance du PIB pour 2015, estimée entre 2% et 2.5%. Les créations d’emplois restent élevées mais un fléchissement de ce rythme devrait s’observer afin que les marges des entreprises US, déjà grevées par la hausse du dollar, ne reculent davantage. L’augmentation de l’investissement non résidentiel et la reprise du marché immobilier dans l’ancien sont les seuls points positifs observables à la hauteur des attentes.

#### ● Japon

L’activité au Japon peine à accélérer de façon auto-entretenue. Cependant, les profits des entreprises japonaises augmentent et la Banque centrale continue son QE. Derrière des chiffres stabilisés, la situation au Japon montre les signaux d’une reprise non pérenne malgré la baisse du yen sur le marché des changes. Les pressions baissières sur les salaires, conjuguées aux baisses des matières premières, entraînent les marges des entreprises à leur plus haut, ce qui est observable à travers la hausse du déflateur du PIB.

L’indice des actions japonaises profite à plein de cet effet de gonflement des marges, mais des doutes subsistent sur la pérennité de cette tendance.

## ● Zone Euro

Dans la zone Euro, le redressement de l'activité est modéré et cette amélioration demande à être confirmée et amplifiée. Si les indicateurs sont meilleurs pour l'Espagne et l'Italie, ils déçoivent pour l'Allemagne.

La baisse des prix de l'énergie a été profitable aux ventes de détail. La masse monétaire M3 progresse, conformément aux souhaits de la BCE, et la demande de crédit accompagne cette tendance. Le PMI composite, tout en restant au-dessus de 50, s'est effrité.

L'Allemagne marque un début de recul de ses exportations, probablement en raison du ralentissement du commerce mondial. Pour la France, beaucoup d'indicateurs montrent au mieux une stabilisation, l'ensemble des segments de son marché immobilier restant, quant à eux, déprimés. L'Espagne connaît une amélioration de sa situation par le rebond des commandes et une reprise de la demande intérieure. L'Italie, enfin, voit une amélioration de sa balance courante par des exportations en progression.

## **Stress grec, ou en sommes-nous ?**

Un accord a été trouvé dans la douleur entre la Grèce et ses créanciers européens, il y a tout juste une semaine. En évitant le « Grexit » immédiat, il nous épargnera très probablement cet été les affres de la « Terra Incognita » évoquées dans notre Lettre mensuelle début juillet ... mais sans constituer une solution parfaitement viable à moyen terme. Recensons toutefois les avancées clefs de cet accord à ce jour :

- ⊗ Il intègre tout d'abord des efforts réciproques majeurs de part et d'autre, au premier rang desquels un effort budgétaire grec qui dépasse 50Mds€ sur 3 ans, ce afin de respecter un calendrier très ambitieux d'atteinte d'objectifs d'excédent primaire. Hausse du taux de TVA, du taux d'imposition des revenus, réforme des retraites, du marché du travail, libéralisation du commerce, modernisation de l'administration, baisse du budget de la défense...auxquelles s'ajoute la relance du programme de privatisations.
- ⊗ En contrepartie, les partenaires européens déploient eux aussi des efforts multiples, dont un plan de soutien à la croissance et à l'emploi doté de 35Mds€, dont 15Mds€ pour le secteur agricole,
- ⊗ Ils octroient à la Grèce un financement intérimaire de 7Mds€ afin de lui permettre d'assurer le paiement des échéances dues à la BCE en juillet et celui des arriérés au FMI, sous forme d'un prêt relais accordé par l'EFSM,
- ⊗ Ils envisagent, au travers du MES, de contribuer à concurrence de 10 à 25Mds€ à une recapitalisation des banques grecques après une évaluation en urgence des bilans bancaires,

- ⊗ La BCE de son côté, apporte aux banques grecques un oxygène symbolique en relevant, pour une semaine et de 900M€, le plafond de la liquidité apportée au travers de l'ELA, et permet la réouverture des guichets bancaires à compter du 20 juillet avec maintien du contrôle des capitaux,
- ⊗ Ces efforts conjugués sont salués au travers de l'approbation des différentes mesures par l'ensemble des Parlements consultés... grec, finlandais, allemand compris !

Pour autant, cet accord ne constitue en aucun cas une solution définitive aux problèmes grecs, il n'est que l'amorce d'une nouvelle trajectoire au sein de la zone Euro, pavée d'embûches :

- ⊗ Il intègre un cran d'austérité supplémentaire qui va vraisemblablement provoquer une rechute de l'économie grecque dont la croissance était redevenue légèrement positive en 2014 (+0.8% versus -3.9% en 2013),
- ⊗ La dureté voire la violence des négociations laissera des traces durables dans la confiance entre la Grèce et ses partenaires. Cette perte de confiance se matérialise à court terme par des exigences draconiennes vis-à-vis de la Grèce, en contrepartie de l'octroi de ce 3<sup>ème</sup> plan d'aide, comme par exemple la mise en garantie d'actifs publics grecs à hauteur de 50Mds€, dont on entend bien la logique financière mais dont le réalisme n'est pas démontré... A moyen terme, il y a fort à parier que les séquelles de ce drame pèseront lourd dans la poursuite de la construction du projet politique européen !
- ⊗ Enfin, en dépit de l'insistance du FMI, aucune décision formelle n'est prise à ce jour en vue d'une restructuration de la dette grecque, via extension des maturités ou réduction du nominal, pourtant indispensable à sa soutenabilité. La dette publique devrait donc culminer à près de 200% du PIB dans les 2 ans.

Gageons donc que cette issue laborieuse mais favorable n'est pas le dernier acte du drame grec, et que les marchés resteront à la merci de pics de volatilité inhérents à de nouveaux épisodes.

## **Krach chinois, et après ?**

L'ampleur et la violence de la correction récente du marché chinois relèvent davantage de facteurs techniques que de facteurs fondamentaux. L'éclatement salutaire de la bulle sur les actions A, cotées sur le continent, s'explique par la nature de ce marché très majoritairement détenu par des investisseurs particuliers et très fortement « levragé ». L'extension du stress aux actions H cotées à Hong Kong est largement due aux mesures prises par les autorités chinoises pour tenter de circonscrire le krach : la suspension d'une large partie de la cote A et la restriction des moyens de couverture au travers des contrats Futures, ont en effet dévié vers Hong Kong les flux vendeurs...

La situation est en cours de normalisation. La plupart des sociétés qui avaient leur cotation suspendue sont à nouveau cotées, et cela se déroule à ce jour sans nouvelle vague de vente d'actions A. Par ailleurs le gouvernement chinois est intervenu fermement pour contrôler, voire stopper, les activités non régulées de financement sur marge qui avaient été à la source du krach de juin.

Cette correction technique nous ramène à un niveau de valorisation très attractif pour Hong Kong, l'indice MSCI China traite avec un PE de 10.8x, en deçà de sa moyenne de long terme. Ce sera un facteur de soutien indéniable si la stabilisation des marchés se confirme.

### **Quelle stratégie face au rebond des marchés depuis une semaine ?**

Le marché a bien évidemment salué les avancées récentes sur la Grèce : le marché actions Euro retrouve ses niveaux du mois d'avril et n'est plus qu'à 4% de ses plus hauts, le marché américain qui avait bien résisté, teste lui aussi ses plus hauts, tout comme le marché japonais qui affiche une santé insolente.

En revanche les taux Core Euro qui avaient touché un point anormalement bas (0.05% pour le Bund en avril) et amorcé une normalisation en mai pour atteindre 1%, se sont stabilisés sur un niveau de 0.80%, tout comme le Treasury Bond 10 ans qui oscille autour de à 2.30%.

Tous les actifs obligataires risqués se sont réappréciés, mais le niveau des rendements reste plus élevé qu'en début d'année ce qui offre des perspectives dans un environnement de taux courts toujours très bas.

Dans cet environnement de marchés plus sereins, nos convictions sont les suivantes :

#### **● Convictions Actions**

Nous restons **positifs à l'égard du marché actions Euro**. Conformément à nos attentes, les prévisions de résultats des entreprises sont révisées à la hausse par le consensus (BPA 2015 +18%) ; Nous privilégions les marchés périphériques de la zone, les sociétés de taille moyenne et les banques (amélioration des retours sur fonds propres au plus bas depuis 40 ans).

Nous maintenons également une **vue positive sur le marché japonais** qui a fait preuve de solidité dans la récente phase de correction. Après 2014, 3ème année consécutive de hausse, les résultats attendus sont à nouveau révisés en hausse, ce qui permet un découplage du JPY et de la performance du marché. Une progression des retours aux actionnaires et la présence assidue des investisseurs domestiques sont deux points de soutien importants.

Nous gardons notre **position neutre à l'égard du marché américain**. Les bénéfiques seront en baisse pour l'ensemble du premier semestre et sont

désormais attendus à +1% en 2015 et +13% en 2016. Malgré un environnement macro attendu un peu meilleur, et des éléments techniques comme des rachats d'actions supérieurs à ceux de 2014 ou une progression des fusions-acquisitions, nous restons neutres considérant le peu de place à l'expansion des multiples (P/E 2015 17.3x).

Enfin, notre vision neutre sur les marchés émergents n'empêche pas un **intérêt pour la Chine**, considérant notamment que la capitulation des investisseurs privés chinois offre une opportunité d'achat aux investisseurs globaux. La banque centrale et le gouvernement accentuent en outre le soutien de la croissance.

#### **● Convictions Obligataires**

L'inflation restera à notre sens sous pression en raison du prix des matières premières, de la rigueur salariale (US) et des contraintes budgétaires (Europe).

Sur le **front monétaire**, la Fed, au travers de son Livre Beige, continue à équilibrer son discours entre pressions salariales modestes, emploi sous surveillance et nécessité de normaliser sa politique monétaire au regard des conditions économiques générales ...laissant le champ des possibles ouvert en termes de timing, mais plutôt tard que tôt.... Le 1<sup>er</sup> geste sera sans doute différé en fin d'année, voire en 2016...ce qui redonne de l'intérêt à un T-Bond à 2.35% !

Sur les taux Core : nous sommes **neutres sur les taux longs** en raison du niveau des taux forward extraits des courbes obligataires qui nous semblent proches de leur valeur d'équilibre fondamentale (Taux 5 ans dans 5 ans US : 3.30% et Zone Euro : 2%). Par ailleurs, l'issue des négociations grecques a dégonflé les niveaux de volatilité qui étaient historiquement très élevés, ce qui devrait être favorable aux parties longues des courbes.

Sur les **rendements périphériques** nous situons le niveau d'équilibre des primes de risque vers 100bp de spread Italie/ Espagne versus Allemagne (actuellement 115bp).

#### **● Convictions Crédit**

Les primes de risques des marchés du crédit redeviennent attractives. Sur le marché **Investment Grade**, les dettes Corporates hybrides et subordonnées du secteur assurance sont celles qui devraient voir leurs valorisations s'apprécier le plus. Sur le marché du **High Yield**, la prudence reste de mise avec un marché primaire qui devrait peser sur les valorisations. En vision internationale, les dettes privées américaines offrent les perspectives les meilleures, notamment les entreprises centrées sur le marché domestique (hormis le secteur énergétique). Enfin les obligations convertibles, même si les valorisations incitent à la prudence, sont soutenues par la dynamique actions.

## ● Convictions Dettes Émergentes

Les primes de risque des marchés de dettes émergentes (355bp) se sont légèrement tendues avec la Grèce, la correction sur les marchés actions chinois et la baisse des prix des matières premières. La volatilité des rendements émergents est, somme toute, restée contenue autour de 10%.

Dans ce contexte, nous maintenons une **stratégie prudente** avec une exposition diluée par 10% de cash, une sous-exposition aux pays sensibles au pétrole, une sensibilité globale légèrement défensive et une nette préférence pour les dettes externes versus dettes locales.

Géographiquement nous surpondérons Europe émergente et Asie, et réduisons notre exposition en Amérique Latine, en privilégiant les pays manufacturiers (Mexique, Hongrie, Chine) face aux pays exportateurs de produits de base (Brésil, Colombie, Pérou).

## ● Allocation d'Actifs

Dans la période troublée que nous venons de traverser, notre attention s'est focalisée d'une part sur le **calibrage des positions risquées en actions**, fortement dépendant de la tolérance au risque de nos clients et de notre acquis de performance, et d'autre part sur la construction des poches de taux et l'**équilibrage des risques obligataires**.

## ⓐ Gestion Flexible

Dans le mouvement d'apaisement du stress de marché observé mi-juillet, fidèles à notre approche contrariante et disciplinée, nous avons progressivement pris nos bénéfices, sur les

marchés d'actions européennes notamment, après un rebond de près de +12% sur les points bas du 7 juillet. A titre d'illustration de cette flexibilité, notre exposition aux marchés d'actions est passée de 52% le 7 Juillet à 37% le 16 juillet. Nous avons initié des positions modérées sur les actions émergentes globales, mais conservons une large partie de notre risques Actions déployé sur l'Europe, compte tenu du potentiel résiduel.

Les excès de valorisation des taux européens, corrigés pour partie, et le maintien d'un programme d'achat d'actifs de la BCE, sous-tendent le redéploiement récent d'une partie du portefeuille sur cette classe d'actifs, bien que réduit (sensibilité taux à 2,36 au 16 juillet), pour tenir compte de la volatilité récente, et globalement équilibré entre taux Core et taux périphériques.

## ⓐ Gestion Performance Absolue

Nous avons abordé le referendum grec avec un risque très faible, étant donné la nature très binaire de l'événement. Une fois le vote passé, nous avons renforcé peu à peu l'exposition aux actions européennes dont le couple risque/rendement nous semblait nettement amélioré. Le delta du fonds est ainsi passé de 7% le 3 juillet à 35% en fin de semaine dernière. Suite au rebond des marchés nous avons à nouveau largement réduit notre risque, sécurisant ainsi une partie des gains.

Le risque aujourd'hui est donc faible (volatilité 3.8%, delta 10%, duration 3.3). En attendant de retrouver une meilleure asymétrie sur le directionnel, nous nous concentrons sur des paris plus spécifiques : aplatissement de la courbe américaine, baisse des taux australiens et spreads périphériques.

Publication éditée par La Française, Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 73 368 840 € - RCS : 480 871 490.

Directeur de la publication : Pascale Auclair. Responsable de la rédaction : Pascale Cheynet. Chef d'édition : Claudine Prêtre Procida. Maquette : Sylvia Chadi. Photos/illustration : Fotolia.

La Française AM - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Adresse : 173, boulevard Haussmann 75008 Paris - France - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

La Française Inflection Point - Société par Actions Simplifiée au capital de 500 150 € - Adresse : 173, boulevard Haussmann 75008 Paris - France - RCS PARIS 412 382 632 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97055 le 30/06/1997

JK Capital Management Limited - Montant du capital social (au 31/10/2010) : 11.385.799 HK\$ Numéro d'immatriculation au Companies Registry of Hong Kong: 542867 - Date de constitution le 21/03/1996 Siège social : Suite 1101, 11/F., Chinachem Tower, 34-37 Connaught Road Central, Hong Kong SAR.

Tages Capital LLP. - Société de droit anglais enregistrée auprès de la Companies House (N° OC364873) et agréée par lan Financial Conduct Authority (FRN 563369). Siège social : 39 St. James's Street, London SW1A 1JD, United Kingdom

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 leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française 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 du Groupe La Française.

[www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)