



Flash Stratégie Février 2015



Jean Borjeix

Les taux, les changes et les arbitrages toujours plus intéressants que les actions.

Paris, le 15 février 2015

Sur la base d'un environnement économique qui risque de ménager des surprises nous avons écarté dans notre flash de janvier les actions comme support d'investissement pour 2015. Qu'en est-il des autres classes d'actifs ? Quelle ligne mettre à l'eau pour générer du rendement dans les portefeuilles ?



Au cours des dernières semaines à cheval sur la fin de l'année 2014 et le début de l'année 2015, Meryl Lynch a livré quelques indications sur les flux observés aux Etats-Unis:

- a. Fonds obligataires : achats de 7 milliards de dollars, dont plus de 5 milliards en « *investment grade* » et 0.2 milliard en « *high yield* ».
- b. Retrait de fonds investis en obligations sur les pays émergents.
- c. En actions : retrait net de 2.7 milliards de dollars, dont 2.8 milliards sur les fonds investis sur les pays émergents et 1.7 milliards sur les actions américaines. Quelques pays dont l'Europe bénéficient sans doute de flux d'investissement positifs.

Ces arbitrages correspondent pour l'essentiel à nos analyses. Selon nous ils devraient donc être confirmés en 2015.

Retour sur la fin de l'année 2014 des différentes classes d'actifs

Les **dernières semaines de l'année 2014** ont été marqués par une alerte sur les taux « *high yield* », les **emprunts souverains bénéficiant d'arbitrages à leur profit**. Les écarts entre les rendements des deux catégories de taux se sont tendus avant une nouvelle détente sur les derniers jours de l'année et les premiers jours de 2015.

Les matières premières ont poursuivi leur **mouvement de baisse** et l'ont même accéléré.

Seule matière première s'écartant de la tendance, **l'or** a nettement rebondi et le rapport entre l'or et l'indice CRB des matières premières s'est nettement tendu, signifiant une **augmentation de la sensibilité au risque**.

Concernant **les changes**, les **grands mouvements de l'année 2014** se sont, dans l'ensemble, **confirmés** en fin d'année: baisse de l'Euro, des devises émergentes et du yen, stabilisation de la livre sterling, hausse du dollar et, à de moindres degrés, du dollar singapourien.

Dans l'ensemble tous ces mouvements se sont **poursuivis**, voire se sont accélérés au cours des **premiers jours de 2015**, avant que les événements politiques de février viennent complexifier l'analyse.

Faut-il voir dans ces comportements (à l'exception du comportement particulier de l'or sur lequel nous reviendront) l'amorce de nouvelles tendances **valables pour l'ensemble de l'année 2015** ?



Les taux en 2015 : encore des arbitrages décisifs ?

Le mouvement de baisse des taux initié **depuis plus de 30 ans** ne s'arrête pas¹.

Quand 2013 a commencé beaucoup ont prédit la fin du cycle de l'obligataire. Ils se sont trompés.

En 2014 le même pronostic a été avancé et s'est révélé complètement faux. On a vu en 2014 un phénomène difficile à comprendre pour le non initié : des taux gouvernementaux négatifs. C'est le cas au Japon mais aussi en Suisse, en Allemagne, aux Etats-Unis...

Début 2015, **ce mouvement de taux s'est même accéléré.**

Aux **Etats-Unis** les taux des emprunts d'Etat se sont nettement détendus passant de 2.2% à 1.8%, soit en pourcentage quelque 17% de baisse. Dans le même sens les taux des emprunts souverains français et allemands se sont encore détendus alors que l'Italie et l'Espagne ont vu les taux longs souverains se stabiliser à bas niveau, autour de 0.8% pour les emprunts à 5 ans et autour de 1.5% à 10 ans. Seule la Grèce a suivi le mouvement inverse avec des taux longs remontant autour de 10 %.

La ruée vers les taux disposant du meilleur « rating » et les mouvements plus hésitants sur certaines échéances et sur certains émetteurs ont installé une **hiérarchie des taux** qui semble stabilisée, du moins pour le moment. Ces comportements ont des conséquences.

Il y a plusieurs explications à cette baisse des taux et notamment la course à la qualité : on achète des obligations allemandes qui rapportent moins de 1% parce que leur risque est considéré comme très faible.

Mais le motif essentiel de cette course à la baisse réside dans le fait **que les marchés de taux ne croient pas à la reprise de l'activité ni à la reflation** qui devrait l'accompagner, pas plus en Europe qu'aux Etats-Unis². Ce comportement, bien connu au Japon où il

persiste depuis des lustres, est tout à fait conforme à **l'analyse économique présentée depuis 2012** dans les divers flashes traitant du sujet : économie européenne quasiment à l'arrêt, économie américaine et chinoise en faible croissance, économie japonaise en récession quasi permanente et économies émergentes en « faux semblant ».

Bien sûr des aléas externes (négociation avec la Grèce, Ukraine, statistiques américaines, mouvements des cours du pétrole brut,...) viennent perturber au jour le jour le comportement des marchés.

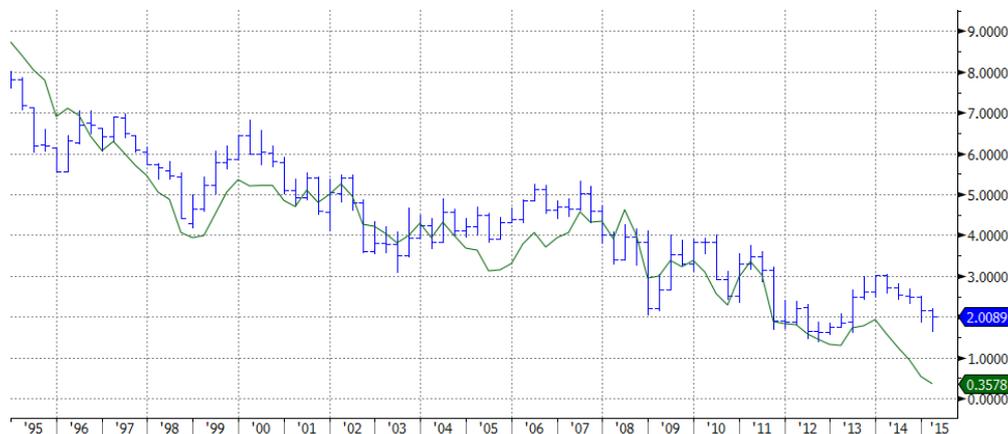
Mais ce schéma devrait progressivement **se confirmer tout au long de l'exercice en cours**. Dans ce contexte, **les emprunts bénéficiant d'un bon « rating »** restent une cible **d'investissement privilégiée.**

D'autant que les mesures de « Quantitative easing » (QE) annoncées par **la BCE** lors de son dernier comité vont dans le même sens puisque la possibilité de racheter des emprunts souverains, même si elle est encadrée, risque **d'assécher le marché de ces emprunts.**

¹ Rappelons que lorsque le taux d'une obligation baisse, le prix de cette obligation monte.

² Le taux d'une obligation de maturité élevée doit égaliser le taux de croissance économique nominale long terme attendue.

Graphe I : Taux à 10 ans américains (en bleu) et zone euro (en vert) depuis 20 ans



Les taux de change

Comme sur les marchés de taux, de nouvelles lignes de tendance des marchés de change semblent s'être imposées en 2014 et devraient **se confirmer en 2015**, au moins sur la **première partie de l'année**. Voici nos idées pour investir sur le marché des devises.

Notre thèse

Dans un monde où la croissance ralentit, une partie des Nations vont utiliser l'arme monétaire pour relancer leurs exportations.

Acheter du dollar.

Compte tenu du rôle joué par le dollar dans les échanges, notre thèse ne s'applique pas au dollar qui de ce fait devrait poursuivre sa tendance haussière basée sur une **croissance américaine** décevante mais **moins faible** que celle des partenaires commerciaux des Etats-Unis. Par ailleurs la **perspective de hausse des taux directeurs**, même si elle reste éloignée, joue en faveur du dollar. En cas de troubles le dollar jouera son rôle de valeur refuge. Une parité de 1\$ pour 1 € est attendue par beaucoup. Cette appréciation du dollar contre les autres monnaies jouera tant que l'appréciation de la monnaie américaine ne perturbe pas les exportations et/ou les résultats

en dollars des grands groupes industriels du pays.

Vendre le Yen.

A l'opposé le **Japon** surendetté et multipliant les QE inutiles risque de voir sa **monnaie s'effondrer**. Pour le moment, le yen profite encore de son statut de « monnaie refuge », acquis au cours de longues années dans le passé. Mais ce statut se délite peu à peu. Les **flux** observés en début d'année 2015 qui confirment ceux de 2014 renforcent cette conviction. Ils font en effet ressortir des **ventes massives de titres japonais par les étrangers**: 1.200 milliards de dollars sortis en 2014 et plus de 200 milliards retirés par les investisseurs étrangers au cours de la première quinzaine de 2015. Gageons que nous verrons en 2015 une parité Yen/USD à 150 contre environ 120 aujourd'hui et 100 une large part de 2014.

L'Euro va souffrir du QE

La **zone euro**, mal en point depuis 2010, va bénéficier d'un « Quantitative Easing » (QE) conséquent de 60 milliards d'euros chaque mois sur un an et demi. Déjà anticipé par les marchés ce QE aura sans doute des **effets limités**. En effet sa taille est bien inférieure à ceux de la

FED, de la BOE ou de la BOJ, tous se situant entre 15 et 20 % du PIB contre quelque 8% seulement du côté de la BCE. Vu les piètres résultats obtenus par les QE concurrents, celui de la BCE ne peut avoir que des effets limités, sauf à considérer que l'objectif n'est pas la croissance et l'emploi mais la **baisse de l'Euro**.

Ce mouvement de baisse sera sans doute soutenu par les vicissitudes que rencontrent certains pays de la Zone Euro. Celles-ci rappellent en effet qu'une **crise est toujours possible**, et pèsent sur la valeur de la monnaie européenne. Les arbitrages pour une autre monnaie (Dollar américain, Dollar singapourien, livre britannique, Franc suisse ou couronne norvégienne) se sont toujours avérés positifs au cours des six ou sept derniers mois hormis en fin de période sur les monnaies sensibles aux prix du pétrole.

Incertitude sur le Franc suisse

En Europe, l'évènement a été créé par la **Suisse** qui s'est brutalement libérée de son lien avec l'Euro, la « *flottation* » de la monnaie helvète se traduisant instantanément par une **hausse des cours de quelque 20 %**. La perte des emprunteurs en franc suisse ou des détenteurs de produits dérivés à base de franc suisse a partiellement été compensée par les gains des créanciers en franc suisse, mais comme lors de toute crise financière les pertes des uns compensées théoriquement par les gains des autres peuvent néanmoins mettre en difficulté certains établissements financiers et générer un **risque systémique**. **Plus négatif** encore, le **bilan de la Banque Nationale Suisse (BNS)** s'est encombré des achats de titres plus ou moins bien valorisés, destinés à stabiliser le change avec l'euro au cours des dernières années. A terme, cette opération pourrait pénaliser le franc suisse dans la mesure où le bilan de la BNS représente plus de 100% du PIB suisse. Par comparaison le bilan de la FED représente moins de 20 % du PIB américain.

Le **Franc suisse était une opportunité** il y a quelques années. **Il ne l'est plus** du fait de la valorisation intrinsèque et en francs suisses, des 400 milliards de titres en euro, aujourd'hui dévalués, accumulés au cours des dernières années pour stabiliser le change avec la monnaie unique.

Vers un affaiblissement compétitif du Yuan

Beaucoup d'observateurs s'attendent à une poursuite du mouvement de renforcement du Yuan face au dollar, mouvement initié à la fin des années 80 sous la pression des américains qui estimaient le Yuan sous valorisé.

L'élément nouveau est que la **Chine ralentit** ce que les statistiques montrent semaine après semaine. La thèse officielle d'une demande intérieure prenant le relais sur les exportations ne se trouve pas confirmée aujourd'hui. En revanche les salaires chinois continuent à progresser rendant plus difficiles les exportations ce qui crée une très forte incitation à **déprécier le Yuan** face à l'Euro et au dollar.

Le Yuan est une monnaie très partiellement convertible et il est très compliqué de jouer sa baisse. Le mieux à faire est de rester à l'écart d'actifs libellés dans cette devise.

Délaisser le dollar australien

Le **dollar australien**, rattaché à la **zone asiatique** dépend de la santé de l'économie chinoise et de ses satellites, et, à ce titre peut être rattaché aux monnaies des pays émergents. Mais le dollar australien est aussi la monnaie du pays qui produit une part importante des matières premières utilisées dans le monde. La baisse des prix est probablement déjà dans le taux de change. Le risque est ici celui du coût salarial : 2.5 fois le coût des embauches aux Etats-Unis (28.000 \$ annuels). L'écart de coût peut **impliquer une dévaluation à terme**, confirmée par la **baisse des taux directeurs**. Cette monnaie va essayer de se lier au Yuan et accompagner ses fluctuations. Il faut donc être prudent et ne jouer cette monnaie que dans un contexte de dévalorisation de l'Euro contre toutes les autres monnaies.

Rester à l'écart sur les autres devises

Comme pour les taux, le **change des pays émergents** devrait souffrir de la situation de **dépendance** vis à vis des leaders de la zone Asie (Chine, Inde) comme des leaders de la zone de l'Amérique latine (Mexique, Brésil), eux-mêmes très sensibles à la conjoncture mondiale et aux difficultés possibles de certains pays comme le Venezuela ou l'Argentine.

Graphe 2 : Evolution du cours AUD/CNY depuis 1980



Une nouvelle classe d'actifs très sensible : Le pétrole et les matières premières.

Le pétrole et les matières premières forment une **classe d'actifs relativement indépendante**. Les prix moyens donnés par l'indice CRB sont en baisse de près de 20% sur le plus haut du mois de mai 2014 (-27% sur le plus haut de 2011). Cette baisse résulte de deux phénomènes :

- **Une baisse sensible de l'activité mondiale** engagée il y a deux ans et devenue perceptible par tous au cours de l'année 2014 ;

- **L'arrêt progressif des QE américains** : les QE qui ont mis sur les marchés des liquidités considérables ont permis d'attirer la spéculation et des hausses de cours record sur les métaux, les produits agricoles et l'énergie. L'arrêt des QE a entraîné des sorties massives de capitaux de cette classe d'actifs, pétrole en tête.

Les fluctuations du pétrole ont été amplifiées par des considérations politiques mais ces influences ne sont intervenues que lorsque les équilibres économiques poussant à la baisse se sont mis en

place. Il semble que les prix des matières premières ont **baissé en deçà du dégonflement de la bulle** due aux QE. Toutefois, il est peu probable qu'un rattrapage s'effectue mécaniquement. Une reprise économique forte s'avèrera nécessaire, d'autant que le rebond des prix n'est pas du tout anticipé par les cours des matières premières elles-mêmes. Et pour cause. De **nouvelles capacités** ont en effet été mises en place avec les hausses de prix « exubérantes ». Le déblocage de cette situation implique un **choc conjoncturel** peu visible à horizon de court terme moyen terme, mais inévitable.

Pour retrouver les prix d'avant la baisse de 2014, il faudrait au moins de nouveaux QE, non prévus dans l'immédiat, mais fort possibles.

La meilleure stratégie semble dès lors être **d'attendre le signal** donné par le début de remontée des prix des matières premières elles-mêmes.

L'or comme protection.

Matière première parmi d'autres, **l'or est aussi un produit financier**. Le comportement de l'or par rapport aux autres matières premières est ainsi un **indicateur de risque**. Cette caractéristique est flagrante si on considère l'actualité récente : le prix du lingot a monté sur les 3 derniers mois alors que les prix moyens des autres matières premières (indice CRB) continuaient de baisser.

Historiquement, les **points hauts du rapport entre l'or et les autres matières premières** montrent que la valeur financière de l'or l'emporte alors sur sa valeur industrielle. C'est en ce sens qu'il est un **indicateur de risque**. Le plus haut a été atteint en **2012** au moment de la crise sur l'Euro, un autre sommet avait également été atteint en **2009**. Aujourd'hui le

graphique historique montre de nouveau une forte prime de risque, du **niveau de celle de 2009**. Elle porte sur les perspectives économiques envisageables aujourd'hui et rejoint le comportement du marché des taux, à l'opposé du marché des actions.

Inversement dès que les marchés anticipent une baisse des risques, le cours de l'or se déprécie. Les premiers jours du mois de février en sont une parfaite illustration.

Compte tenu de sa dépendance aux fluctuations politiques, on ne peut faire de prévisions fiables sur l'évolution à moyen terme des cours de l'or. Un investissement en or doit dès lors être envisagé comme amortisseur des chocs : une valeur de fonds de portefeuille qui s'apprécie quand le climat général se dégrade.

Graphique 3 :

- **En haut : Mesure du risque - cours de l'or (en vert) et cours des matières premières (en bleue)**
- **En bas : évolution du ratio entre les cours de l'or et des matières premières**



Conclusion : des opportunités de placement de plus en plus ténues.

Clairement, dans leur ensemble, les indicateurs d'activité sont au rouge. Le comportement des principales classes d'actifs correspond à cet affaiblissement de tendance. **Seules les actions**, pourtant la classe d'actifs la plus concernée, échappent à ce scénario. Nous avons écarté cette classe d'actifs dans notre dernier flash, en raison de ce comportement paradoxal, qui peut entraîner à tout moment des réactions très brutales.

Les **classes d'actifs** abordées dans le **présent flash** offrent, à priori, de meilleures opportunités. Pour autant elles n'offrent pas toutes la même visibilité.

Les emprunts à moyen et long terme constituent assez clairement le **meilleur refuge** avec des profondeurs de marché généralement très importantes et une durée élevée à ce niveau de taux. Le risque de cette classe d'actifs est lié à la remontée des taux longs. Toutefois, **la remontée des taux** implique, comme lors de la période 2004/2007, une très nette **amélioration de la conjoncture** économique mondiale, **peu probable** dans le contexte actuel.

Les taux de change offrent de nombreuses possibilités de couverture et d'arbitrage. Malheureusement, aujourd'hui, les mouvements sur les taux de change masquent souvent des

dévaluations compétitives et une sorte de guerre des monnaies. Dans ce contexte, la hiérarchie actuelle des taux de change **dominée par le dollar** n'est pas soutenable à terme si la faiblesse de la conjoncture mondiale se confirme. Dans ce cas en effet le **dollar** pourrait lui-même faire l'objet d'une **dévaluation compétitive** comme ce fut souvent le cas par le passé. Mais ce scénario reste lointain pour l'horizon des marchés.

Les matières premières sont clairement victimes d'un **ralentissement de la conjoncture mondiale**, de la Chine à l'Europe en passant par les pays émergents. Le retournement semble encore très lointain.

L'or revient au premier plan depuis quelque 3 mois. Son rôle devrait se renforcer en cas de fluctuations importantes sur les marchés actions ou de crise politique.

La volatilité des marchés est telle que les **situations évoluent très vite relativement les unes aux autres**. Restent alors les arbitrages. A condition qu'ils soient réactifs et dans le bon sens... Difficiles à mettre en place, ils permettent quand même de circonscrire les risques.

- ✓ Une conjoncture mondiale 2015 beaucoup plus difficile que ne le laissent supposer les prévisions des organismes spécialisés.
- ✓ Des marchés qui n'en sont plus et qui multiplient les incohérences (taux /actions).
- ✓ De sérieux ajustements à prévoir. Des protections à trouver.

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.