

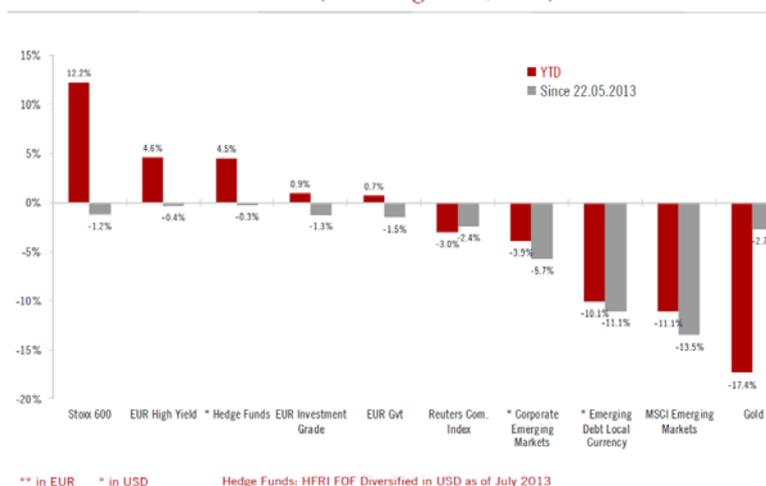
Analyse stratégique

Risque de contagion des pays émergents

I. Performance des marchés depuis le début de l'année

- Une classe d'actifs s'est distinguée avec une performance à deux chiffres : les actions des marchés développés. Notamment les Etats-Unis et le Japon et dans une moindre mesure l'Europe.
- Les marchés émergents ont connu des corrections substantielles.
- Le 22 mai Ben Bernanke a pour la première fois suggéré que sous certaines conditions il pourrait commencer à réduire le montant des achats d'actifs de la Fed, la volatilité s'est fortement appréciée.

Asset classes returns in EUR (as at August 23, 2013)



- Les marchés émergents ont été les plus touchés par la perspective de ce virage monétaire aux Etats-Unis.

II. Etats-Unis

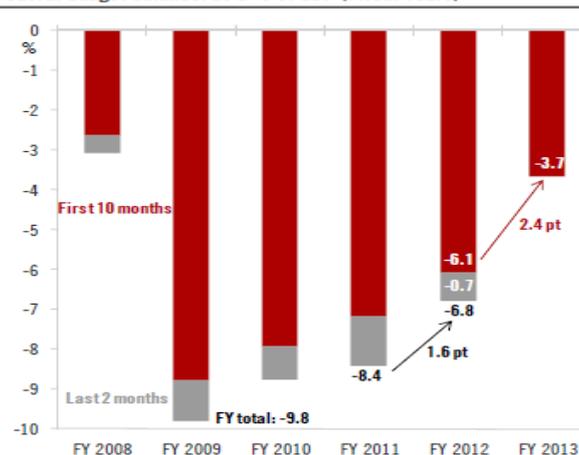
Reprise du cycle économique américain

- Après un épisode de ralentissement des principales statistiques au cours du printemps on a noté une amélioration en juin-juillet.
- Sur les trois derniers mois les statistiques américaines sont sorties meilleures qu'attendues.
- Les demandes d'allocations chômage ont atteint un nouveau plus bas depuis la crise de 2008.
- Ces chiffres laissent présager de 200 000 emplois par mois.
- Cet élément est clé car la politique monétaire suivra l'évolution du marché de l'emploi.

Déficit et Inflation aux US

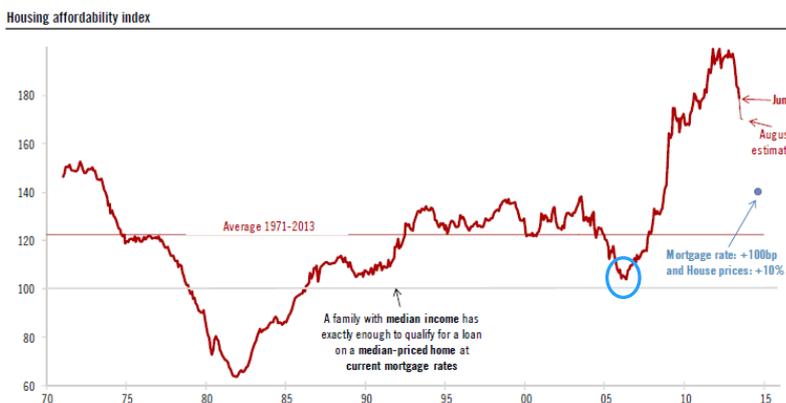
- Le déficit s'améliore considérablement.
- L'effet de la reprise conjoncturelle a dopé les recettes.
- Tendance à la baisse des pressions inflationnistes
 - les anticipations d'inflation sont à 2.7%.

Federal budget balance: as a % of GDP (Fiscal Years)



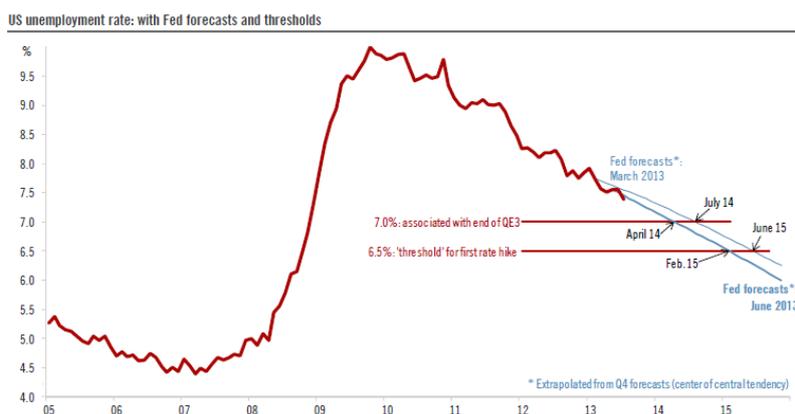
Impact de la remontée des taux sur l'économie US

- Suite à la forte hausse des taux US lié au discours de la Fed nous nous sommes interrogé sur l'impact de la remontée des taux d'intérêts sur les secteurs qui y sont les plus sensible dont le principal est l'immobilier.
- Selon nos estimations les effets de cette hausse des taux se font sentir au bout 4 mois.
- Ainsi, nous devrions commencer à voir les effets de ces hausses de taux dans les statistiques de ces prochaines semaines.
- Pour autant, comme le montre le graphique ci-contre, les prix de l'immobilier restent attractifs par rapport aux revenus des américains: si les taux montaient de 100bps et que le prix des maisons accélère de l'ordre de 10% on serait encore à des niveaux raisonnables d'accessibilité à la propriété.



Les points clés de l'économie américaine

- La reprise de l'économie est tout à fait sur les rails, tirée par un secteur privé qui n'a pas montré de signes de faiblesses.
- L'effet de la remontée des taux commence à se manifester.
 - L'indice des homebuilders américains vient de subir une correction de 35%.
 - Le secteur immobilier devrait donc connaître un léger ralentissement.
- Certes avec l'amélioration du cycle américain les taux doivent remonter mais en sortie d'une crise financière d'une telle violence la remontée des taux doit être extrêmement progressive car dans le cas contraire elle est autodestructrice, l'économie étant encore fragile.
- Le nœud de l'équation réside dans ce que va faire la Fed.
- Le taux de chômage est l'un des facteurs clés de la réduction par la Fed de son bilan.
- Le rythme de réduction sera lié au rythme d'amélioration de l'emploi comme illustré sur le graphique ci-dessous mais aussi en fonction du prix des actifs américains que nous illustrons par les niveaux suivants sur le S&P :
 - Si le S&P 500 continue à naviguer entre 1'600 et 1'700 mi-septembre la Fed annoncera une réduction du QE.
 - Si au contraire on descend vers 1'500 la Fed sera extrêmement tentée de repousser la réduction de ses achats.



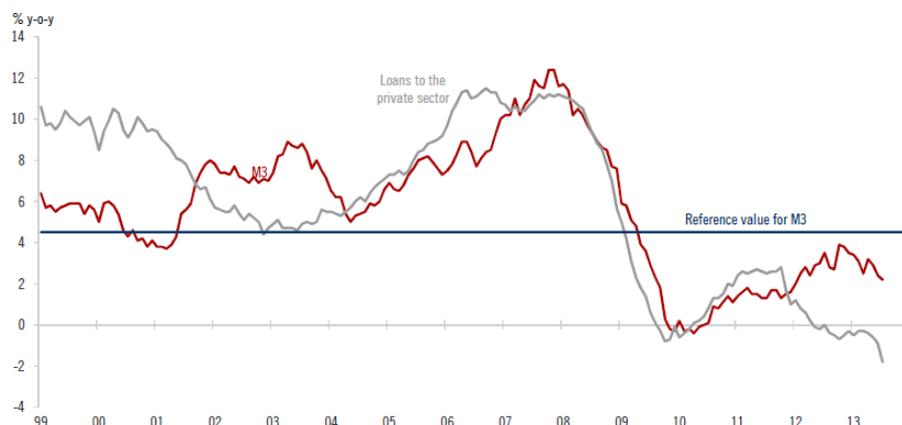
III. Europe

- Le contexte déflationniste ainsi que la croissance des salaires réelle légèrement négative ne sont pas favorable à une reprise durable de la consommation.
- L'exemple de l'automobile est frappant : on immatricule moins de voitures en 2013 qu'il y a 20 ans.
- Quand on arrive à des niveaux aussi déprimés dans des pans importants de la consommation comme le secteur de l'automobile, les effets de base deviennent extrêmement favorables.
- Cette situation est très propice à des rebonds de PIB comme on a pu en avoir au 2^{ème} trimestre mais cela ne constitue certainement pas les ingrédients d'une reprise durable.

Les points clés

- L'amélioration de la conjoncture au 2^{ème} trimestre ne semble pas être une tendance de fond.
- On ne s'attend pas à de grands changements après l'élection allemande. Leur ligne de conduite ne devrait pas changer.
- Nous conservons ce scénario dans lequel il n'y a ni éclatement de la zone euro ni progrès vers une plus grande intégration de la zone.
- Les risques politiques résiduels dans les pays qui souffrent le plus en termes sociaux persistent.
- Les risques qui pèsent sur la monnaie sont toujours d'actualité car il reste beaucoup de dettes à refinancer.
 - Ex: Portugal: 11 Mds € à échéance à la fin de 2013 (7% du PIB) et € 32 milliards en 2014 (20% du PIB)
- La remontée des taux qui a été provoquée par la perspective d'un changement de politique monétaire de la Fed va handicaper les pays européens et surtout les plus endettés.
- La BCE reste passive au moment où l'EUR pourrait encore monter dans les 6 à 9 prochains mois et où le secteur privé a besoin de crédit comme illustré par le graphique de la masse monétaire M3 ci-dessous.

EURO AREA: GROWTH IN M3 AND LOANS TO THE PRIVATE SECTOR



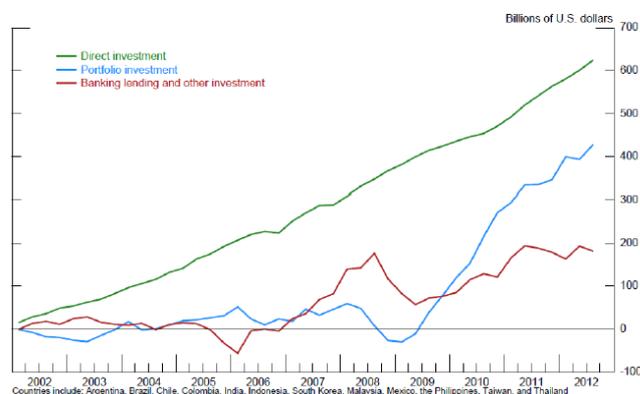
- Certains stratégestes ont un scénario de contagion à la zone européenne des tensions que l'on voit actuellement sur les marchés émergents, ce qui n'est pas notre cas actuellement.

IV. Pays émergents

Les flux de capitaux vers les économies émergentes

- Après la crise financière de 2008, les flux de portefeuilles vers les marchés émergents ont augmenté massivement.
- Les pays bénéficiaires ont répondu par diverses mesures, y compris des contrôles limités de capitaux.
- Initialement, ces flux ont stimulé l'activité domestique, mais plus récemment, les comptes courants se sont considérablement détériorés. Ce qui risque d'amplifier le moment de décélération de ces économies

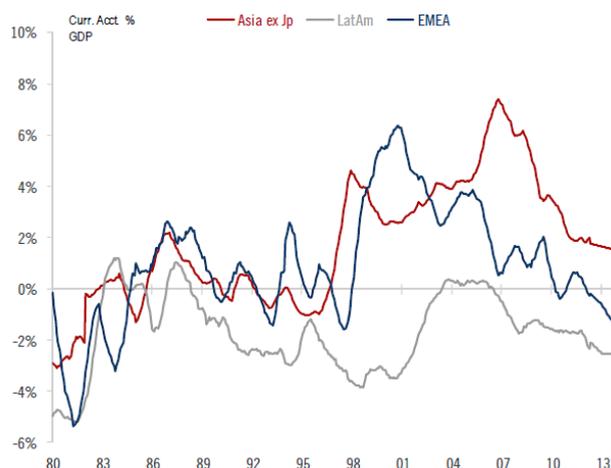
Cumulative net inflows into selected EM economies



Détérioration rapide des comptes courants

- Les bons fondamentaux des économies émergentes se sont rapidement détériorés.
- Les déficits courants mettent la pression sur les devises émergentes.

Current account as a % of GDP



Les points clés

- Le simple fait de suggérer que la Fed pourrait infléchir sa politique de rachat d'actifs a mis une pression énorme sur les pays émergents et surtout ceux en déficit.
- Le ralentissement chinois, la baisse des matières premières et le changement potentiel de politique de la Fed se combinent pour former un cocktail assez dangereux.
- Les politiques monétaires extrêmement souple dans le monde occidental, en réponse à la menace déflationniste apporté par la crise financière ont conduit à des flux de capitaux énormes vers les pays émergents au cours des dernières années.
- L'inversion de ces flux, à savoir un retour de ces capitaux aux États-Unis, se révèle être une cause majeure de stress dans les pays émergents.
- La croissance des émergents sera moins forte que prévue.
- À moins que le FOMC opère un demi-tour sur l'arrêt du Q.E. les économies et les marchés émergents devraient rester sous pression au cours des prochains trimestres.

V. Stratégie d'investissement

- Nous restons positifs sur les actions des pays développés sur un horizon moyen terme.
- À plus court terme, nous voyons les risques d'une correction dans le contexte de la montée des tensions au Moyen-Orient et les incertitudes autour de la nomination du président de la Fed.
- Nous chercherons à profiter de cette correction pour augmenter les actions développées.
- Dans ce contexte la stratégie d'investissement dans des actions défensives devrait plutôt sous performer et la prochaine réallocation d'actifs vers les actions devrait se faire vers des segments des marchés développés plus cycliques.
- La poursuite du « bull market » sera caractérisée par une hausse de la volatilité et dirigée par les marchés développés et les technologies.
- Les taux à long terme devraient repartir à la hausse mais à un rythme plus modéré.
- Nous sommes toujours positif sur le dollar qui devrait se renforcer sur le long terme, il risque pourtant souffrir face à l'euro au cours des 6/9 prochains mois par le jeu des banques centrales.

VI. Changement d'allocation

- Nous retirons notre allocation en actions émergentes et réinvestissons le fruit des ventes sur les marchés domestiques.