

Allocation - Les gérants voient poindre de nouveaux risques

Même si l'été a été relativement calme, les gérants restent très prudents sur les actifs à risque. Cela se traduit notamment par une rotation sectorielle au détriment des valeurs décotées et au profit des valeurs de croissance dont les perspectives sont les plus lisibles. Par ailleurs, même si les fondamentaux restent solides, les gérants ne peuvent exclure la possibilité d'une contagion de la crise turque aux autres actifs émergents et commencent à s'interroger sur les valeurs technologiques.



Malgré les craintes des gérants, les marchés financiers ont été relativement calmes cet été. «La communauté financière s'attendait à une période estivale chahutée car les données macro-économiques publiées au printemps étaient moins bonnes qu'anticipées, de plus, le risque politique a fait son grand retour en Europe à travers l'élection puis la nomination d'un nouvel exécutif en Italie au mois de juin et enfin, la guerre commerciale entre les Etats-Unis et le reste du monde semblait se préciser», détaille Vincent Juvyns, stratège chez JP Morgan Asset Management. Mais, contrairement aux attentes, le mois de juillet a été plutôt positif pour les Bourses. «La saison des résultats a été bonne, la croissance bénéficiaire des entreprises ayant été supérieure à 20 % aux Etats-Unis. Elle a été de plus de 10 % en Europe et d'un peu de moins de 10 % au Japon et dans les émergents, poursuit Vincent Juvyns. De même, les

données macro-économiques ont surpris positivement. La croissance du PIB pour le deuxième trimestre aux Etats-Unis a été remarquable à 4,1 %. Elle a été aussi supérieure à son potentiel en Europe à 2,1 % même si elle reste moins forte que les attentes exprimées en début d'année.» Mais dès le mois d'août, l'inquiétude a de nouveau gagné les investisseurs, et si les marchés au global n'ont pas enregistré de fortes cor-

rections, le calme relatif cache d'importants mouvements. «Une rotation sectorielle est en cours, relève Stéphane Déo, stratège à La Banque Postale Asset Management (LBPAM). Les investisseurs délaissent les valeurs décotées au profit des valeurs de croissance. Ils cherchent en effet à diminuer le risque en portefeuille en misant sur les valeurs les plus sûres car présentant de belles perspectives de croissance. Autre

signe d'inquiétude : malgré les bons résultats des entreprises, les marchés actions en Europe n'ont pas progressé cet été.» Si les gérants ne sont pas enclins à prendre des risques sur les marchés développés, leur prudence est encore davantage de mise pour les actifs émergents. Déjà, avant l'été, lorsqu'ils avaient défini leur allocation d'actifs pour le second semestre, les gérants avaient délaissé ces actifs qu'il s'agisse des actions, des devises ou de la dette (voir Option Finance du 23 juillet), et cette stratégie n'a eu de cesse de s'amplifier. «La tendance au risk off est particulièrement perceptible sur les émergents, témoigne Stéphane Déo. Les investisseurs ont fortement réduit leurs positions sur ces actifs et les valorisations en pâtissent.»

La crise turque en ligne de mire

Certains pays émergents sont plus particulièrement exposés. C'est le cas de la Turquie qui est engagée dans une guerre

commerciale et diplomatique avec les Etats-Unis et cela dans un contexte de fragilité économique. «L'inflation est élevée en Turquie, la croissance faible et le pays est dépendant des flux de capitaux extérieurs pour se financer, souligne Charles Saint-Arnaud, économiste chez Lombard Odier Investment Managers (LOIM). Depuis plusieurs mois ce pays est en difficulté, elles se sont encore accentuées depuis les démêlés diplomatiques avec les Etats-Unis.» Les gérants s'inquiètent également à propos de la politique de la Banque centrale turque. «Quand une devise se déprécie dans un contexte inflationniste, l'orthodoxie voudrait que la Banque centrale relève ses taux d'intérêt pour enrayer ce mouvement et réduire l'inflation, avance Frédéric Rollin, stratège chez Pictet Asset Management. Mais la Banque centrale turque est dépendante du président Erdogan qui s'est longtemps refusé à augmenter les taux. Il faudrait désormais

une hausse conséquente de ces derniers à 25 % contre environ 17 % actuellement pour rassurer les investisseurs.» Mais, surtout, cette crise pourrait avoir des conséquences plus vastes. «Les investisseurs s'interrogent sur le risque de contagion aux autres marchés émergents, souligne Vincent Juvyns. Ce dernier nous semble cependant limité, la Turquie ne représentant que 1,75 % du PIB mondial et qu'une faible part des indices, puisqu'elle entre pour moins de 2 % dans le MSCI actions émergentes et pour environ 5 % dans les indices de dette émergente. Ce pays n'est donc pas systémique.» Pour autant, les gérants ne peuvent totalement exclure de nouvelles sorties de capitaux des économies émergentes car la crise turque intervient dans un contexte délicat. «La Fed poursuit sa politique de resserrement des taux, le dollar s'apprécie, relate Frédéric Rollin. Cette situation peut être défavorable pour les économies émergentes et notamment pour



Stéphane Déo, stratège, LBPAM

«Les prochains dominos pourraient être l'Afrique du Sud et le Brésil.»

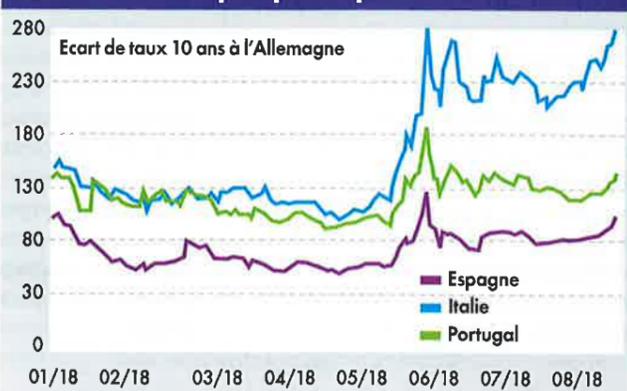
celles qui ont besoin pour se financer de capitaux extérieurs.» Si la plupart de ces économies ont amélioré leur solde extérieur, quelques-unes présentent cependant encore des déséquilibres macro-économiques. «Les prochains dominos pourraient être l'Afrique du Sud et le Brésil, prévient Stéphane Déo. Le premier présente un déficit extérieur et un gouvernement peu crédible, tandis que le second commence tout juste à sortir de la récession et que le résultat des

prochaines élections prévues début octobre est très incertain.»

Quid des valeurs internet ?

Autre segment sur lequel les investisseurs commencent à s'interroger : les valeurs technologiques et plus particulièrement celles liées à Internet. Tesla semble en grande difficulté, Facebook ou encore Netflix ont essuyé de fortes baisses ces dernières semaines. A l'annonce des résultats fin juillet, le cours

Un nouvel écartement des spreads sur les souverains périphériques



Source : Bloomberg et LBPAM

Une réelle difficulté à anticiper les évolutions des marchés financiers

Si les gérants ont vu se matérialiser un certain nombre de risques qu'ils avaient réussi à anticiper, ils n'ont pas pu prévoir les évolutions différenciées des marchés actions, notamment au sein des zones développées. Sur ces zones, les allocations qu'ils avaient déployées au début du second semestre étaient en effet plutôt neutres sur les actifs risqués de façon indifférenciée. Ils n'ont ainsi pas pu profiter – de façon générale – du rebond de la croissance aux Etats-Unis. «Le différentiel de croissance avec l'Europe s'est creusé, précise Stéphane Déo, stratège à La Banque Postale Asset Management (LBPAM). Les enquêtes d'opinion sont au plus haut aux Etats-Unis, la croissance bénéficie à tous les secteurs d'activité et à toutes les tailles de capitalisation.»

Les gérants européens n'ont d'ailleurs pas été les seuls surpris. «Les gérants américains étaient revenus l'année dernière sur les marchés européens pour profiter du regain de croissance et de valorisations inférieures à celles des Etats-Unis, indique Stéphane Déo. Ils avaient délaissé les valeurs américaines

au profit des valeurs européennes et sont en train de faire machine arrière.»

Une nette surperformance des marchés US



Source : Bloomberg et LBPAM

de Facebook a perdu quelque 19 % en une seule journée. En cause notamment une hausse du nombre de nouveaux abonnés moindre qu'attendue. Idem pour Netflix qui a perdu le jour de l'annonce de ses résultats plus de 5 %. Autre exemple de valeur chahutée : le chinois Tencent dont le cours a diminué de 6 % en deux jours suite à ses publications. En Europe aussi, la volatilité a été de mise sur les valeurs technologiques. Si ces mouvements sur des valeurs qui tirent fortement la cote depuis plusieurs années relèvent à chaque fois d'histoire spécifique, ils s'expliquent là encore plus généralement par une montée de l'aversion au risque. «Les marchés ont immédiatement sanctionné les sociétés dont les résultats annoncés ont été inférieurs aux attentes et ont a contrario récompensé celles dont les publications ont été conformes ou supérieures aux attentes, et ce malgré des multiples parfois historiquement élevés», relève Damien Ledda, gérant chez Financière Galilée. Pour les spécialistes, ces corrections marquent aussi un retour à la réalité des investisseurs. «Aucune valeur ne peut indéfiniment voir croître son chiffre d'affaires à tra-



Johan Van der Biest, gérant spécialisé sur l'innovation, la robotique et les nouvelles technologies, Candriam

«Les investisseurs prennent conscience que le potentiel de croissance doit être révisé à la baisse pour certaines valeurs Internet.»

vers des progressions à deux chiffres tous les ans, affirme Johan Van der Biest, gérant spécialisé sur l'innovation, la robotique et les nouvelles technologies chez Candriam. Les investisseurs commencent à prendre conscience que le potentiel de croissance doit être révisé à la baisse pour certaines valeurs Internet.» Cette évolution serait d'ailleurs voulue par le management de ces groupes. «Les sociétés des secteurs des semi-conducteurs et des réseaux sociaux ont incité les analystes à avoir des attentes moins élevées», prévient Pieter Schop, gérant spécialisé dans les valeurs technologiques

chez NN Investment Partners. Pour autant, la surperformance des valeurs technologiques par rapport au marché global reste élevée. Depuis le début de l'année, elle ressort à environ 10 % par rapport à l'ensemble des secteurs. Et très souvent, les progressions des cours de bourse, malgré les corrections enregistrées, sont toujours attractives. «La hausse du cours de Netflix est encore de +75 % depuis le 1^{er} janvier 2018 contre un plus haut à +120 %», tempore Johan Van der Biest. Les gérants privilégient donc encore ces secteurs, même s'ils le font avec davantage de discernement.

«Le potentiel des valeurs internet est toujours très élevé, nous avons d'ailleurs profité des corrections pour augmenter notre exposition sur certains titres, relève Frédéric Rollin. Malgré tout, les investisseurs doivent maintenant s'attendre à des évolutions parfois contrastées selon les titres et non à de très fortes hausses régulières.» Une volatilité et une différenciation selon les valeurs accentuées par le contexte géopolitique. «La guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, qui se caractérise par une forte augmentation des tarifs douaniers, a aussi jeté le doute sur les secteurs liés à la technologie, souligne Pieter Schop. C'est pourquoi les investisseurs évitent notamment les segments les plus cycliques comme les semi-conducteurs.» Les valeurs chinoises sont les premières affectées par ces tensions. «Les investisseurs ont pris leurs profits sur des valeurs comme Alibaba, sans pour autant que les fondamentaux de ces entreprises n'aient fondamentalement évolué», relate Johan Van der Biest. Un conflit qui pourrait encore longtemps peser sur ces valeurs, en particulier en Asie. ■

Sandra Sebag

@sebagsandra1

Option FINANCE à 18h

Le quotidien de l'actualité boursière

Recevez gratuitement dans votre boîte mail votre quotidien

Suivez nous sur twitter @Option_Finance



Tous les soirs, l'essentiel de l'actualité économique et financière du jour.

- ▶ Le point sur les marchés
- ▶ Les actualités boursières
- ▶ Le chiffre du jour
- ▶ L'actualité économique des sociétés
- ▶ L'actualité de l'asset management
- ▶ Les matières premières, taux, changes, devises

Pour recevoir votre quotidien Option Finance à 18h, vous pouvez vous inscrire directement sur le site :

www.optionfinance.fr



Une polarisation sur le monétaire et les fonds de performance absolue

● La prudence des investisseurs s'est traduite par une concentration de la collecte sur les fonds de droit français investis sur les actifs peu risqués. Selon les données de Six Financial Information, sur les 7 premiers mois de l'année à fin juillet, les flux vers les fonds de droit français se sont élevés à 19,8 milliards d'euros. Sur ce total, 13,9 milliards d'euros concernaient les supports de

trésorerie et près de 7 milliards d'euros les fonds de performance absolue, les premiers étant investis sur des titres à très court terme et les seconds cherchant à protéger le capital. A contrario, la collecte a été négative sur les obligations (-1,4 milliard d'euros) et très légèrement positive sur les actions (714 millions d'euros) et sur les fonds diversifiés (668 millions d'euros).

Ensemble du marché	19771,51
Trésorerie	13910,19
Obligations	-1395,78
Actions	713,71
Obligations convertibles	-208,27
Diversifiés	667,74
Performance Absolue	6960,63
Matières premières	35,47

En millions d'euros
Source : Six Financial Information du 1^{er} janvier au 31 juillet 2018