

Juin 2016

LETTRE MENSUELLE numéro 25

POINT MACRO ECONOMIQUE

Le contexte macroéconomique est actuellement perturbé par deux phénomènes qui le tendent : entre le Brexit et la politique de la Fed, revenons plus précisément sur les enjeux marquants de ce dernier mois.

Le Brexit : quelles en sont les conséquences réelles ?

Suite à la sortie des Britanniques de l'Union Européenne, votée le 23 juin à 51,9% des voix, les **marchés financiers sont fortement perturbés**. C'est un choc d'autant plus fort qu'il n'avait pas été anticipé par le reste des pays de l'Europe.

Au lendemain de l'annonce, c'est avec un certain effroi et dynamisme que les marchés financiers, à l'échelle mondiale, subissent des **pertes non négligeables** : le CAC 40 perd jusqu'à 8,04 %, la Bourse de Tokyo baisse de 7,92% Madrid recule de 12,35%, Milan de 12,02% et Frankfurt de 6,82%.

C'est en réalité un **effondrement au niveau des taux de change** qui pourrait expliquer celle des cours de ces derniers jours : « **la livre sterling a chuté de 9,3% face à l'euro et de 11,5% face au dollar** ». ¹

Il est cependant primordial de nuancer l'importance accordée à tous ces faits pour déterminer les réelles conséquences qui seraient avant tout plus politiques que financières et économiques. En effet, les perturbations post-annonce du Brexit sont des **phénomènes sensiblement « normaux »** : il a semblé plutôt rationnel de constater de telles chutes, certes intensifiées par cet **effet de surprise**.

Au lendemain de l'annonce, on a pu entendre parler de « Vendredi noir » et d'une potentielle crise, qui n'en est cependant pas une en l'espèce. La sortie des Britanniques de l'Union Européenne serait **plus un choc politique que financier** : c'est une bataille acharnée au sein d'un parti conservateur divisé et d'un éventuel référendum en Ecosse ou en Irlande du Nord qui font entrer le Royaume-Uni dans une ère d'incertitude et de conflits. La situation actuelle reste donc très différente de celle de 2008 ou 2011 et il est peu probable qu'une nouvelle crise naisse de cette situation.

¹ « Brexit : vers une livre sterling durablement faible », *Les Echos*, 3 juillet 2016

Les effets du Brexit sont moins portés sur l'Europe que sur l'économie anglaise directement.

Le Brexit aura de **lourdes conséquences sur l'économie du Royaume-Uni** et lui promet un avenir incertain. La dépréciation de la livre qui s'est constatée ces dernières semaines va vite devenir un poids pour ce pays dont la balance commerciale est déficitaire et dont le commerce extérieur représente plus de 60% de son PIB. Entre une baisse du pouvoir d'achat des anglais, une perte de confiance des entreprises et des ménages ainsi qu'une contraction au niveau des importations, c'est une réelle récession qui peut potentiellement mais aussi durablement toucher ce pays. « Une semaine exactement après le référendum, l'indice FTSE 250, composé des actions de sociétés britanniques tournées vers le marché intérieur, était en recul de 7,5% ». ²

En ce qui nous concerne, le risque majeur réside dans la potentielle sortie d'autres pays de l'Europe, incités par l'initiation des anglais à quitter une superpuissance dynamique qui fonctionne, malgré certaines contributions de pays membres considérées comme moins rémunératrices que ce qu'ils voudraient. Bien qu'à court terme, la croissance de la zone euro soit quelque peu atténuée, l'Europe pourrait en tirer certains avantages comme la **relocalisation d'investissements directs étrangers vers les pays européens**, et la sortie de la plus importante place boursière européenne, La City, laissant Paris, Frankfort ou Dublin comme potentielles et nouvelles plateformes financières en Europe qui veulent désormais accueillir toutes les équipes fuyant l'instabilité économique qui menace le Royaume-Uni.

C'est notamment grâce au soutien de la Banque Centrale Européenne et son programme d'assouplissement monétaire suite à la baisse continue des taux, intensifiée par le Brexit (le taux suisse à 50 ans est passé en territoire négatif à -0,005% pour la première fois) que les marchés financiers européens devraient surement finir par surperformer ceux du Royaume-Uni, rendant les **impacts du Brexit positifs pour l'Europe mais négatifs pour le sortant**.

Les valeurs financières des prochaines semaines permettront alors de reconsidérer la prime de risque politique et moins financière des marchés pour établir une bonne indication du risque de contagion globale.

² « 10 jours après le Brexit, les conséquences pour le Royaume-Uni », *Les Echos*, 4 juillet 2016

La Fed et son futur durcissement de ton : les objectifs et impacts économiques

Après plusieurs annonces de la présidente de la Fed Janet Yellen concernant **une potentielle nouvelle hausse de son taux directeur** (depuis celle de fin 2015), les investisseurs et teneurs du marché restent dans l'attente quant à la prise de décision finale. Mais les **conclusions des débats de ces derniers mois aboutissent constamment au maintien d'un *statu quo***, laissant les acteurs de marché aux aguets.

Suite à la **réunion du 15 juin dernier, le maintien du taux de la Fed** a été motivé par le risque de hausse rapide de la devise américaine en cas de Brexit. Autre raison, celle des statistiques concernant l'emploi qui avaient été publiées début juin et qui se trouvaient en dessous des attentes.

L'annonce de ce *statu quo* n'a pas vraiment eu de conséquences sur le marché des actions puisque **l'effet de surprise était quasiment nul**, la Fed n'étant pas pressée de poursuivre la remontée du taux directeur dans un contexte d'instabilité des marchés. Ce sont les prochains mois, lorsque les conséquences du Brexit sur les marchés financiers se seront atténuées, que les **investisseurs devront être extrêmement attentifs** quant aux discours des représentants de la Fed.

Au vue d'une accélération de la croissance économique américaine, les **objectifs macroéconomiques** de cette hausse sont clairs : des **rendements dopés**, une **appréciation moyenne de la devise refuge** permettant des prises de décisions spéculatives, une potentielle hausse des cours de matières premières, et des **profits bancaires** grâce à une marge d'intérêt plus grande.

Cependant, une telle décision présenterait également des aspects négatifs. En plus d'une recrudescence des mauvais payeurs et des mauvaises dettes liée aux intérêts plus élevés que doivent payer les emprunteurs, ce sont les conséquences macroéconomiques sur les pays émergents qui seraient les plus néfastes (fuite de capitaux et risque de défaut).

C'est pourquoi la banque centrale, comme en 2015, « préfère **attendre que tous les signaux soient verts** pour entamer ce nouveau cycle de hausse »³ : une croissance américaine solide, un niveau d'inflation en harmonie avec les attentes de la Fed, une stabilité des chiffres concernant la création d'emplois, un taux de chômage proche du plein emploi ainsi qu'une minimisation des turbulences engendrées dans les pays émergents.

Ces conditions n'étant toujours pas optimales, c'est un report du débat, au cours des **prochains comités qui auront lieu le 26 et 27 juillet**, qui donnera le ton au marché financier en cas de hausse du taux directeur de la Fed.

³ Fed : ce que change la hausse des taux, *Les Echos*, 16 décembre 2015

LES PRINCIPALES DECISIONS DE GESTION

L'allocation stratégique d'actifs de notre portefeuille modèle **EQUILIBRE** sert de référence à l'ensemble de notre gestion. Sur la base de ce portefeuille modèle, nous déclinons notre politique d'investissement en fonction des orientations de gestion choisies, des niveaux de risque et des caractéristiques spécifiques des portefeuilles sous gestion conseillée.

Nous modifions considérablement notre allocation au 30/06 par l'achat d'or physique et mines d'or, pour 10 % de l'allocation par la vente de 15% d'action. Les politiques monétaires et les taux bas, pour ne pas dire négatifs, sont entrain d'occasionner une ruée vers les actifs refuges.

	VENTILATION (portefeuille équilibré)	MOUVEMENT
OBLIGATIONS	15	=
OBLIGATIONS CONVERTIBLES	10	=
ACTIONS	25	- - -
DIVERSIFIES	15	-
GESTION ALTERNATIVE	10	++
MATIERES PREMIERES OR	5 10	= ++
MONETAIRE	10	=

OBLIGATIONS (=15)

Nous conservons une exposition limitée au risque de hausse de taux en privilégiant des obligations datées.

CONVERTIBLES (= 10)

Les convertibles sont une bonne alternative aux obligations en période de risque de hausse des taux et de hausse des marchés d'actions.

ACTIONS (- - - 15)

Nous prenons une grosse partie des bénéfiques engendrés depuis 2009 et décidons de réduire notre poche actions en raison des incertitudes politiques et économiques des prochains mois.

DIVERSIFIES (- 5)

Nous avons décidé de prendre un risque moins directionnel à la faveur d'une gestion *market neutral* (gestion alternative) en diminuant de 5% notre position dans les fonds diversifiés.

GESTION ALTERNATIVE (++ 10)

Nous allégeons également les fonds diversifiés trop exposés aux obligations par l'achat de gestion alternative, décorrélée des marchés (type long /short) pour 10 %.

MATIERE PREMIERE (= 5)

En fin de cycle les matières premières sont une classe d'actif recherchée.

OR (++) 10)

Nous avons décidé d'investir 10% en or afin de protéger notre portefeuille d'actions et de profiter d'une certaine remontée des cours (notamment due à une demande importante en Inde).

MONETAIRE (= 10)

Les liquidités seront utilisées pour acheter des actions en cas de correction majeure (supérieure à 20% par rapport au niveau actuel)

LES PERFORMANCES DE NOS TROIS RECOMMANDATIONS D'ALLOCATIONS D'ACTIFS (au 30/06/16)

Part en action maximum des trois allocations :

PRUDENTE : 20%
EQUILIBRE : 40%
DYNAMIQUE : 60%

Depuis la création de nos allocations (1/1/2009)

Les performances passées ne présagent pas des performances futures.

ALLOCATION	
PRUDENTE	+ 65%
EQUILIBRE	+ 107%
DYNAMIQUE	+132%

ALLOCATION	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Year to date
PRUDENTE	+24%	+10,5%	-8%	+12%	+9,03%	+6,11	+2,44%	-1,48%
EQUILIBRE	+53%	+16,5%	-11,1%	+12,7%	+11,09%	+2,34%	+3,6%	-2,41%
DYNAMIQUE	+62%	+16,9%	-11,2%	+12,5%	+13,78%	+3,52%	+5,45%	-2,46%

CABESTAN PATRIMOINE - 46, rue de Provence 75009 Paris France • www.cabestan-patrimoine.com
Tél. : 01 42 52 56 77 • Fax : 09 81 70 25 36 • sleforestier@cabestan-patrimoine.com