

Dossier

Les marchés dominés par la volatilité

Spécial placements

L'été s'annonce chaud, nos experts analysent les clés qui dictent la tendance des marchés financiers au-delà de la crise grecque. Ils livrent en exclusivité leurs recommandations pour vos portefeuilles.

40 Assurance vie : des versements records

42 Chrétiens d'Orient : appel aux donateurs

Take the money and run. En ce début de période estivale, nombreux sont ceux qui sont tentés de prendre leur argent et de fuir en raison du risque de défaut de paiement grec, de la brutale remontée des taux d'intérêt et de la fin de la baisse de l'euro. Les séances boursières sont de plus en plus volatiles. Tout laisse présager un été agité. Attachez vos ceintures et suivez les conseils de nos experts.

Fin de l'"alignement des planètes", "Grexit"..., faut-il s'inquiéter ? Guillaume Dard, président de Montpensier Finance

La possibilité d'un Grexit risque de provoquer une attaque sur les dettes italienne, espagnole et portugaise. Mais la Banque centrale européenne (BCE) les soutiendra. L'euro s'est stabilisé dans une zone 1,08 à 1,15 dollar et le pétrole reste bas.

Un alignement parfait des planètes est par nature un phénomène astronomiquement temporaire. Il en est de même dans l'univers économique. C'est d'ailleurs davantage la rapidité simultanée de la baisse de l'euro, des taux et du cours du pétrole qui a provoqué cette très belle hausse des marchés au début de l'année.

En conclusion, sauf dérapage géopolitique, les champs magnétiques financiers ne seraient vraiment perturbés que si les trois horizons suivants sont dépassés : 1,20 pour l'euro-dollar, 1,20 % pour le taux à 10 ans allemand et 75 dollars pour le baril de pétrole.

Pierre-Antoine Dusoulier, président de Saxo Banque

Ce fut une belle formule mais, au final, l'alignement des planètes n'a été qu'un épiphénomène pour le marché. En dépit de la dégradation de la situation en Grèce, le marché a réaffirmé sa confiance dans l'euro. Il n'y a pas de phénomène de panique ni d'attaques spéculatives contre la monnaie unique. Il est même rassurant de voir que l'écart de taux de rendement entre les pays périphériques et l'Allemagne ne s'est que faiblement accentué. On peut remercier la BCE pour être parvenue à rassurer les investisseurs grâce à son activisme et, surtout, grâce à son programme de rachats d'actifs.

Toutefois, il ne faut pas encore crier victoire. En cas de non-paiement par la Grèce de la BCE le 20 juillet, cela ouvrirait la porte au Grexit et à un scénario potentiellement catastrophe pour les marchés financiers et la croissance européenne.

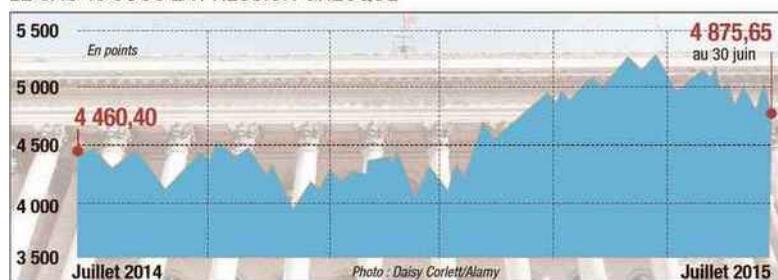
Olivier Raingeard, chef économiste et responsable de la stratégie d'investissement de la banque Neuflyze OBC

Non, ce n'est pas la fin de l'alignement des planètes. Certes, l'euro a rebondi au cours de ces dernières semaines, mais il reste à un niveau



relativement bas par rapport au premier semestre 2014. Par ailleurs, le prix du baril de Brent est 55 dollars au-dessous des niveaux enregistrés au cours de l'été dernier. Enfin, le re-

LE CAC 40 SOUS LA PRESSION GRECQUE



Il a fallu des nerfs d'acier aux investisseurs internationaux pour faire face à la volatilité hors norme du premier semestre.

Économie & Entreprises



bond des taux d'intérêt doit être relativisé à plusieurs titres. D'une part, ils demeurent à des niveaux historiquement bas. D'autre part, les taux d'intérêt à court et moyen termes sont proches de zéro en termes nominaux et négatifs en termes réels. Les conditions de financement restent donc accommodantes pour les agents économiques.

Mais ne craignez-vous pas un krach obligataire ?
Guillaume Dard

C'est bien évidemment la question centrale, qui peut troubler les nuits des banquiers centraux et particulièrement celles de Janet Yellen. Aux États-

Unis, la Réserve fédérale (Fed) aurait dû monter ses taux dès l'automne dernier, alors que la croissance était forte et visible. Aujourd'hui, l'économie américaine semble plus fragile et Janet Yellen est donc très hésitante.

La dernière hausse des taux d'intérêt a eu lieu en 2006, beaucoup d'opérateurs de marché n'en ont donc pas l'expérience. La Fed devrait, sauf accident cet été, remonter légèrement les taux en septembre. Les trois questions qui inquiètent vraiment sont : à quel rythme se feront les hausses ultérieures, à quelle vitesse la Fed dégonflera-t-elle son bilan, la liquidité des marchés obligataires sera-t-elle suffisante ?

De son côté, la BCE peut-elle encore soutenir les marchés ?
Guillaume Dard

Oui, car c'est l'objectif du plan Draghi mis en place depuis un an, qui consiste à instaurer des taux d'intérêt à court terme à 0 %, voire négatifs ; entraîner une forte baisse des taux obligataires par un QE massif de rachat des emprunts souverains ; par ricochet, faire baisser le cours de l'euro face au dollar ; bien évidemment, contribuer ainsi à une forte hausse des Bourses européennes ; et enfin, par la conjonction de l'ensemble de ces facteurs, permettre la reprise de la croissance économique. Aujourd'hui, c'est toujours la volonté de la BCE. Son



Guillaume Dard
Montpensier Finance



Éric Doutrebente
La Financière Tiepolo



Pierre-Antoine Dusoulier
Saxo Banque

action a été contrariée par la résurgence de la crise grecque, par l'imminence de la hausse des taux américains et par de légères anticipations inflationnistes. Au cas où des inquiétudes pèseraient sur les prévisions de croissance européenne, il est probable que la BCE fasse un geste complémentaire.

Olivier Raingeard

L'action de la BCE a plusieurs effets : elle soutient le système économique en assouplissant les conditions de financement des agents économiques ; elle participe à provoquer un accroissement du prix des actifs, ce qui produit des effets richesse ; enfin, elle contribue à la restauration de la confiance des agents économiques. Désormais, la poursuite de la hausse des marchés actions reposera davantage sur les fondamentaux économiques.

Ces derniers sont bien orientés, la confiance des entreprises et des consommateurs s'étant sensiblement redressée au cours de ces derniers mois. De plus, les perspectives de croissance des bénéficiaires s'améliorent. Il faudra néanmoins surveiller le risque politique, qui pourrait remettre en cause ce scénario constructif.

Craignez-vous des secousses sur les marchés des devises ? Lesquelles ?

Olivier Raingeard

La désynchronisation des politiques monétaires, en particulier entre la Fed et la Banque centrale européenne, a déjà induit un accroissement sensible de la volatilité sur le marché des changes. À court terme, la volatilité devrait diminuer, les investisseurs ayant en grande partie intégré ces divergences. À moyen terme, le comportement des marchés des

changes dépendra davantage de la politique monétaire américaine. Tout décalage entre les anticipations des investisseurs et l'action de l'institution monétaire américaine sera source de secousses.

Dans ce cadre, les devises émergentes, et en particulier celles d'Amérique latine, semblent être les plus exposées à ce risque.

Pierre-Antoine Dusoulier

Les péripéties du début d'année invitent à être humble face aux marchés. Bien sûr, tout le monde a en ligne de mire la prochaine hausse des taux aux États-Unis. Pour moi, ce n'est pas une préoccupation particulièrement importante.

Le marché a bien anticipé le retour à des taux plus élevés et, surtout, la Fed a suffisamment d'expérience dans ce domaine. N'oublions pas qu'elle a beaucoup appris des erreurs commises au début des années 1990, qui ont provoqué un krach obligataire dans les pays émergents.

Le vrai défi sera la sortie du QE de la BCE, en 2016. Ce sera le moment décisif. D'ici là, le *carry trade* pourrait faire son retour. Ce n'est pas parce que la Fed va augmenter ses taux que le cycle d'assouplissement est terminé. Les baisses des taux en Corée du Sud et en Nouvelle-Zélande prouvent le contraire.

Quels seront les grands rendez-vous macroéconomiques de la fin de l'année ?

Marc Renaud, président de Mandarinne Gestion

L'ampleur de l'atterrissage chinois d'abord, la hausse attendue des taux américains ensuite... Et tout ce qu'on n'attend pas.

Faut-il désormais être prudent sur les marchés ?

Éric Doutrebente, président de La Financière Tiepolo

Au premier semestre, les entreprises européennes ont bénéficié de conditions avantageuses. La baisse des cours du baril de pétrole depuis l'été 2014 a fortement réduit leurs dépenses énergétiques (entre autres), les niveaux de taux d'intérêt historiquement bas ont permis des renégociations des coûts d'endettement et la faiblesse de l'euro vis-à-vis du dollar a renforcé leur compétitivité à l'international. Nous observons depuis peu un léger retournement dans ces indicateurs, sans pour autant que les analystes aient révisé leurs prévisions. Le risque de déception se matérialise à nouveau et les récents avertissements sur les résultats émis par les sociétés ont été durement sanctionnés par le marché. Grâce, euro, pétrole et taux d'intérêt seront bien évidemment encore surveillés de près. Néanmoins, le retour de la croissance constitue un réel facteur de soutien pour les marchés actions. À La Financière Tiepolo, nous restons optimistes pour la fin de l'année.

Marc Renaud

Les actions françaises ne sont pas particulièrement chères (surtout dans cette phase du cycle et en période de hausse des marges), mais elles ne présentent plus, en masse, de sous-évaluation manifeste après un doublement, depuis 2009, des cours. Des secteurs restent peu valorisés, les banques (encore), tout ce qui est surtout de près ou de loin lié aux matières premières.

En retard sur le marché américain (il faut que celui-ci tienne), en phase de reprise cyclique, sous-pondérées dans les allocations d'actifs dans le monde, les actions européennes pourraient toutefois continuer à se comporter favorablement, surtout en cas de résolution du problème grec.

Philippe de Saint Martin, président de Cogefi

Concernant le marché français, les différents critères d'évaluation convergent. En instantané, les valorisations en termes de rapport cours sur bénéfice net, à 15,7 fois les résultats 2015, ou de cours sur actif net (1,6 fois) ne recèlent que peu de potentiel. Cependant, la faiblesse des taux à long terme justifie des valorisations plus élevées.



À quelle croissance des résultats des entreprises peut-on s'attendre cette année ?

Marc Renaud

Impactés qu'ils sont par les deux secteurs très lourds du pétrole et des banques, les résultats en masse du marché n'ont pas si grande signification. Toutefois, et puisque les marchés regardent ça avec attention, ceux-ci sont prévus en faible croissance de 5 à 6 % en 2015 (à cause des pétrolières), mais, plus important sans doute, ils sont actuellement révisés en hausse, ce qui n'était pas arrivé depuis longtemps.

Les analystes sous-estiment par ailleurs sans doute l'effet devises très positif ainsi que les conséquences de la reprise cyclique en cours en Europe. De façon plus classique cette fois, les espoirs se reportent sur 2016, prévue à plus de 10 % de hausse des résultats.

Philippe de Saint Martin

En effet, les niveaux de bénéfices des entreprises retenus anticipent une croissance d'environ 5 % pour 2015. Cela apparaît modeste et devrait être revu pour atteindre un niveau supérieur à 10 % pour 2015, baissant ainsi les multiples de valorisation. Un potentiel de 10 % de hausse de la Bourse de Paris d'ici à la fin de l'année ne paraît pas déraisonnable dans ce contexte, pour peu qu'on évite un accident politique majeur.

Les débuts du PEA-PME sont décevants. Peut-on encore croire à son succès ?

Philippe de Saint Martin

La collecte a été décevante – autour de 400 millions d'euros – depuis la création de cette enveloppe fiscale, à mettre en regard d'estima-

tions de 4 milliards d'euros ! La lenteur de mise en œuvre des décrets d'application a conduit de nombreux fonds à démarrer en mars 2014, après une forte hausse des valeurs moyennes. Contrairement aux idées reçues, cette progression n'était pas liée à l'anticipation du PEA-PME, mais à un phénomène général en Europe. La performance 2014 de la plupart de ces fonds a donc été négative, ce qui a tué dans l'œuf le support.

Néanmoins, les valeurs moyennes progressent de près de 20 % depuis le début de 2015, ce sont les sociétés qui présentent le plus fort levier sur la reprise européenne. Les souscripteurs de la première heure sont désormais largement gagnants. Il est temps de le faire savoir pour donner un second souffle à ce support, qui permet d'investir dans une classe d'actif performante.

Éric Dautreberte

Le PEA-PME sera un succès ! Il a déjà permis d'orienter une partie de l'épargne des Français vers le financement des PME. Le nombre d'introductions en Bourse de PME entre 2013 et aujourd'hui s'est multiplié depuis sa mise en œuvre (50 introductions) et de nombreuses sociétés concernées par le dispositif ont joué le jeu.

C'est du côté des pouvoirs publics que le suivi a été plus poussé : publication au compte-gouttes de décrets cadres, un indice de référence créé en retard et finalement peu représentatif du paysage des PME et un référencement complexe pour les entreprises concernées.

Récemment, un indice plus large et plus diversifié sur le plan sectoriel (EnterNext PEA-PME 150) a été créé et nous comptons, à ce jour, 276 sociétés déclarées éligibles au PEA-PME.

Enfin, rappelons que les PME sont souvent des sociétés de croissance qui offrent sur le long terme une meilleure performance et une moindre volatilité boursière que les grandes capitalisations. L'exonération du PEA-PME de l'actif taxable à l'ISF serait la bienvenue !

Quels secteurs ou titres faut-il privilégier dans les portefeuilles ?

Éric Dautreberte

Au-delà des aspects sectoriels, nous sélectionnons des sociétés qui sont des leaders dans des marchés de niche, dotées d'une direction (de préférence familiale) qui a fait ses preuves et sur lesquelles les risques de déception semblent limités. Ceci dit, certains secteurs ont le vent en poupe et regorgent de pépites, comme dans le transport avec Clasquin, l'un des rares acteurs indépendants bénéficiant d'une couverture mondiale. Dans les services numériques ou l'édition de logiciels, nous privilégions des sociétés telles qu'Infotel et Cegid, tandis que dans le secteur de la construction, nous investissons dans Maisons France Confort et Thermador. Enfin, nous n'oublions pas les valeurs européennes qui répondent également aux critères d'éligibilité telles que Sol Group (Italie), Solutions 30 (Luxembourg) ou encore Ponsse (Finlande).

Philippe de Saint Martin

La reprise en Europe se confirme mois après mois. La demande de crédits progresse enfin, l'euro a baissé par rapport au dollar et le pouvoir d'achat des ménages s'améliore. Dans ce contexte, il est logique que la consommation redémarre. Nous privilégions donc les secteurs qui bénéficient de cette tendance, avec une exposition limitée à la Chine, qui ralentit. Ainsi, nous investissons dans le secteur de l'hôtellerie-loisirs (Meliá Hotels), dans celui des semi-conducteurs (Infineon), ou dans les médias. Après la résolution de la crise grecque, parmi les grandes valeurs, le secteur bancaire nous paraît intéressant (BNP Paribas, Crédit agricole).

Le thème des fusions-acquisitions reste également porteur (pharmacie, télécommunications, SSI...). Enfin, nous sommes confiants sur les sociétés très présentes aux États-Unis et bénéficiant d'effets de change favorables (Capgemini). ● Propos recueillis par Marie de Greef-Madelin