

Hausse accélérée des valeurs cycliques, la réalité tardivement prise en compte

Les valeurs défensives sont abandonnées dans un contexte de taux d'intérêt à la hausse et de croissance économique vigoureuse.

NICOLAS BARLE

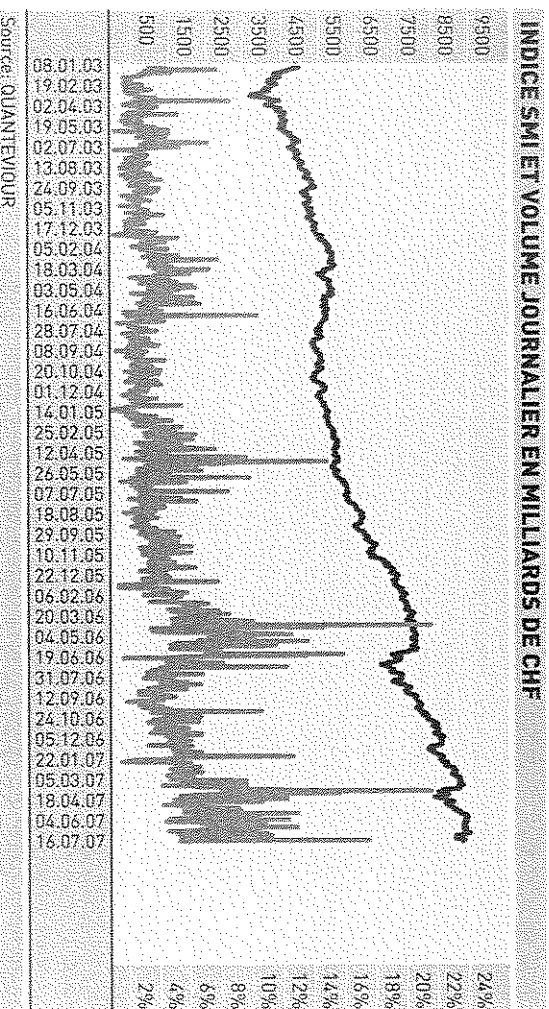
Dans un contexte où tout est enfin considéré de manière plus positive, les avis sur le marché des actions sont devenus nettement plus consensuels que ces derniers mois.

La hausse des taux d'intérêt sur les emprunts à long terme est un des reflets de cette perception. Par rapport au monde des actions, cette reprise des taux d'intérêt est considérée comme peu pensante car les anticipations inflationnistes sont encore faibles et donc l'enfer de la progression des taux est une preuve de plus que l'économie est forte. Rien de plus normal que de s'attendre à ce que les bénéfices des entreprises soient bien soutenus ces prochains trimestres et peut-être revus à la hausse.

Nous sommes les premiers à être satisfait de ce retour de choses. Par contre, la dérive progressive vers une mise en œuvre dans l'enthousiasme, nous inquiète depuis quelques semaines. Par ailleurs, nous ne voyons pas de fin rapprochée du bear market sur le marché obligataire.

La hausse des taux n'est pas finie

La hausse des taux nominaux trouve une première explication dans une hausse des rendements réels. Ces derniers sont influencés par la concurrence



exercée par des investissements plus rémunérateurs du fait de la croissance économique et de son besoin en capitaux. En d'autres termes, les capitaux se réorientent en faveur des titres de propriété, car la propriété des revenus futurs rapporte plus qu'une créance.

C'est un état de fait inhérent au développement économique et à la juste rémunération de la prise de risque. Cela a pu être systématiquement vérifié depuis des décennies. Beaucoup ont pourtant été tentés de relativiser ce fait, voire d'annoncer pratiquement la fin des rendements généraux bien

supérieurs au taux sans risque. On y voyait un effet dépressif à long terme découlant d'un excès d'offre durable de liquidités. Une deuxième explication à cette hausse des taux peut à notre avis être liée à la disparition progressive de l'effet déflationniste des biens exportés de Chine.

Tant la hausse des coûts de production (matière première et main d'œuvre) que la revalorisation de la monnaie chinoise et de celles du reste de l'Asie vont peu à peu se répercuter sur les prix à l'importation. Cela se voit déjà dans les statistiques des prix à l'importation aux

USA. Cela ne devrait pas tarder à se vérifier en Europe aussi, malgré la vigueur de l'euro. Nous penchons progressivement en faveur d'une révision à la hausse des perspectives inflationnistes.

C'est finalement assez normal après plus de 5 années d'exécution de liquidités sur un plan mondial. La concurrence exercée par la croissance économique dans un environnement de normalisation des liquidités ne peut que se répercuter encore un peu sur le niveau des taux d'intérêt à long terme. Nous nous attendons maintenant à retrouver des taux à 10 ans à

3,5% pour la Confédération, 5% sur l'euro et 5,6% au niveau des TBonds américains.

Effets négatifs sur les actions et la volatilité

Cette réalité en construction va avoir des effets négatifs plus ou moins passagers sur les actions. La prime de risque est en voie de normalisation alors que la volatilité va continuer à progresser. Ce phénomène de ciseau limite singulièrement le potentiel à court terme du marché des actions. Sur le plan des comportements, c'est justement maintenant que les investisseurs y croient enfin un peu, en tout cas plus volontiers qu'au cours de ces derniers trimestres. Cela s'est vu au travers de multiples variations au cours des dernières semaines. Notre tableau de bord comportemental s'est détérioré tout au long du mois de mai pour arriver à un point culminant début juin. A cette occasion les indices européens ont connu un accès de faiblesse qui a été vite et assez spectaculairement inversé. Les volumes d'échanges sont à des niveaux historiques. La peur de perdre des performances aussi rapides que fragiles donne le rythme actuellement.

Par ailleurs, la concentration des intervenants sur des thèmes porteurs est très bien visible, tant sur le plan des performances que de la nature des transactions effectuées sur les instruments dérivés traités à Burex. La volatilité implicite des options sur l'indice SMI a progressivement reculé à quelque 13% ces derniers jours. Elle reste cependant clairement inscrite dans une tendance à la hausse depuis les plus bas historiques enregistrés à la mi-2005. Ce processus s'est même accentué et se vérifie assez nettement depuis le creux de novembre 2006. Il n'y a rien de surprenant à cela, la hausse de la volatilité historique et implicite est tout à fait logique dans une période de normalisation des conditions monétaires. Nos modèles laissent entrevoir une phase de nette progression de ces variables au cours du prochain semestre. Les opportunités vont continuer à se présenter mais il faut être beaucoup plus attentifs au timing et au niveau de valorisation, en particulier lorsque les taux d'intérêt commencent à revenir sur des niveaux qui rémunèrent bien plus attractivement les liquidités. Il n'y a donc aucune urgence au vu des performances accumulées jusqu'à peu et nous conseillons de se tenir à l'écart du marché des actions dont le rapport risque/rendement s'est nettement détérioré depuis le début du mois de mai.

QUANTEVOUR, Lausanne
info@absfinance.ch

21.06.2007

Hausse accélérée des valeurs cycliques, la réalité tardivement prise en compte

Les valeurs défensives sont abandonnées dans un contexte de taux d'intérêt à la hausse et de croissance économique vigoureuse.

NICOLAS BARILE

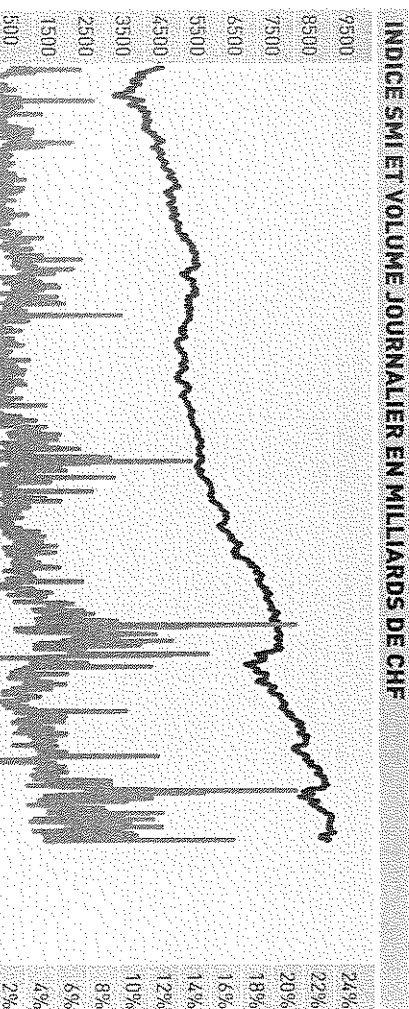
Dans un contexte où tout est enfin considéré de manière plus positive, les avis sur le marché des actions sont devenus nettement plus consensuels que ces derniers mois.

La hausse des taux d'intérêt sur les emprunts à long terme est un des reflets de cette perception. Par rapport au monde des actions, cette reprise des taux d'intérêt est considérée comme peu pénalisante car les anticipations inflationnistes sont encore faibles et donc l'entier de la progression des taux est une preuve de plus que l'économie est forte. Rien de plus normal que de s'attendre à ce que les bénéfices des entreprises soient bien soutenus ces prochains trimestres et peut-être revus à la hausse.

Nous sommes les premiers à être satisfait de ce retour des choses. Par contre, la dérive progressive vers une mise en œuvre dans l'enthousiasme, nous inquiète depuis quelques semaines. Par ailleurs, nous ne voyons pas de fin rapprochée du bear market sur le marché obligataire.

La hausse des taux n'est pas finie

La hausse des taux nominaux trouve une première explication dans une hausse des rendements réels. Ces derniers sont influencés par la concurrence



Source: QUANTEVOUR

exercée par des investissements plus rémunérateurs du fait de la croissance économique et de son besoin en capitaux. En d'autres termes, les capitaux se réorientent en faveur des titres de propriété, car la propriété des revenus futurs rapporte plus qu'une créance.

C'est un état de fait inhérent au développement économique et à la juste rémunération de la prise de risque. Cela a pu être systématiquement vérifié depuis des décennies. Beaucoup ont pourtant été tentés de relativiser ce fait, voire d'annoncer pratiquement la fin des rendements généraux bien

supérieurs au taux sans risque. On y voyait un effet dépressif à long terme découlant d'un excès d'offre durable de liquidités. Une deuxième explication à cette hausse des taux peut à notre avis être liée à la disparition progressive de l'effet déflationniste des biens exportés de Chine.

Tant la hausse des coûts de production (matière première et main d'œuvre) que la revalorisation de la monnaie chinoise et de celles du reste de l'Asie vont peu à peu se répercuter sur les prix à l'importation. Cela se voit déjà dans les statistiques des prix à l'importation aux

USA. Cela ne devrait pas tarder à se vérifier en Europe aussi, malgré la vigueur de l'euro. Nous penchons progressivement en faveur d'une révision à la hausse des perspectives inflationnistes.

C'est finalement assez normal après plus de 5 années d'excédent de liquidités sur un plan mondial. La concurrence exercée par la croissance économique dans un environnement de normalisation des liquidités ne peut que se répercuter encore un peu sur le niveau des taux d'intérêt à long terme. Nous nous attendons maintenant à retrouver des taux à 10 ans à

3,5% pour la Confédération, 5% sur l'euro et 5,6% au niveau des TBonds américains.

Effets négatifs sur les actions et la volatilité

Cette réalité en construction va avoir des effets négatifs plus ou moins passagers sur les actions. La prime de risque est en voie de normalisation alors que la volatilité va continuer à progresser. Ce phénomène de ciseau limite singulièrement le potentiel à court terme du marché des actions. Sur le plan des comportements, c'est justement maintenant que les investisseurs y croient enfin un peu, en tout cas plus volontiers qu'au cours de ces derniers trimestres. Cela s'est vu au travers de multiples variations au cours des dernières semaines. Notre tableau de bord comportemental s'est détérioré tout au long du mois de mai pour arriver à un point culminant début juin. A cette occasion les indices européens ont connu un accès de faiblesse qui a été vite et assez spectaculairement inversé. Les volumes d'échanges sont à des niveaux historiques. La peur de perdre des performances aussi rapides que fragiles donne le rythme actuellement.

Par ailleurs, la concentration des intervenants sur des thèmes porteurs est très bien visible, tant sur le plan des performances que de la nature des transactions effectuées sur les instruments dérivés traités à Burex. La volatilité implicite des options sur l'indice SMI a progressivement reculé à quelque 13% ces derniers jours. Elle reste cependant clairement inscrite dans une tendance à la hausse depuis les plus bas historiques enregistrés à la mi-2005. Ce processus s'est même accentué et s'avère assez nettement depuis le creux de novembre 2006. Il n'y a rien de surprenant à cela, la hausse de la volatilité historique et implicite est tout à fait logique dans une période de normalisation des conditions monétaires. Nos modèles laissent entrevoir une phase de nette progression de ces variables au cours du prochain semestre. Les opportunités vont continuer à se présenter mais il faut être beaucoup plus attentifs au timing et au niveau de valorisation, en particulier lorsque les taux d'intérêt commencent à revenir sur des niveaux qui rémunèrent bien plus attractivement les liquidités. Il n'y a donc aucune urgence au vu des performances accumulées jusqu'à peu et nous conseillons de se tenir à l'écart du marché des actions dont le rapport risque/rendement s'est nettement détérioré depuis le début du mois de mai.

QUANTEVOUR, Lausanne
Info@bsfinance.ch

21.06.2007