

Le marché de la dette tempore

OBLIGATAIRE Les taux d'emprunt en zone euro ont peu varié hier, se stabilisant après la détente la veille.

Lemouvement sur les dettes souveraines est resté en effet très limité hier mardi au lendemain d'un recul des rendements français et allemands qui ont profité d'un mouvement d'aversion pour le risque après les législatives allemandes. Dans tous les cas, «ce sont pas des changements de niveaux d'ordre à casser des tendances pour l'instant», a observé auprès de l'AFP Antoine Lesné, responsable stratégie et recherche chez SPDR ETF (filiale de State Street Global Advisors). Selon ce dernier, le résultat des élections allemandes remet «au goût du jour un problème qui existe depuis longtemps et qui a été un petit peu mis de côté grâce à la Banque centrale européenne, à savoir l'avenir de l'euro et de la zone euro». Alors que le risque populiste avait été quelque peu atténué lors des précédentes élections européennes aux Pays-Bas en France et même au Royaume-Uni, il refait finalement surface en Allemagne, même s'il n'est plus au premier plan, a-t-il expliqué. Les résultats plus défavorables qu'attendu obtenus par le parti conservateur CDU d'Angela Merkel aux élections législatives de dimanche rendent l'atmosphère de constituer un gouvernement de coalition ardue, sur fond de forte poussée du parti d'extrême droite AfD dans la première économie de la zone euro.

Sérénité des marchés Pour l'heure, l'attentisme des investisseurs était aussi encouragé par l'imminence d'un discours de la présidente de la Fed, Janet Yellen. De façon générale, «les marchés se sont montrés relativement calmes» en 2017 et «malgré toutes les échéances, la volatilité est restée plutôt passive», et ce en dépit des tensions géopolitiques avec la Corée du Nord, a souligné M. Lesné. A 18h00, les taux d'emprunt à dix ans de l'Allemagne a terminé quasiment inchangé à 0,408% contre 0,400% lundi à la clôture du marché secondaire, où s'échange la dette déjà émise. Celui de la France a suivi la même tendance, à 0,705% contre 0,699%.

Légère tension sur le taux italien Celui de l'Italie a enregistré une petite tension, à 2,123% contre 2,107% tandis que celui de l'Espagne a à l'inverse reculé à 1,612% contre 1,624%. En dehors de la zone euro, les taux britanniques à dix ans ont également peu varié, à 1,330% contre 1,334%.

A la fermeture des marchés européens, aux États-Unis, les taux d'emprunt à dix ans sont à 2,234% contre 2,219% lundi, celui à trente ans à 2,780% contre 2,790%.

Le retour des tensions inflationnistes

La réflation va changer la donne pour les investisseurs qui devront réorienter leurs portefeuilles vers des actifs délaissés ces dernières années.



BRUNO CRASTES
Directeur général de H2O Asset Management (affilié de Natixis Global Asset Management)

Pour savoir où l'on va, il faut savoir d'où l'on vient. Aujourd'hui encore, la valorisation des actifs repose sur la logique de déflationniste qui a dominé ces dernières années. Or l'économie mondiale est entrée dans une phase où l'inflation ne baisse plus et amène des tendances à monter. Ce mouvement est particulièrement marqué aux États-Unis où les réformes fiscales qui pourraient entrer en vigueur en 2018 risquent d'entraîner une surchauffe de l'économie. En effet, depuis cinq ans le chômage baisse, les salaires progressent et l'évolution des rémunérations dans les PME laisse entrevoir un rebond de l'inflation au deuxième semestre 2017. De plus, les principaux indicateurs tels que l'indice composite des directeurs d'achats (secteurs manufacturier et non-manufacturier) par exemple, pointent vers une accélération de la croissance. Aussi, les politiques pro-cycliques risquent-elles d'entraîner un décrochage des anticipations d'in-

flation, comme dans les années 60. A cette époque, l'indice des dépenses de consommation des particuliers (PCE deflator) qui est l'instrument de mesure de l'inflation privilégié par la banque centrale avait enregistré un bond de 180 points de base au cours des 12 mois suivant le passage du taux de chômage au-dessous du seuil de 4,4%. Demain, si l'inflation reprend, elle sera violente, de l'ordre de 100 à 150 points de base.

Quelles stratégies d'investissement privilégier ? Il est important de regarder loin devant et de ne pas laisser influencer par le bruit de court terme qui tend à prédominer. En effet, la pression réglementaire force à se concentrer sur le court terme qui est, il est vrai, plus facile à défendre parce que consensuel. En outre, les taux zéro ont supprimé toute référence objective. Au contraire, le long terme est plus abstrait et, dans la situation actuelle, peu réjouissant. Par ailleurs, il convient de regarder loin

derrière pour éviter de prolonger de fausses tendances induites par le comportement grégaire des investisseurs. Demême, il importe de prendre conscience du biais d'empathie qui empêche de regarder la réalité en face. Cette «surdité sélective» tient au fait que l'investisseur préfère valider les théories qui lui conviennent et critiquer celles qui pourraient affecter sa performance. Ainsi, aujourd'hui, le consensus se fait volontiers autour de la faiblesse du dollar, du maintien des taux bas et d'une bourse américaine bien orientée. Pourtant, d'un point de vue historique, la devise américaine est à son juste prix, la Réserve Fédérale monte ses taux mais le rendement des obligations américaines à dix ans stagne et l'écart de rendement des emprunts à deux ans contre les «ed funds» se situe au même niveau qu'en mai 2013, soit avant le «taper tantrum», ce qui montre que les investisseurs ne croient plus en une hausse des taux. Demême, en Europe, un certain scepticisme persiste et ce malgré

la résorption de la crise grecque et la sortie du Royaume-Uni qui obligent dorénavant l'Union Européenne à sortir de sa léthargie institutionnelle et à s'engager sur le chemin du renforcement de l'intégration des pays de la zone euro. Cette méfiance se traduit, entre autres, par des taux réels trop élevés dans la périphérie et trop bas dans le cœur. Aussi la convergence européenne offre-t-elle de nombreuses opportunités d'arbitrages sur les obligations. Et globalement, il convient de privilégier cette région par rapport aux États-Unis, ne serait-ce que parce qu'elle est entrée dans la phase «nouvelle solidarité» qui, dans le cycle de l'humanité, est porteuse pour les marchés européens. A plus long terme, la résurgence de l'Europe sera portée par les investisseurs assez courageux pour réorienter leurs investissements vers le sud du continent. En ce qui concerne les pays émergents, ils n'offrent pas d'opportunités d'arbitrage et les devises émergentes à fort bêta risquent de corriger fortement par rapport à celles du G4 (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne et Japon). En effet, les freins structurels à la croissance des marchés émergents se multiplient : le mouvement de globalisation ralentit depuis plusieurs années, la proportion de la population en âge de travailler dans les pays émergents, bien que supérieure à celle des pays développés, chute tout aussi rapidement. Quant à la Chine, elle se trouve beaucoup trop endettée dans le cadre d'un régime à faible croissance.

relés à la croissance des marchés émergents se multiplient : le mouvement de globalisation ralentit depuis plusieurs années, la proportion de la population en âge de travailler dans les pays émergents, bien que supérieure à celle des pays développés, chute tout aussi rapidement. Quant à la Chine, elle se trouve beaucoup trop endettée dans le cadre d'un régime à faible croissance.

Repositionner les portefeuilles Comme le montre la finance comportementale, le marché ne s'effrite pas lorsqu'il entrevoit le bout du tunnel mais bien avant, lorsqu'il commence à faire moins sombre. Aujourd'hui le marché ne croit pas en la mathématique déflationniste et surpasse les valeurs défensives et les actifs à faible volatilité comme les obligations ou leurs succédanés. Nous estimons qu'il est temps de repositionner les portefeuilles vers les valeurs susceptibles de bénéficier du retour de l'inflation, en l'occurrence les cycliques (automobiles et compagnies aériennes), les financières et les technologiques.

Emerging Market Impact Bonds: bonne action et bonne efficacité

Nouveautés en matière de microfinance: Les Impact Bonds dans des pays émergents se traduisent par des rendements attractifs, des liquidités et un impact social.



VON CHRISTOPHE GRÜNIG
Head of Investment Solutions chez Blue Orchard

La plupart des investisseurs connaissent désormais les fonds de microfinance: ceux-ci accordent des crédits à des établissements de microfinance qui leur transmettent à leur tour à des ménages à faible revenu et à des petites et moyennes entreprises sous la forme de micro-crédits. En investissant dans ces fonds, les investisseurs génèrent non seulement un rendement attractif corrigé du risque, mais aident également des personnes dans des pays en développement à se constituer des conditions de vie économiques. Ces dernières années, bon nombre de ces institutions de microfinance ont connu une forte croissance et peuvent désormais se refinancer sur les marchés internationaux des capitaux.

Liquidités et faible corrélation Les Emerging Market Impact Bond Funds sont un autre instrument encore peu connu de beaucoup d'investisseurs dans ce contexte. Ils investissent principalement en obligations émises par des institutions de microfinance et des banques qui octroient une part substantielle de leur portefeuille de crédits à des petites et moyennes entreprises, à des artisans et à des agriculteurs.

de personnes peut ainsi être touché et une influence positive est exercée à long terme sur l'évolution économique dans leurs pays.

Accès à des marchés moins populaires En raison de leur forte liquidité, ces fonds représentent une alternative aux fonds d'assurances de microfinance, notamment pour les investisseurs soumis à des restrictions en termes de liquidités, et leur donnent accès à des rendements financiers et sociaux intéressants. En comparaison avec les Developed Market Bonds, les Emerging Market Bonds proposent un meilleur rendement pour une qualité de crédit identique et

l'ombie, le Pérou ou la Thaïlande) et dans des entreprises affichant une capitalisation boursière plutôt moindre qui opèrent principalement dans le secteur financier. Dans la perspective de l'investisseur, ces différences sont intéressantes puisqu'elles débouchent sur une moindre corrélation avec les marchés financiers internationaux et les Emerging Market Bond Funds traditionnels.

Risques politiques et réglementaires pris en compte La prise en compte des risques politiques et des risques réglementaires est un élément déterminant pour le succès des

DANS LA PERSPECTIVE DE L'INVESTISSEUR, CES DIFFÉRENCES SONT INTÉRESSANTES PUISQU'ELLES DÉBOUCHENT SUR UNE MOINDRE CORRÉLATION AVEC LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX ET LES EMERGING MARKET BOND FUNDS TRADITIONNELS.

permettent en outre à l'investisseur de s'engager sur des marchés à forte croissance. Compte tenu de la focalisation sur l'impact en tant que critère de placement important, l'univers de placement des Emerging Market Impact Bond Funds se distingue en outre significativement de celui des Emerging Market Bond Funds traditionnels. Ainsi, les Impact

placements. L'appréciation correcte des risques politiques et réglementaires est tout autant. Ces derniers sont particulièrement importants dans les pays émergents. Des fonds de placements spécialisés gérés de manière professionnelle par un gestionnaire d'actifs chevronné disposant d'une présence locale et de connaissances correspondantes

Le pétrole est en recul après le bond de lundi

Les marchés craignant des tensions au Kurdistan irakien après le référendum sur l'indépendance.

Vers 18h00 à Paris, le baril de Brent duamer du Nord pour livraison en novembre valait 58,36 dollars sur l'Intercontinental Exchange (ICE) de Londres, en baisse de 66 cents par rapport à la clôture de lundi.

Sur le New York Mercantile Exchange (Nymex), le baril de «light sweet crude» (WTI) pour la même échéance cédait 26 cents à 51,96 dollars.

Après avoir bondi de 3,8% lundi, le Brent a atteint mardi vers 03h45 GMT 59,49 dollars tandis que le WTI, qui avait pris 3,1%, atouché 52,43 dollars vers 03h40 GMT, avant que les deux références reculent légèrement.

Prises de bénéfices

«Les prix ont été vidés de prises de bénéfices. Le marché de l'énergie a grimpé récemment, et les investisseurs sont sautés sur l'occasion pour engranger les bénéfices», a résumé David Madden, analyste chez CMC Markets. Lundi, les prix avaient été déstabilisés par le référendum au Kurdistan irakien, dont les exportations de

brut pourraient être perturbées. Alors qu'une victoire massive du «oui» est attendue, le président turc Recep Tayyip Erdogan avait menacé lundi de stopper les exportations de pétrole de la région passant par la Turquie, avant de mettre en garde mardi contre un risque de «guerre ethnique et confessionnelle».

L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (Opec) était également sous les projecteurs après un point mensuel de suivi de l'accord de baisse de la production qui s'est tenu vendredi à Vienne et au cours duquel le cartel a affirmé attendre un respect de ses objectifs de 117%.

«Nous craignons que le bond des prix de lundi ne marque le début d'une hausse des prix. Il est désormais probable que l'Opec étend son accord au delà du premier trimestre 2018, mais ce n'est pas garanti. Et la Turquie ne bloquera pas les exportations kurdes irakiennes sans une hausse marquée des tensions dans la région», ont prévenu les analystes de Capital Economics.

A REVA: SP abaisse la note d'Areva à B- SP Global Ratings a abaissé hier la note d'Areva à «B-», jugeant que le groupe nucléaire français fait face à un «risque accru» dans l'arbitrage en cours autour du chantier de construction d'un EPR en Finlande. L'agence a placé cette nouvelle notation sous surveillance négative du fait de l'«incertitude» quant au montant d'une éventuelle indemnisation qu'aurait à verser le groupe à son client finlandais TVO. Fin