

# La Lettre des CIO

Le Vent en Poupe



JANUS

**RESUME** L'économie américaine montre les signes d'une amélioration réelle, bien qu'irrégulière. Le marché semble focalisé sur les actions de la Réserve Fédérale et l'allègement progressif de son programme de rachat d'obligations d'ici la fin de l'année, plutôt que sur l'amélioration continue de l'économie. La Fed devrait maintenir les taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro dans un avenir prévisible. Nous pensons également que les banques centrales mondiales assureront des niveaux de liquidité élevés au sein du système monétaire. Nous continuons de suivre les risques potentiels à l'échelle mondiale, notamment en Chine et au Japon, mais nous estimons que ces deux sources d'inquiétudes devraient s'atténuer à moyen terme et que les marchés privilégieront la reprise. Pour nous, la sélection de titres s'impose plus que jamais, à la fois pour les actions et les taux, dans un contexte où les valorisations et les taux d'intérêt s'inscrivent en hausse. Cet environnement offre, selon nous, des opportunités permettant d'optimiser les performances ajustées au risque et de préserver le capital.

## POINTS CLES

- D'un point de vue macroéconomique, les Etats-Unis progressent et l'Europe montre des signes de stabilisation. La Chine et le Japon restent incertains.
- Nous ne serions pas surpris de voir la Fed réduire ses rachats d'obligations dans les 12 prochains mois ; en revanche nous anticipons des taux courts bloqués aux niveaux actuels jusqu'en 2015 et une politique de la Fed qui resterait excessivement expansionniste.
- Après un rally en début d'année, les marchés actions pourraient devenir plus délicats à gérer.
- Les taux d'intérêt devraient remonter, mais notons que ce mouvement s'accompagnera de périodes de variations à la hausse comme à la baisse. Nous ne considérons pas cette tendance comme une calamité pour les marchés obligataires, mais comme une source d'opportunités pour les gérants actifs.



**Jonathan Coleman, CFA**  
Directeur de la Gestion  
Actions



**Gibson Smith**  
Directeur de la Gestion Taux

## L'économie : une amélioration significative

L'économie américaine montre les signes d'une réelle amélioration, même si celle-ci est irrégulière. Le rythme de croissance des embauches reste orienté à la hausse, et la confiance des consommateurs est relativement solide. Les études réalisées dans le secteur manufacturier de la zone indiquent une progression, tandis que l'indice ISM manufacturier dépasse 50 (le niveau qui signale une croissance de l'activité). Nous ne serions donc pas surpris de voir la Fed commencer à alléger son programme d'assouplissement quantitatif (QE) sur les 12 prochains mois. En revanche, il nous semble très improbable qu'elle mette fin à son programme expansionniste. Au regard de l'amélioration des conditions économiques, l'inflation reste faible et les pressions désinflationnistes ont resurgi. La Fed bénéficie ainsi de la marge de manœuvre requise pour maintenir les taux courts proches de zéro pour une période prolongée. La Fed a établi à 6,5% l'objectif de chômage, seuil au-delà duquel sa politique marquerait un tournant. Pour la majorité des décideurs de la Fed, ce niveau ne sera pas atteint avant 2015 - et nous les croyons. Nous pensons que la Fed prendra le maximum de précautions et qu'elle s'assurera que l'économie est engagée durablement sur la voie de la croissance avant de mettre un terme à sa politique expansionniste.

La solidité dont a fait preuve l'économie américaine ces derniers mois nous semble justifiée. La baisse des prix du pétrole et du gaz naturel a permis un début de renaissance pour le secteur manufacturier aux Etats-Unis, ainsi qu'une certaine indépendance énergétique. La reprise durable du marché de l'immobilier résidentiel a dopé les ventes dans de nombreux secteurs, du commerce de détail aux fabricants de poids lourds ; elle a également permis à la confiance des consommateurs de se hisser à son plus haut niveau depuis plusieurs années. La hausse des prix de l'immobilier et la meilleure tenue des marchés actions se répercutent désormais sur les niveaux de confiance. Les entreprises continuent de générer d'énormes excédents de trésorerie, qu'elles emploient aujourd'hui pour effectuer des rachats d'actions. Cette tendance révèle que les managements sont confiants à long-terme (par ailleurs, les rachats d'actions peuvent doper le marché car ils contribuent à renforcer le bénéfice par action). Par ailleurs, nous observons un regain d'activité sur les fusions-acquisitions, une tendance qui est historiquement corrélée avec une économie plus forte.

Pendant ce temps, les problèmes de l'Europe ont quitté le devant de la scène, du moins pour le moment. Si la région reste affaiblie, nous estimons que l'économie européenne se stabilise. La confiance des consommateurs s'est renforcée, et de nombreuses entreprises, notamment les fabricants automobiles, annoncent une progression de leurs chiffres de

ventes. Après avoir fait la une pendant si longtemps, les problèmes fiscaux et bancaires, qui ne sont encore entièrement résolus, sont néanmoins relégués en arrière-plan. Nous observons de près le marché immobilier espagnol pour y déceler des signes d'amélioration.

Les risques persistent, bien sûr. Le premier est que la Fed mette fin trop rapidement à sa politique monétaire expansionniste et qu'elle étouffe la reprise économique américaine. Mais nous pensons que la banque centrale privilégiera la prudence, et conservera la plupart des programmes d'assouplissement, en attendant que l'économie soit plus robuste.

La Chine est également un facteur de risque, car la croissance économique pourrait à nouveau décevoir les attentes. Après avoir visité le pays, nos analystes ont relevé des perspectives de croissance limitées pour de nombreuses entreprises actives dans la région, en raison d'une économie affaiblie et de la politique d'austérité du gouvernement. Certains secteurs, importants pour la croissance de la Chine - notamment le ciment, le rail, l'acier et l'industrie du solaire - présentent, par ailleurs, un excès de capacité de production. Nous attendons les réactions politiques à venir de la banque centrale chinoise.

Le Japon est également un pays à surveiller de près. Les marchés actions japonais ont connu un rally en début d'année lorsque le premier ministre Shinzo Abe a mis en place un programme destiné à redynamiser l'économie du pays, avec un objectif d'inflation de 2%. Mais la politique non-conventionnelle du Japon a attisé les inquiétudes autour de la crédibilité de la banque centrale et sur la possibilité que d'autres pays la suivent. Dévaluer la devise dans la précipitation afin d'améliorer la compétitivité n'est pas forcément la clé du succès. Cette réaction peut faire émerger de nouveaux déséquilibres mondiaux, auxquels de nombreux investisseurs ne sont pas encore sensibilisés. Nous pensons que les corrections récentes dans de nombreux marchés de dette émergente reflètent déjà partiellement ce phénomène. Si les « Abenomics » ont été bien reçus par les marchés financiers et acceptés par les entreprises japonaises, leur succès dépendra des réactions des autres banques centrales du sud-est asiatique, ainsi que de la capacité du consommateur japonais à privilégier la dépense à l'épargne.

## Les marchés actions : au-delà des inquiétudes

Dans le cadre de nos derniers communiqués, nous avons été plus positifs sur les perspectives des marchés actions. Mais après les gains significatifs en début d'année, nous pensons que la situation va se corser. Les marchés actions ont, en fait, gravi un « mur d'inquiétudes » au cours des six derniers mois. Durant les neuf derniers mois, plusieurs

événements ont semé des craintes passagères sur les marchés. Tout d'abord les élections présidentielles américaines en novembre 2012, puis la peur de la falaise fiscale, l'impact potentiel des coupes budgétaires de l'Etat, et enfin, la crise à Chypre. Les commentateurs de marché ont annoncé que ces événements seraient apocalyptiques pour l'économie, mais le marché a réagi à chacun avec indifférence et a poursuivi son chemin. Les segments les plus spéculatifs du marché, comme l'indice Russell 2000 des petites capitalisations américaines, ont atteint des plus hauts historiques. L'appréciation des actions a été supérieure à la croissance des résultats de nombreuses sociétés, provoquant une expansion des multiples de PER.

Les grandes inquiétudes macroéconomiques sont globalement passées au second plan dans les médias. Or ce sont précisément dans ces moments-là que la prudence s'impose. Le rally récent s'explique en partie par la conviction que la Fed, ainsi que les autres banques centrales, soutiendra les marchés actions en injectant des liquidités dans le système ad vitam aeternam. Fin juin, les marchés nous ont montré l'ampleur potentielle des ventes lorsque la Fed laisse entrevoir un éventuel allègement de sa politique.

Notre vision de l'économie et des marchés actions n'est pas devenue négative, mais elle est plus mitigée. L'économie continue de bénéficier de facteurs de soutien. Par exemple, la baisse des prix du pétrole et du gaz naturel aux Etats-Unis, associée à un coût de main d'œuvre plus compétitif, permettent au secteur manufacturier de renaître aux Etats-Unis. Cet avantage de long-terme pourrait durer une dizaine d'années ou plus. Le marché de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis reste robuste. En Europe, les entreprises industrielles ont enfin engagé un difficile processus de restructuration qui devrait rajuster les activités et les rendre plus compétitives à l'échelle internationale. Les banques européennes ont également fait de grands pas en avant en matière de réduction de coûts et de consolidation de bilans. Mais un grand nombre de ces nouvelles dynamiques de long-terme sont soit déjà intégrées dans les cours, ou prendront du temps à se matérialiser.

A court-terme, les entreprises ont remis à plus tard leurs investissements dans de grands projets technologiques, ce qui a pesé sur les valeurs au sein de ce secteur. Certaines entreprises industrielles constatent une faible croissance des commandes ; en effet, les clients finaux qu'ils desservent ont commandé en anticipant la demande, et ajustent leurs inventaires en conséquence. Nous n'envisageons pas une chute brutale pour les marchés actions, mais ces signaux nous amènent à penser que la croissance sera plus difficile à trouver à l'avenir. Par conséquent, nous anticipons une pause dans la hausse spectaculaire observée récemment sur les marchés actions.

En tant qu'investisseurs actions, notre challenge est de déceler les entreprises qui peuvent se découpler de l'économie, contrôler leur avenir et générer une croissance solide, en dépit des difficultés économiques. Nos analystes parviennent encore à trouver des entreprises bénéficiant de tendances durables, capables de résister au contexte économique. Par exemple, dans le secteur de la santé, la loi sur les soins abordables (Affordable Care Act), qui entre prochainement en vigueur, mettra en lumière les dépenses de santé et devrait faire évoluer les pratiques commerciales dans le secteur. Certaines entreprises bénéficieront de cette nouvelle donne, notamment les sociétés spécialisées dans la technologie de l'information et dédiées au secteur de la santé, dont la mission sera d'optimiser l'efficacité des systèmes afin de réduire les coûts. Plus globalement, les investissements des entreprises dans le domaine informatique sont en baisse, mais nos analystes ont identifié plusieurs sociétés (notamment dans le segment des impressions en 3D) qui permettent de réduire le temps requis pour développer de nouveaux produits et les mettre sur le marché. En parallèle, le secteur de l'audiovisuel développe de nouvelles méthodes pour mesurer la visualisation sur les appareils mobiles (téléphones et tablettes). En quantifiant avec plus de précision la portée de leur programmation, les groupes de médias pourront mieux valoriser leur production. Ces tendances, parmi d'autres, peuvent encore permettre à certaines valeurs isolées de surperformer. Mais une analyse fondamentale et approfondie s'impose pour pouvoir identifier les sociétés qui en bénéficieront.

### **Les marchés obligataires : augmentation du risque de taux**

Les taux longs sont remontés brutalement au cours du second trimestre, lorsque les marchés ont envisagé la fin du programme de politique monétaire expansionniste de la Fed. La politique non-conventionnelle des banques centrales a maintenu les taux à des niveaux artificiellement bas depuis de nombreuses années ; or les marchés ont intégré le fait que ces niveaux ne sont pas viables à terme. La Fed s'intéresse clairement à la hausse du levier dans le système financier ainsi qu'au regain d'intérêt pour le risque dont font preuve les investisseurs (lié à la recherche de rendement). La Fed espère que le rally sur les actifs risqués, notamment les actions et le crédit, porté par l'afflux de liquidités, puisse évoluer vers un rally basé sur les fondamentaux des entreprises. Nous pensons que ce processus est en marche. La difficulté pour la Fed est d'éviter que les taux ne remontent trop vite et ne déstabilisent la reprise économique, soutenue avec tant de détermination par la Fed depuis les cinq dernières années. Dans un contexte où l'économie prend de la vigueur, la Fed aura la possibilité d'alléger progressivement ses mesures d'assouplissement quantitatif. La Fed devrait commencer à réduire son

programme d'achat de bons du trésor au cours des 12 prochains mois si la solidité des données économiques le permet, mais elle maintiendra les taux courts aux niveaux actuels pour une période prolongée.

Si certains investisseurs estiment que les taux pourraient continuer de remonter et que la période de hausse sur les marchés de taux touche désormais à sa fin, il est important de noter que la remontée des taux n'impactera pas tous les segments du marché obligataire de la même manière. Selon nous, les titres arrivant à maturité dans 10 ans ou plus seront les plus touchés. Ce segment de la courbe présente en effet le potentiel de perte en capital le plus important, ainsi que la plus forte volatilité. Nous avons réduit l'exposition de nos portefeuilles aux émissions de durée longue afin d'amortir l'effet de la hausse des taux. Certaines émissions de crédit peuvent présenter davantage de sensibilité aux variations de taux que d'autres ; nous avons donc réduit nos positions sur ces valeurs également. Nous continuons par ailleurs de rechercher des opportunités dans des produits ayant servi, dans le passé, d'alternatives aux obligations d'Etat et au crédit d'entreprises, notamment la dette bancaire et les titres adossés aux prêts hypothécaires (MBS).

La tendance haussière observée sur les taux a conduit de nombreux investisseurs à annoncer la fin du « bull market » obligataire des 30 dernières années. Rappelons néanmoins que depuis 1980, nous avons connu 16 périodes durant lesquelles le rendement des taux à 10 ans a progressé de plus de 100 points de base (soit 1 point de pourcentage). Le « bull market » de ces 30 dernières années n'a pas été linéaire et les performances n'ont pas été uniquement positives – il y a eu des hauts et des bas - et la tendance de fond est celle d'une baisse des taux. Annoncer la fin du « bull market » obligataire peut attirer l'attention des médias et effrayer les investisseurs, mais la réalité est que les marchés sont toujours en mouvement et créent des opportunités. Cet environnement nous rappelle l'intérêt de la gestion active par rapport à la gestion passive en matière d'investissements obligataires, et l'importance de la préservation du capital lors des périodes d'incertitude. Si effectivement, nous entrons probablement dans une période de hausse de taux à plus long-terme, le changement créera des opportunités à court et à moyen-terme.

La sélection de valeurs sur les marchés obligataires est devenue extrêmement importante au regard de la tension sur les valorisations (liée à la recherche de rendement), mais également en raison du risque de remontée des taux. Dans ce contexte, nous estimons que la préservation du capital doit être prioritaire par rapport à la recherche agressive de performances. Pour autant, le marché offre toujours des opportunités très intéressantes, et nous continuons à les identifier. En revanche, l'univers de valeurs

à partir duquel nous effectuons notre sélection s'est considérablement réduit ces quatre dernières années. Une consolidation des taux d'intérêt pourrait réduire les valorisations sur les taux et ouvrir de nouvelles possibilités d'investissement, à des niveaux plus intéressants, et notamment sur le marché du crédit qui offre un bon potentiel de performances ajustées au risque. Ainsi, le changement est source d'opportunités.

Comme la sélection de titres représente notre principale source de surperformance, nous considérons cette période comme riche en opportunités. Le risque de crédit (soit le risque de défaut des emprunteurs) a été relativement faible ces dernières années grâce aux niveaux excessifs de liquidités sur les bilans des entreprises – une tendance qui devrait se poursuivre. Retenons que les performances cette année seront surtout le résultat de ce que nous choisissons d'éviter. De nombreuses valeurs (des grands émetteurs au sein de notre univers de valeurs) offrent en effet des profils de risque particulièrement asymétriques, et orientés à la baisse. Selon nous, la clé du succès pour le restant de l'année sera de créer de la performance grâce à la sélection de valeurs, tout en gérant la volatilité sur les taux.

### **Les perspectives : la prudence s'impose en attendant les opportunités**

Notre équipe de gestion actions considère la volatilité récente du marché, et les événements qui l'ont provoqué, comme étant de nature court-terme. Nous sommes attentifs aux événements macroéconomiques et politiques, mais nos stratégies d'investissement ne sont pas fondées sur des facteurs binaires, comme par exemple l'allègement du programme expansionniste de la Fed à une date donnée. Au contraire, nous restons concentrés sur la recherche d'entreprises aux valorisations intéressantes, affichant des moteurs de performance robustes, valables sur plusieurs années. Si la volatilité nous offre des opportunités d'achat d'actions à des prix qui nous semblent attrayants, nous renforcerons ces positions dans les prochains mois.

En ce qui concerne les obligations, nous anticipons une hausse progressive des taux d'intérêt, mais cette remontée n'est pas une calamité pour les marchés de taux. Les périodes de revalorisation sont normales et sources d'opportunités pour les gérants actifs, qui peuvent acheter sur faiblesse de cours, se repositionner le long de la courbe et réallouer leur portefeuille entre différentes classes d'actifs, secteurs et titres. Cet environnement de marché offre de réelles opportunités, permettant d'optimiser les performances ajustées au risque et de préserver le capital.

Issued in Europe by Janus Capital International Limited, authorised and regulated by the U.K. Financial Conduct Authority and by the Dubai Financial Services Authority as a Representative Office.

Issued in: (a) Taiwan R.O.C by Janus Capital International Limited, authorized and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom; (b) Hong Kong and Australia by Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), which is incorporated in Hong Kong, is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence and is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong under Hong Kong laws which differ from Australian laws.

In Australia, for wholesale client use only; In Taiwan R.O.C and the PRC, only available to select targeted institutional investors.

This document does not constitute investment advice or an offer to sell, buy or a recommendation for securities, other than pursuant to an agreement in compliance with applicable laws, rules and regulations. Janus Capital Group and its subsidiaries are not responsible for any unlawful distribution of this document to any third parties, in whole or in part, or for information reconstructed from this presentation and do not guarantee that the information supplied is accurate, complete, or timely, or make any warranties with regards to the results obtained from its use. As with all investments, there are inherent risks that each individual should address.

The distribution of this document or the information contained in it may be restricted by law and may not be used in any jurisdiction or any circumstances in which its use would be unlawful. Should the intermediary wish to pass on this document or the information contained in it to any third party, it is the responsibility of the intermediary to investigate the extent to which this is permissible under relevant law, and to comply with all such law.

The opinions are those of the authors as of July 2013 and are subject to change at any time due to changes in market or economic conditions. The comments should not be construed as a recommendation of individual holdings or market sectors, but as an illustration of broader themes.

Statements in the brief that reflect projections or expectations of future financial or economic performance of a strategy, or of markets in general, and statements of any Janus strategies' plans and objectives for future operations are forward-looking statements. Actual results or events may differ materially from those projected, estimated, assumed or anticipated in any such forward-looking statement. Important factors that could result in such differences, in addition to the other factors noted with forward-looking statements, include general economic conditions such as inflation, recession and interest rates.

Janus Capital Management will act as sub-adviser to Janus Capital International.

For Institutional use and wholesale client Only. Not for public viewing or distribution. IB-0713(31)0114 EAPM Inst