

le 6 septembre 2016,

Eté 2016 : mer calme, températures clémentes et après ?

Après la mauvaise surprise du Brexit qui a vu les marchés européens dévisser de 10 % fin juin, traduisant un haut degré d'incertitude sur la pérennité de la zone Euro, les indices se sont rapidement repris pour totalement effacer leur perte à fin juillet. De manière très (trop) consensuelle, les investisseurs avaient en effet choisi de réduire la part actions de leurs portefeuilles, pour limiter les pertes d'un été qui s'annonçait « chaud » ! Cet excès de prudence se sera finalement révélé un mauvais choix.

Une communication rassurante et déterminée de Mario Draghi fin juillet (qui a réitéré « la volonté, la capacité et la disponibilité » de la Banque Centrale pour adopter de nouvelles mesures si nécessaire), de bonnes statistiques américaines sur l'emploi et des publications de résultats des entreprises solides et globalement supérieures aux attentes ont alimenté une tendance positive des marchés. N'ayant pas sombré dans le pessimisme après le referendum du 24 juin (cf note de Karakoram du 1er juillet), l'équipe de gestion de Karakoram a choisi de conserver un biais positif sur les actions tout au long de l'été. La période estivale a donc été profitable, bénéficiant d'un bon stock picking et d'une allocation sectorielle pertinente.

Sur la période, le FCP MOMENTUM affiche une hausse de +7,07% (Part I) et +6,99% (Part A); le taux moyen d'exposition net aux actions a été de 71% sur la période (plus haut de 80% et plus bas de 66%). Pour le FCP HERITAGE, la hausse s'élève à +3,00% (Part I) et +2,92% (Part A) sur l'été pour un taux moyen de 47%.

En ce qui concerne le fonds obligataire EURO Rendement Réel, la progression s'établit à +2,35% (Part C) sur l'été, portant la progression annuelle à +3,50%.

❖ Plusieurs thèmes et positions auront délivré les résultats escomptés en matière de performance boursière :

Tout d'abord les banques, qui, avec une hausse de près de 15%, ont profité de la publication de stress-tests rassurants sur la qualité de leur capital en cas de nouvelle crise financière. Crédit Agricole et l'italien Intesa restent les 2 titres privilégiés. Bénéficiant du rebond du pétrole et de la reprise du nombre de forages aux Etats-Unis, Vallourec s'adjuge jusqu'à +40% dans l'été, ramenant ainsi 0,70% de performance au FCP MOMENTUM. Autre source de satisfaction, l'annonce faite par l'anglais Bowleven (exploration pétrolière) d'un programme de rachat de titres massif (20% de sa capitalisation) qui a déclenché un rebond de 30% sur la période. Dans la promotion immobilière, la forte hausse de Kaufman & Broad a aussi permis d'engranger des gains conséquents ; le comblement de sa décote par rapport à Nexity étant désormais en partie réduit, l'action a été cédée. Enfin, les très bonnes publications de résultats de Kering, Faurecia, Telecom italia ou encore Alstom auront aussi été des contributeurs positifs sur l'été, avec des hausses comprises entre 10% et 20%.

Changement de tendance (et peut-être d'ambiance) en cette fin d'été avec le discours attendu de Mme Yellen, présidente de la Réserve Fédérale Américaine (symposium de Jackson Hole). Le message est clair : la probabilité d'un resserrement monétaire à court terme augmente et devrait occuper les marchés sur cette fin d'année. Les derniers chiffres sur l'emploi américain (des créations d'emplois supérieures à 200 000 pour le deuxième mois d'affilé - un taux de chômage stable à 4.9 %) confirment la dynamique et renforcent les perspectives de hausses de taux aux Etats-Unis.

En Europe, l'économie continue d'afficher une bonne résistance au Brexit comme en témoignent plusieurs enquêtes et indicateurs de confiance. Au Japon, la croissance économique est par contre restée au point mort au T2 en raison de la baisse des exportations et de l'atonie de l'activité des entreprises. Enfin, en Chine, les données économiques reflètent une stabilisation de l'activité comme le montrent les chiffres sur la production,

L'investissement, le crédit et la monnaie. Les réserves de change, sujet qui avait affolé en aout 2015, montrent aussi des signes encourageants.

❖ Alors, que faut-il anticiper pour la rentrée ? Devant les incertitudes à venir que sont les risques politiques (Espagne, Italie, Etats-Unis, France) ou le durcissement monétaire imminent aux Etats-Unis, quelle est l'allocation d'actifs mise en place par Karakoram ?

Partons d'abord d'un constat : nous pouvons noter que lors des derniers chocs défavorables (dépréciation de la devise chinoise à l'été 2015, chute du prix du pétrole début 2016, annonce du Brexit en juin 2016), les cours boursiers se redressent finalement assez rapidement. Deux éléments expliquent probablement cette capacité de rebond des actions européennes :

- la résilience des profits des entreprises et la capacité des sociétés de la zone euro à contrôler leurs coûts de production pour soutenir leur profitabilité,
- la réaction systématique des Banques Centrales : les mauvais chiffres de l'emploi aux Etats-Unis au printemps 2016 conduisent la FED à repousser la hausse des taux ; la BCE et la Banque du Japon poursuivent un Quantitative Easing d'envergure et la Banque d'Angleterre réagit au Brexit en ré-ouvrant le QE et en baissant les taux.

Mais ces facteurs de soutien sont-ils durables ? Concernant la profitabilité des entreprises, il y a clairement une limite à la capacité de compression des coûts des sociétés européennes, par contre, en ce qui concerne la BCE, on peut anticiper des achats encore plus agressifs sur les obligations d'entreprises, voire des achats d'actions. Sur ce dernier point controversé, les achats d'actions auraient un effet positif en réduisant la prime de risque des actions européennes qui reste élevée par rapport à son historique et par rapport au marché américain.

Dans ce contexte, la stratégie d'investissement de Karakoram s'appuie aujourd'hui sur plusieurs hypothèses :

- l'économie européenne continuera de se redresser de manière lente et sans inflation,
- le soutien indéfectible de la BCE est durable,
- la capacité des entreprises à préserver leurs marges est préservée à ce stade,
- la baisse continue des rendements va se poursuivre et va pousser les investisseurs à venir sur des actifs plus risqués.

KARAKORAM

112, boulevard Haussmann 75008 Paris

Numéro d'agrément AMF : GP-11000038

contact@karakoram.fr - www.karakoram.fr

❖ Les grands thèmes mis en place dans les portefeuilles pour la fin de l'année sont :

- ACTIONS : vue positive

Même si les marchés rentrent dans une zone de valorisation plutôt bien « payées » (notamment aux Etats-Unis), les actions devront constituer le cœur des portefeuilles pour les mois à venir. Nous privilégions l'Europe et les pays émergents au niveau géographique.

L'exposition aux émergents est d'ailleurs susceptible d'être augmentée dans les prochaines semaines. Après cinq années de forte sous-performance par rapport aux autres zones géographiques, les actions des pays émergents offrent un double avantage : la croissance des bénéficiaires y est attendue légèrement plus forte que dans les pays développés et leur valorisation est plus faible. De plus, le contexte de remontée lente des taux courts aux USA ne risque pas de provoquer une rupture violente de la croissance globale comme cela a pu être le cas dans le passé.

Au niveau sectoriel, les fonds sont plutôt présents sur les segments « values » de la cote plutôt que sur les valeurs défensives. La vue est positive sur les valeurs télécoms (Telecom Italia et Orange), sur l'automobile (Faurecia et Renault) et sur les valeurs financières.

Le de-rating des valeurs de Biotechnologie a été mis à profit pour augmenter la part allouée à cette thématique. Les récentes rumeurs de rachat de l'américain Biogen devraient remettre un coup de projecteur sur le secteur. Dans le même temps, de nombreuses sociétés françaises (Nanobiotix, Pharnext, Innate Pharma) auront une actualité chargée dans les prochains mois et pourraient ainsi retrouver la faveur des investisseurs.

Autre thème des portefeuilles, celui des fusions et acquisitions. Soutenu actuellement par un faible coût d'endettement, les opérations de rapprochement constituent une source de profit, soit par des positions sur des fonds spécialisés comme Laffitte Risque Arbitrage, soit par des investissements en direct dans des cibles comme Bolsas y mercado, Lafuma ou les américains Verifone ou Monsanto.

Les valeurs de petites capitalisations demeurent aussi un thème d'investissement des portefeuilles en ce début septembre. Nos principales convictions sont Witbe (services de supervision internet), Hi-Pay (solutions de paiements sur internet), Bowleven (exploration pétrolière) ou encore Stallergenes (développement de produits d'immunothérapie allergénique).

Enfin, certaines valeurs leaders devraient continuer à profiter de leur statut dans un contexte de croissance molle : Airbus et Cap Gemini en sont des parfaits exemples.

Après avoir soldé certaines positions dans la remontée des marchés, l'exposition aux actions du FCP MOMENTUM a été ramenée à 71%, celle du FCP HERITAGE à 44%.

- OBLIGATIONS : vue prudente

Trop tard, trop risqué, le marché obligataire est sous perfusion même s'il pourrait encore continuer de bénéficier de flux, principalement pour des raisons techniques.

En effet, sur la base de son plan de rachat de 80 milliards d'euros par mois, la BCE va capter une partie importante du marché de la dette et comme celui-ci a tendance à ne pas progresser (les amortissements et remboursements finaux sont tout juste compensés par de nouvelles émissions), les prix devraient continuer de se renchérir de façon mathématique d'ici la fin de

cette année et probablement pour toute l'année 2017, à défaut au moins pour le 1er semestre 2017.

Par effet de domino, une partie des sommes qui auraient dû se placer sur la dette Corporate, va donc, par manque d'émissions et de rendement suffisant, se déplacer sur d'autres classes d'actifs plus risquées comme le High Yield européen et/ou éventuellement sur la dette gouvernementale de pays européens mal notés (Portugal 3% sur le 10 ans) ou à la réputation douteuse (Grèce 7,90% sur le 10ans). La mauvaise monnaie chasse la bonne comme on apprenait en économie, même si l'ensemble des fonds obligataires profitent encore l'heure de cet effet d'aubaine, sans trop de distinctions.

Notre prudence sur les obligations s'est avérée trop tôt dans le cycle, trop liée à des considérations fondamentales et pas assez aux effets liés à la prise d'otage opérée par la BCE. Sans le soutien de la BCE, nous aurions d'ailleurs réduit encore davantage les positions résiduelles en fonds obligataire high-yield et de subordonnées financières.

Mais à 0,25% pour les taux à 10 ans français, -0.34% pour les taux monétaires (EONIA) ou encore 0,95% pour les obligations corporates (5 ans Investment Grade), le risque est clairement devenu asymétrique, sûrement trop tard pour rentrer sur cette classe d'actif.

L'exposition aux obligations est de 15% dans le FCP HERTITAGE à fin août.

▪ MATIERES PREMIERES : vue prudente sur le pétrole

Notre principale conviction à ce stade concerne le pétrole et pointe plutôt pour une baisse à venir. Les surcapacités stockées en Chine, la remontée de la production iranienne, une croissance mondiale plutôt en ralentissement sont autant de vents contraires pour l'or noir.

▪ DEVISES : vue positive sur la devise américaine

Plusieurs arguments se sont renforcés dans l'été, rendant les prévisions d'écarts de taux et de rémunération entre la devise américaine et la monnaie européenne plus fortes :

- la croissance américaine reste solide et la FED est bien engagée dans un processus de remontée de taux, même s'il sera graduel et probablement très lent,
- La BCE reste très inquiète sur la reprise économique en Europe et sur l'absence de signaux inflationnistes, elle devrait rester très accommodante encore longtemps (au moins jusqu'en 2018).

En complément de cette analyse, la monnaie américaine reste un outil de gestion de risque, principalement pour s'assurer contre le risque politique européen de cette fin d'année.

L'exposition au dollar est de 10% dans le FCP HERTITAGE en cette fin d'été.

▪ VOLATILITE et PROTECTION : vue de nouveau positive

Le rebond des marchés depuis le point bas touché début juillet a permis à la volatilité (risque perçu par les investisseurs) de revenir sur des niveaux attractifs. Pour assurer les fonds contre un risque de correction, qui sera principalement politique, des assurances sont de nouveau et progressivement accumulées. Référendum en Italie, élection aux Etats-Unis, imbroglio autour du gouvernement espagnol restent au menu de cette fin d'année. Considérant le niveau de valorisation des marchés américains élevé, les protections sont à ce stade principalement bâties sur cette zone.

KARAKORAM

112, boulevard Haussmann 75008 Paris

Numéro d'agrément AMF : GP-11000038

contact@karakoram.fr - www.karakoram.fr

En conclusion, un nouveau monde.

Les politiques monétaires ultra-accommodantes auront contribué à « fausser » les valorisations de nombreux marchés depuis 5 ans. Le contexte d'absence de rémunération (monétaire et obligataire) imposé par nos banquiers centraux entretenant, voire obligeant la prise de risque. Pour la 1ère fois de notre histoire, certains investisseurs recherchent ou se satisfont de rendements nuls, des banques commerciales commencent à faire payer les clients qui disposent d'excédents sur leurs comptes, le rendement des fonds en euros convergent vers 0%. Ce constat d'absence de rendement réduit inexorablement le nombre de classes d'actifs à disposition pour générer de la performance dans la durée. Les actions, la flexibilité et l'opportunisme sur certains thèmes (le dollar par exemple aujourd'hui) seront sans aucun doute les 3 piliers de notre stratégie pour les mois et trimestres à venir.

Achévé de rédiger le 5 septembre 2016.

L'équipe KARAKORAM

Les performances passées ne préjugent pas des rendements futurs. KARAKORAM fournit uniquement des informations sur ses produits. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans un OPCVM doit se faire sur la base du prospectus actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur la base GECO de l'autorité des Marchés Financiers ou sur simple demande auprès de KARAKORAM.

KARAKORAM

112, boulevard Haussmann 75008 Paris

Numéro d'agrément AMF : GP-11000038

contact@karakoram.fr - www.karakoram.fr