

# Asset management

L'alternance, ces deux dernières semaines, de phases de correction et d'euphorie, illustre la très grande fébrilité des investisseurs, en attente de réponses face à la crise grecque, et à l'éclatement de la bulle sur les actions chinoises. Si les gérants s'attendent à ce que la volatilité augmente à l'avenir, ils restent néanmoins positifs sur les actions.

## Grèce-Chine - Les marchés gèrent l'attente

### TENDANCE

«**L**undi dernier, après les résultats du référendum en Grèce, j'étais persuadé que le scénario de sortie du pays de la zone euro avait neuf chances sur dix de se matérialiser, reconnaît Vincent Juvyns, stratège chez JP Morgan AM. Je n'aurais pas cru que, en fin de semaine, le schéma d'un accord reviendrait sur le devant de la scène.» Depuis plusieurs jours, les multiples rebondissements de la crise grecque ont suscité une certaine nervosité sur les marchés, encore accentuée mercredi dernier par la chute de valeurs boursières à Shanghai. «Nous venons de connaître plusieurs séances de corrections boursières, mais ces dernières demeurent relativement modérées par rapport à ce que nous avons vécu en 2011 lors de la crise de la zone euro», compare Jean-Marie Mercadal, directeur général délégué en charge des gestions chez OFI AM. Le CAC 40 n'a finalement enregistré qu'une baisse de 2,01 % le 6 juillet puis de 2,27 % le 7, avant de repartir à la hausse pour finir la semaine à + 1,97 %. Même constat du côté des marchés obligataires où les spreads se sont légèrement tendus : ceux des emprunts à dix ans de l'Espagne ou encore de l'Italie ont progressé d'environ 20 pb lundi dernier, avant de retrouver leur niveau précédent. Cette baisse modérée des marchés européens s'explique par plusieurs raisons. D'abord, les investisseurs n'ont pas été pris de court. «Le sujet grec est au cœur de l'actualité depuis le changement du gouvernement



**Malgré plusieurs séances baissières, le Shanghai Composite Index et l'Euro Stoxx 50 ont finalement gagné respectivement 5,18 % et 1,67 % la semaine passée.**

en début d'année et la nomination d'Alexis Tsipras au poste de Premier ministre fin janvier», rappelle Jean-Marie Mercadal. Depuis, les gestionnaires ont multiplié les analyses et ont fait évoluer leur perception sur le pays. «Il y a encore six mois, la sortie de la Grèce de la zone euro était un sujet tabou qui laissait craindre à certains observateurs que ce schéma soit également suivi par d'autres pays comme le Portugal ou l'Italie, souligne Sébastien Barbe, directeur général et directeur de la gestion chez Schelcher Prince Gestion. Aujourd'hui la situation en Grèce a bien été identifiée comme exceptionnelle car elle est très différente des autres pays périphériques de la zone euro.» Il est vrai que le poids de la Grèce n'est pas comparable à celui de l'Espagne ou de l'Italie. «L'ensemble de la dette grecque, en comptant à la fois les dettes publiques et les différentes créances du pays, n'excède pas 500 mil-

liards d'euros, soit un poids très faible en Europe, dont l'endettement total s'élève à 15 000 milliards d'euros», indique Jean-Marie Mercadal.

De plus, les gestionnaires d'actifs ont été rassurés par les pare-feu mis en place en Europe depuis la crise. «Le risque de contagion financière de la crise grecque s'est considérablement affaibli et n'a plus rien à voir avec ce que nous avons vécu il y a trois, voire cinq ans, estime Emmanuel Weyd, responsable de la gestion crédit chez Eiffel Investment Group. La dette grecque a depuis été largement transférée du privé vers le secteur public. Le secteur bancaire européen, par ailleurs, s'est fortement consolidé : les banques ont vu leur ratio de solvabilité doubler et elles bénéficient désormais de nouveaux mécanismes de soutien dans le cadre de l'Union bancaire. Par ailleurs, les marchés financiers peuvent compter aujourd'hui sur l'intervention massive de la BCE.»

### Un krach spectaculaire en Chine

Enfin, le sujet de la crise grecque a peu à peu été éclipsé par un autre problème sur les marchés : l'éclatement de la bulle sur les actions chinoises. Après avoir connu un pic mi-juin, les indices domestiques chinois, le Shanghai et le Shenzhen Composite, ont plongé de 30 % ces trois dernières semaines, provoquant sur le marché chinois le deuxième plus important krach en dix ans ! Ce repli particulièrement spectaculaire en juillet intervient néanmoins après une hausse record qui atteignait 150 % sur un an glissant avant l'éclatement de la bulle. «Les actions chinoises A (cotées à Shanghai) et B (cotées à Shenzhen), qui sont essentiellement détenues par des particuliers, avaient commencé à monter en fin d'année dernière avant de s'emballer depuis le mois de mars, constate Patrick Mange, stratège marchés émergents au sein de BNP Paribas IP. Pour stopper ce phénomène, le gouvernement avait alors introduit de nouvelles mesures en restreignant l'effet de levier. Mais son intervention a conduit à un vent de panique qui s'est accen-



**«La logique de revalorisation des marchés d'actions européennes qui prévalait en début d'année reposait sur plusieurs fondamentaux toujours valables aujourd'hui.»**

**Jean-Marie Mercadal, directeur général délégué en charge des gestions, OFI AM**

tué dernièrement avec la suspension à la cotation de nombreux titres.» A tel point que cette tendance baissière s'est répercutée sur d'autres places émergentes, notamment en Asie. Le MSCI Emerging Markets a plongé de 7 % en un mois. Cette évolution a laissé craindre une contagion plus massive des difficultés de la Chine à l'ensemble des marchés. Le PIB de la Chine représente en effet 34 fois celui de la Grèce et constitue, contrairement à cette dernière, un moteur puissant pour la croissance mondiale. La crise boursière en Chine peut donc avoir des répercussions bien supérieures à celle de la Grèce. Cette inquiétude a toutefois été assez vite stoppée par les différentes mesures d'urgence prises par le gouvernement (suspension des introductions en Bourse, interdiction de vendre leurs titres pour certains actionnaires...) pour enrayer la chute de sa Bourse. Des mesures qui, à court terme, semblent efficaces puisque les Bourses domestiques ont regagné en quelques jours 10 %.

De plus, pour beaucoup de professionnels, cette correction récente ne devrait pas remettre en question les fondamentaux de l'économie chinoise. Certes la croissance de la Chine a ralenti – le FMI a même revu dernièrement sa prévision à 6,8 % en 2015 –, mais elle atteint

## Des gérants peu exposés à la Grèce

**D**epuis 2011, les gestionnaires sont globalement très peu exposés aux marchés grecs.

● Certains détiennent pourtant encore des positions liées à leur gestion passive. «Notre gestion est exposée très marginalement (moins de 0,5 %) aux actions grecques dans le cadre de fonds indiciaires qui répliquent la performance des marchés émergents, indique Frédéric Jamet, directeur des investissements de SSGA. Compte tenu de la fermeture de la Bourse d'Athènes et pour continuer à assurer les souscriptions-rachats de ces produits, nous avons décidé de mettre en place un comité d'évaluation des titres grecs dans nos por-

tefeuilles qui se réunit quotidiennement.» Cette procédure permet d'éviter l'arrêt momentané d'un fonds, comme c'est le cas pour certains ETF sur les actions grecques qui ne peuvent plus traiter sur les marchés actuellement.

● D'autres gestionnaires détiennent des expositions résiduelles aux obligations souveraines grecques ou ont même commencé à réinvestir sur des corporates du pays. «Nous détenons quelques positions mineures sur des entreprises grecques dans le cadre de fonds high yield à échéance pour lequel nous avons conservé nos positions», précise Jean-Marie Mercadal, directeur général délégué en charge des

gestions chez OFI AM. Plutôt que de vendre leurs titres grecs et prendre leurs pertes, d'autres gestionnaires dans cette situation ont préféré également les conserver. «Nous détenons moins de 1 % de dettes d'origine grecque, essentiellement émises par des entreprises privées qui réalisent une large partie de leur activité à l'international (comme le bijoutier Folli Follie) ou qui bénéficient d'une position solide sur leur marché domestique (tel l'opérateur de télécoms OTE), commente Sébastien Barbe. Nous ne voulions pas couper ces positions, certes risquées mais suffisamment marginales dans nos portefeuilles, car nous pensons qu'elles pourraient rapidement se revaloriser.»

encore 7 % au premier trimestre, et le gouvernement continue d'œuvrer pour soutenir son économie. «La Chine a les moyens de soutenir sa croissance, nous ne sommes donc pas confrontés à un risque systémique», affirme Frédéric Jamet, directeur des investissements chez SSGA. Cet aspect devrait permettre de soutenir la confiance des entreprises, qui devraient continuer à investir, tout comme les ménages devraient continuer à consommer. Ces derniers n'ont depuis été que peu pénalisés par la chute de leur Bourse. «La correction sur les actions chinoises n'a pas remis en question le sentiment d'effet richesse des ménages en Chine, estime Vincent Juvyns. L'épargne brute de ces derniers, qui représente aujourd'hui la moitié du PIB du pays, est seulement investie en moyenne à hauteur de 7 % sur les actions, contre 12 % pour les Européens et 31 % pour les Américains.» De plus, le gouvernement chinois a toujours pour ambition de privatiser davantage les entreprises cotées et de soutenir la progression de son marché boursier. «Il devrait tirer les leçons de cette bulle pour réformer davantage son marché et lui apporter une plus grande stabilité», ajoute Patrick Mange.

### Une volatilité en hausse

Les gérants ne se font toutefois pas d'illusion : les marchés devraient rester plus incertains et difficiles à jouer dans les mois à venir. Ces dernières semaines, le Vstox et le Vix, les indices mesurant respectivement la volatilité sur les marchés européens et américains, ont augmenté pour atteindre respectivement près de 30 et 20 points, soit des niveaux supérieurs de 30 % à leur moyenne sur deux cents jours. Cette hausse de la volatilité, qui pourrait encore se poursuivre, a conduit à augmenter considérablement la corrélation entre les marchés actions et obligataires – passée de - 70 % en fin d'année dernière à près de + 40 % début juillet, selon les chiffres de Convictions AM – et réduit donc les possibilités d'allocation d'actifs des gestionnaires.

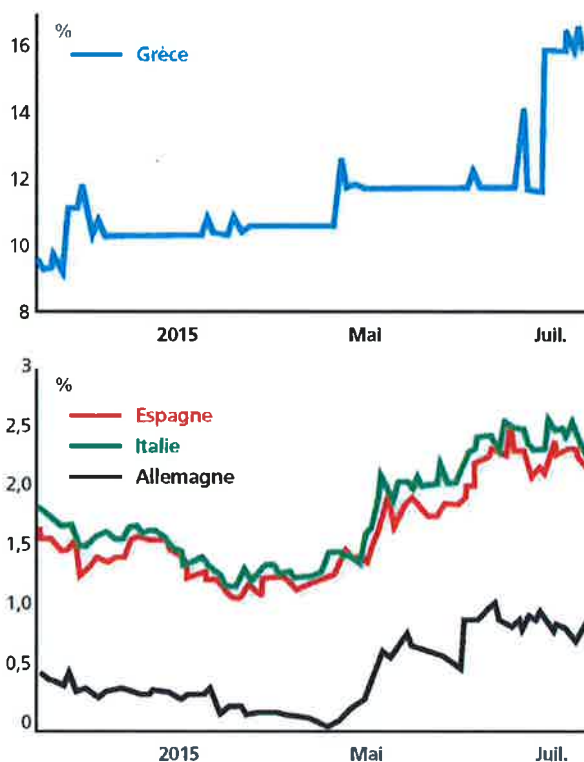
Alors que, depuis le début de l'année, les gérants avaient plutôt profité de la hausse des marchés, le retour de la volatilité fin juin les a ainsi conduit à se montrer plus prudents. «A court terme, nous avons mis en place des politiques de couvertures dans nos fonds, précise Cyriaque Dailland, gérant chez Convictions AM. Nous avons par exemple acheté des options pour protéger les actions de certains de nos portefeuilles diversifiés. Par ailleurs, nous cherchons à nous protéger d'une baisse de l'euro en nous positionnant sur des devises refuges, comme le yen.» D'autres gérants ont également pris des paris sur les devises.



**«La correction sur les actions chinoises n'a pas remis en question le sentiment d'effet richesse des ménages en Chine.»**

Vincent Juvyns, stratège,  
JP Morgan AM

### Evolution des taux des emprunts souverains à dix ans



Source : Boursorama

«Nous pensons que, à l'avenir, les incertitudes en Grèce et la remontée des taux aux Etats-Unis pourraient faire repartir à la hausse le dollar, complète Benjamin Melman, directeur allocation d'actifs et dettes souveraines chez Edram. Nous sommes donc très positifs sur cette devise dans notre allocation.»

Plus largement, les gestionnaires considèrent que les incertitudes sur la Chine ou encore la Grèce pourraient leur offrir de nouvelles opportunités. «Alors que les niveaux de valorisation sur les marchés chinois, même à Hong Kong, étaient devenus excessifs, la correction récente offre de nouvelles opportunités d'investissements sur les actions H (cotées à Hong Kong) ou encore sur le MSCI China», précise Vincent Juvyns. Après le référendum grec, certaines sociétés de gestion étaient même prêtes à intervenir plus vite. Les lundi 29 juin et 6 juillet, les équipes de gestion d'OFI AM sont par exemple venues plus tôt à leur bureau pour éventuellement investir sur les Bourses dès leur ouverture. «Mais, finalement, nous n'avons pas eu l'occasion de renforcer nos positions sur les actions européennes compte tenu des décrochages assez limités sur les marchés, regrette Jean-Marie Mercadal. Pour pouvoir saisir les opportunités à l'avenir, nous avons l'intention de laisser des ordres d'achats, que nous



avons établi fin juin, sur les valeurs européennes à partir d'un certain niveau de baisse de leur cours (en moyenne autour de 10 à 15 %).»

### Une source d'opportunités

Du côté des marchés obligataires, l'heure est également à la mise en place de nouvelles tactiques. «Nous avons augmenté notre exposition au Bund car ce placement qui valait 5 pb il y a seulement trois mois est passé dernièrement à 80 pb, il n'est donc pas exclu qu'il baisse à nouveau à l'avenir compte tenu de son statut de valeur refuge», commente Benjamin Melman. Si certains gestionnaires ont récemment réduit leurs expositions aux dettes périphériques, d'autres en revanche se montrent plus enclins à réinvestir dans ces actifs. «Nous avons largement allégé nos positions sur les dettes périphériques au printemps dernier compte tenu de la baisse du couple rendement-risque de ce segment obligataire qui offrait une rémunération inférieure à 2 %, indique Sébastien Barbe. Mais les récentes tensions que nous avons connues sur le marché des dettes périphériques pourraient, si elles se poursuivent, nous inciter à nous repositionner davantage sur ces émetteurs.»

Même si les gestionnaires veulent procéder à des ajustements dans leur portefeuille, la situation en Grèce ou même en Chine ne remet pas pour le moment en question leur allocation stratégique de long terme. «Notre stratégie d'investissement n'a pas évolué depuis le début de l'année puisque nous conservons un positionnement assez équilibré sur les marchés, c'est-à-dire ni trop conservateur ni trop agressif», précise Frédéric Jamet, directeur des investissements chez



**«Les récentes tensions sur le marché des dettes périphériques pourraient, si elles se poursuivent, nous inciter à nous repositionner davantage sur ces émetteurs.»**

Sébastien Barbe, directeur général et directeur de la gestion, Schelcher Prince Gestion

SSGA. Les gestionnaires restent d'ailleurs unanimement convaincus du potentiel de progression des actifs risqués, en particulier des actions européennes. «La logique de revalorisation des marchés d'actions européennes qui prévalait en début d'année reposait sur plusieurs fondamentaux, comme la reprise de l'activité économique en Europe et le soutien des marchés par la politique monétaire accommodante de la BCE, qui sont toujours valables aujourd'hui», complète Jean-Marie Mercadal. A court terme, il se pourrait que la crise grecque ou les actions chinoises ne viennent finalement pas gêner l'été des gérants. A plus long terme néanmoins, ces deux sujets, qui ne sont pas définitivement réglés, pourraient être à nouveau source de tensions. ■

Audrey Spy

## Le marché chinois inquiète à court terme

Si, globalement, les gestionnaires d'actifs se montrent aujourd'hui très prudents quant à une exposition aux marchés émergents, ils le sont plus encore depuis l'éclatement de la bulle en Chine. «Dans sa configuration actuelle, le marché domestique chinois est très difficile à appréhender, prévient Patrick Mange. A court terme, nous conseillons plutôt une approche très prudente sur les actions A et B, même si des opportunités peuvent être saisies sur certaines grandes valeurs qui ont vu leur niveau de valorisation devenir plus raisonnable.» Mais certains titres continuent d'afficher

une valorisation excessive, notamment dans le secteur des nouvelles technologies, où les multiples (à plus de 200 ou 300 fois) rappellent ceux de la bulle Internet des années 2000 aux Etats-Unis.

La plupart des gestionnaires d'actifs se montrent néanmoins positifs sur les marchés chinois sur longue période. «Les actions chinoises représentent actuellement 23 % des indices sur les marchés émergents, mais cette part pourrait atteindre 43,6 % compte tenu notamment de la plus grande ouverture de ce marché aux investisseurs étrangers, indique Vincent Juvyns. Dans ce contexte, la

### Evolution des indices boursiers chinois



dynamique de flux sur cette zone devrait alimenter sa progression boursière dans les deux à trois prochaines années.» La

Chine pourrait même à l'avenir intégrer les indices globaux, ce qui donnerait une tout autre dimension à ce marché.

Sources: FactSet, J.P. Asset Management. Data reflect most recently available as of 7/17/2015.