

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

« C'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus. »

Warren Buffett

Le reflux de la liquidité  
apportée par les banques  
centrales prend  
de l'ampleur.

Comme l'indique Warren Buffett, on entre dans une phase de transition délicate pour tous les marchés : actions, obligations ou devises.

On va découvrir maintenant quels sont les pays (moins endettés) et les sociétés (portées par de bons résultats) capables de voler de leurs propres ailes et ceux qui tel Icare s'étaient trop approchés du soleil au risque de retomber sur terre.

Aux USA, la macroéconomie est singulière. Beaucoup d'indicateurs sont revenus à des niveaux record depuis 10 ans. C'est le cas de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprises, des marchés d'actions, des anticipations des directeurs d'achat pour les prochains mois et de l'absence totale de perception de risques par les investisseurs.

La FED s'apprête à remonter au moins deux fois encore ses taux d'intérêt d'ici la fin 2017 alors même que la croissance des crédits bancaires vire au rouge, ce qui est très inhabituel en période de forte croissance.

L'Europe est clairement la zone où les surprises haussières sont les plus nombreuses en dépit des incertitudes électorales françaises. Peter Praet, l'économiste en chef de la BCE, colombe déclarée de cette institution, constate maintenant que les risques de déflation ont disparu. Il ouvre ainsi la porte à un retrait plus rapide qu'attendu du soutien monétaire de la BCE à la croissance de la zone.

Tant en Chine qu'au Japon, les autres économies profitent d'un fort rebond conjoncturel synchronisé mondialement.

Après 60 jours  
de présidence Trump,  
l'éternel candidat s'enlise  
dans le marigot politique  
de Washington.

Ici encore, le thème du reflux est bien d'actualité.

Celui qui écrivait dans son livre « The Art of the Deal » : « lorsque vous ne tenez pas vos promesses, les gens vous rattrapent au tournant » découvre à ses dépens que les arcanes législatives sont plus complexes que la rédaction de tweets provocants.

Son double échec humiliant sur l'interdiction de séjour de certains musulmans et l'abrogation de l'Obamacare le prive d'économies escomptées de 1,2 trillards de dollars sur 10 ans qui devaient financer une partie des baisses d'impôts tant escomptées par Wall Street.

Cette situation a créé dans l'esprit des investisseurs un doute sur le timing du plan de relance de la nouvelle administration probablement reporté à 2018.

Il semble prématuré cependant d'enterrer dans son ensemble la Trumponomics, c'est-à-dire la relance combinée de l'économie et de l'inflation par des baisses d'impôts et une relance des infrastructures.

Donald Trump commence à avoir vitalement besoin d'un succès symbolique pour asseoir sa crédibilité.

Il n'abordera pas en position de force ses négociations commerciales décisives avec le Président chinois Xi Jinping, prévues courant avril, qui traduiront concrètement le niveau de protectionnisme voulu par la nouvelle administration américaine.

## Quelle analyse des principales classes d'actifs faut-il faire en ce début d'année ?

**Obligations**

La remontée de l'inflation qui se traduit déjà dans tous les indices, même en Europe, pourrait provisoirement marquer le pas du fait du décalage dans le temps de la Trumponomics. La tendance lourde est partout à une sortie des largesses monétaires au profit de largesses fiscales financées par des déficits publics. Ce virage structurel est favorable aux actifs risqués mais défavorable aux obligations. Nous conservons comme seule position centrale dans cette classe d'actifs, les obligations high yield américaines qui offrent des rendements proches de 6%, à travers les 2 fonds Neuberger Berman High Yield Bond et Pioneer Funds US High Yield. Le risque de cette position serait une entrée en récession des USA. Nous ne l'anticipons pas à un horizon de 18 mois. Soulignons encore que depuis 2008, l'heure est partout à la répression financière. Sans doute la banque centrale américaine a-t-elle remonté ses taux courts à 1% en mars, mais avec une inflation voisine de 2,3%, nous sommes toujours dans un monde de taux réels négatifs même pour des placements en bons du Trésor à 10 ans. La même situation prévaut en Europe.

**Actions**

Dans un contexte de taux réels négatifs et de bonne croissance des résultats des sociétés, nous sommes globalement favorables aux actions. En dépit des incertitudes électorales européennes en France et en Allemagne notamment, nous privilégions depuis le début de l'année les valeurs de cette zone par rapport aux actions américaines (trop chères à nos yeux) ou émergentes (plus risquées, notamment à cause des dettes chinoises). Le graphique ci-dessous traduit visuellement la sous-performance des actions non américaines au cours de la décennie écoulée. Notre sentiment est que les actions américaines sont très en avance sur le plan de relance promis par Trump mais qui reste virtuel à ce jour. La vraie surprise de ce 1<sup>er</sup> trimestre est l'excellence de la croissance et des résultats européens après 4 années d'hibernation liée au contrecoup de la crise grecque.

**Les actions non américaines (EAFE) sont sur le point de sortir d'une décennie de sous-performance par rapport à l'indice des 500 plus grandes capitalisations US (source : J Lyons)**


**Investissements non cotés**

Cette classe d'actifs demeure historiquement notre placement favori pour tous les clients prêts à renoncer à la liquidité. Le fonds MOM 1 a été clôturé avec succès à 100 M€. Six investissements ont été réalisés à ce jour : 4 en Europe et 2 aux USA. Nous vous invitons dès à présent à marquer dans vos agendas la date du jeudi 15 juin 2017. Nous vous inviterons à assister au lancement du 2<sup>e</sup> millésime, avec toute l'équipe de Michele Mezzarobba.

**Devises**

Bien qu'en recul d'environ 2% au cours du 1<sup>er</sup> trimestre contre l'Euro, nous conservons une vue favorable sur le dollar dans une optique de diversification et d'assurance. La devise américaine est toujours soutenue par des différentiels d'intérêts qui sont au plus haut depuis 20 ans. A cela s'ajoute le fait qu'en période de crise, les liquidités quittent en panique la périphérie du capitalisme mondial pour trouver refuge aux USA. Pour les clients inquiets d'une éventuelle arrivée de Marine Le Pen au pouvoir en France, nous recommandons une exposition au Franc suisse pour environ 10% et à l'Or ou aux mines avec une pondération en fonction des craintes de chacun.

## *News Massena Partners*

L'organisation de Massena Partners va être appelée à évoluer au cours des prochaines semaines et nous souhaitons vous en présenter les raisons.

1. Pour répondre aux exigences réglementaires croissantes des régulateurs (CSSF et AMF), nous avons pris la décision de faire une scission entre nos deux pôles d'activités, Gestion Privée et Private Equity. Cette situation prévalait d'ailleurs dans le passé lorsque les activités de Private Equity étaient regroupées au sein de la filiale Massena Capital Partners.
2. A l'issue de cette opération, la nouvelle entité de Private Equity prendra le nom de Essling Capital.  
Le capital des deux sociétés se répartira de la manière suivante :
  - Massena Partners : 30% répartis entre l'équipe de direction, 70% Frank Noël-Vandenberghe via Massena Luxembourg ;
  - Essling Capital : 30% Michele Mezzarobba et son équipe, 70% Frank Noël-Vandenberghe via Massena Luxembourg.

L'ouverture du capital aux équipes opérationnelles a toujours été et restera dans l'ADN des fondateurs de Massena.

Massena Partners et Essling Capital conserveront le même actionnaire de référence, Massena Luxembourg. Les deux équipes continueront, comme par le passé, à travailler étroitement ensemble pour le compte et dans l'intérêt des clients de Massena Partners.

Enfin, nous sommes très heureux d'accueillir Pierre HERVÉ qui vient renforcer l'équipe dédiée au Private Equity. Pierre est appelé à devenir très rapidement le secrétaire général d'Essling Capital. Il a commencé sa carrière chez Deloitte pour rejoindre ensuite Natixis Private Equity en 1999 où il a assumé les fonctions de Secrétaire Général jusqu'à 2013. Il a supervisé 22 équipes d'investissement et plus de 300 collaborateurs.

ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 11 AVRIL 2017