

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

« Il n'y a rien de négatif dans le changement, si c'est dans la bonne direction. »

Winston Churchill

La petite musique
des banques centrales
change clairement
de tempo.

On est passé en l'espace d'un trimestre du lent à l'andante. Ce changement était attendu mais il est plus brutal que prévu. A l'occasion de la réunion annuelle des grands argentiers de la planète à Sintra au Portugal, les 27 et 28 juin 2017, un pacte de durcissement des politiques monétaires qui prévalaient depuis près de 10 ans semble avoir été scellé. Aux USA, en dépit de l'absence impressionnante de poussée inflationniste et de l'énorme retard pris par la relance économique de l'administration Trump, Janet Yellen confirme, avec valse-hésitation, qu'elle poursuivra ses hausses de taux (2 à venir en 2017, 4 sans doute en 2018) et qu'elle réduira de 300 milliards de dollars la taille du bilan de la FED en 2018, de 600 milliards en 2019 et 600 milliards à nouveau en 2020. Cumuler hausse des taux et réduction du bilan nous apparaît excessivement ambitieux, voire dangereux. Concrètement, cette réduction du bilan de la FED est équivalente – pour le marché de la dette souveraine US – à une hausse considérable du déficit budgétaire. Ce déficit est aujourd'hui de 600 milliards de dollars. En 2018, les agents privés (ménages et entreprises) devront divertir 900 milliards d'épargne pour financer le Trésor américain puis 1,2 trilliards en 2019 et un montant équivalent en 2020. A la belle époque du quantitative easing, c'était la FED qui finançait l'intégralité du déficit budgétaire américain, sans que le secteur privé n'ait à s'en soucier. Pour Jamie Dimon, Président de JP Morgan, la plus prestigieuse des banques américaines : « La plus grande menace pour l'économie [mondiale] est la sortie de la politique monétaire expansionniste actuelle. Jamais dans l'histoire, on a mené une telle politique et jamais a fortiori on a expérimenté la manière dont on en sort ! Nous allons opérer dans un monde très différent. La marée se retire. Un tel événement pourrait être plus disruptif que les gens ne le pensent. Nous agissons comme si nous savions comment cela va se passer, mais personne n'en sait rien ! »

La BCE sort également
ses griffes mais elle n'a pas
la même liberté d'action
que la FED.

En se déclarant victorieux contre la déflation et attentif désormais aux forces inflationnistes, Mario Draghi a provoqué une mini panique sur les dettes souveraines européennes. Celles-ci sont, en dépit de ce recul, à des cours fantaisistes. A titre d'exemple, si le bénéfice moyen par action des marchés européens est voisin de 15 fois les résultats de l'année 2017, le ratio équivalent d'un bund allemand à 10 ans est de 200 fois. Notre intuition est qu'au cours des 18 prochains mois, le durcissement annoncé de la politique monétaire européenne sera beaucoup plus doux que celui mis en œuvre aux USA. La BCE doit mener une politique qui tienne compte à la fois de l'Allemagne et de l'Italie. Elle pourrait, sans peine, supprimer ses taux négatifs, ceci aurait un impact très favorable sur les banques européennes et par voie de conséquence sur les indices européens fortement pondérés en valeurs financières. Par ailleurs, la combinaison improbable d'un Président Trump qui confond « gouverner » et « tweeter » et d'une Theresa May enlisée dans les sables mouvants d'un Brexit qui tourne au fiasco, donne à l'Europe un nouvel élan que pourrait accentuer le passage à l'acte du Président Macron sur des réformes françaises tant attendues. Enfin, le renflouement dans l'urgence de la banque espagnole Banco Popolare par Santander d'une part, et le sauvetage de trois banques italiennes pour un coût de 20 milliards d'euros, d'autre part, rappellent à la BCE qu'elle devra faire très attention à ne pas casser dans l'œuf le rattrapage conjoncturel qu'accomplit enfin l'Europe après une décennie perdue pour les pays du sud.

Mais jusqu'où pourront
monter les taux
dans un univers hyper
endetté ?

C'est la question clef. Nous ne partageons nullement l'analyse de ceux qui pensent que tout est enfin normalisé. Les assouplissements quantitatifs successifs (QE en anglais) ont eu pour conséquence de comprimer la volatilité de toutes les primes de risques. La prime de risque est le supplément de rémunération exigé pour détenir un actif perçu comme risqué. Pour donner un exemple, en 2012, l'Italie empruntait à 10 ans en payant en moyenne 5,5% de plus que l'Allemagne. Cette prime de risque est aujourd'hui tombée à 1,70%. Avec l'annonce de resserrements quantitatifs (QT en anglais), c'est cette mécanique de compression des primes de risque qui va se gripper, puis s'inverser. Avec un niveau moyen de dettes mondiales, tous acteurs confondus, qui est passé de 149 trilliards de \$ en 2007 (soit 279% du PNB mondial) pour atteindre 217 trilliards de \$ en 2017 (soit 327% du PNB mondial), les hausses de taux induites par le durcissement annoncé des politiques monétaires pourrait vite s'avérer asphyxiant. Notre conviction est que l'abandon des assouplissements quantitatifs n'est que provisoire et que nous les retrouverons, sous une forme accentuée, lors de la prochaine crise ou de la prochaine récession mondiale.

ALLOCATION D'ACTIFS
*Quelle analyse tirons-nous pour les portefeuilles
de ces changements de vents dominants ?*
Gestion obligataire

Plus que jamais nous nous méfions de toutes les obligations souveraines. Les marchés obligataires vont rester globalement sous pression. Le seul actif que nous conservons est notre exposition au high yield américain, couvert contre le risque de change. Avec une rémunération moyenne voisine de 5,8% par an, le risque est ici acceptablement rémunéré.

Gestion des actions

Nous confirmons la préférence exprimée depuis le 4^e trimestre de l'année 2016 pour les actions européennes. La remontée des taux, surtout si elle s'accompagne d'une pentification plus forte entre les rendements à court terme et à long terme sera bonne pour les banques européennes et par voie de conséquence pour les indices européens, fortement bancarisés. La hausse attendue des profits européens (+14% en 2017 et +9% en 2018) devrait compenser la tension prévisible sur les taux longs. Le graphique ci-dessous illustre que la prime de risque (la rémunération du risque pris en investissant sur les actions) est de 3% supérieure en Europe qu'aux USA.

La prime de risque des actions reste très élevée en zone euro
Inverse du PER médian moins rendement réel des obligations d'entreprises
(Source : Dorval Asset Management)


Gestion des devises

Nous ne nous attendions pas à un recul du dollar de 8,6% au cours du 1^{er} semestre 2017. Nous conservons cependant notre exposition de diversification à la devise américaine pour l'écart favorable de rendement avec l'Europe et pour ses qualités de valeur « refuge » en cas de crise dans un univers géopolitique en pleine ébullition.

Conclusion

Le changement de discours des banques centrales ne nous conduit pas à courir aux abris. La conjoncture mondiale est bonne et synchronisée. La chute des cours du pétrole et l'absence de hausse des salaires endigent les risques inflationnistes. Il peut s'écouler du temps entre la perception que les marchés sont surévalués et leur correction. Souvenons-nous qu'en 1996, Alan Greenspan mettait en garde les marchés contre leur « exubérance irrationnelle » qui n'a été corrigée que 5 ans plus tard ! Il est vrai cependant que beaucoup de valorisations sont aujourd'hui élevées – sur le coté et sur le non coté – et qu'il faudra donc s'attendre à des progressions moyennes des marchés ou des TRI plus faibles que par le passé.

ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 20 JUILLET 2017