

Situation macro-économique

Les marchés haussiers escaladent des murs d'inquiétude et meurent d'exubérance

C'est toujours à l'approche du sommet que la vue est la plus belle

Dix ans après la grande crise financière de 2008, la volatilité et la peur ont disparu des marchés. Toutes les grandes économies mondiales sont désormais en phase de croissance forte et synchronisée, bien au-delà de leurs potentiels de long terme. Les marchés d'actions volent de records en records. Une douce brise d'exubérance vient convaincre tous les hésitants d'ajouter plus de risques à leurs portefeuilles puisque tous les indicateurs sont au vert. Un an après la prise de fonction de Donald Trump, le SP 500 est en hausse de près de 23% en dollar (de 10% en euro du fait de la baisse du dollar) et cet indice n'a pas connu de consolidation de 5% depuis plus de 400 jours. C'est la hausse la plus longue et la moins volatile des 100 dernières années. Le taux de chômage aux USA est à 4% et pourrait descendre à 3% d'ici un an sous l'effet conjugué des baisses d'impôts, des dépenses d'infrastructures et d'investissement. La croissance mondiale devrait progresser de 3.9% en 2018 et en 2019 selon le FMI. Aux USA, en dépit des hausses d'intérêt de la FED, les conditions financières des entreprises restent très souples. La réforme des impôts, financée par accroissement de l'endettement public s'apparente à un quatrième *quantitative easing*. Ce stimulus fiscal était superflu et aurait dû être conservé pour stabiliser la prochaine récession, possible à l'horizon 2019/2020. Aujourd'hui, tout est "luxe, calme et volupté". Il faut remonter à 2007 pour retrouver un tel confort intellectuel des investisseurs.

L'évolution de l'inflation sera la clef des marchés pour 2018

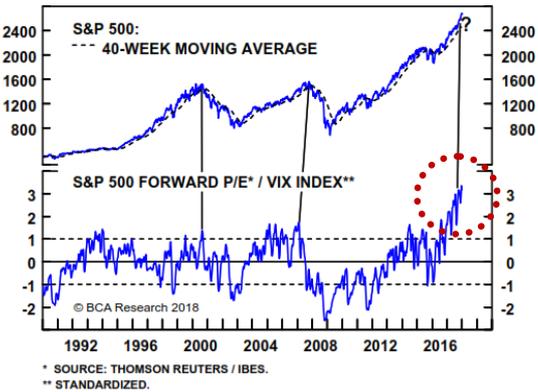
Pour la première fois depuis fort longtemps des goulots d'étranglement apparaissent tant aux Etats-Unis qu'en Allemagne. Le défi des banques centrales sera cette année d'endiguer la poussée d'inflation sans casser la dynamique de l'économie mondiale. Pendant la première moitié de l'année, nous sommes confiants que l'amélioration très marquée des résultats des entreprises compensera la tension attendue, tant sur les taux courts que sur les taux longs aux USA. En revanche, sur la deuxième partie de l'année se fera sentir pour la première fois le reflux de la liquidité globale des banques centrales au moment où, en tendance, le déficit public américain pourrait atteindre 1 trillion de dollars en 2019. Les banques centrales sont prises à leur propre piège. Elles n'ont cessé d'injecter dans toutes les baisses de marché d'actions depuis 1987, sans jamais corriger les excès haussiers (2000, 2007, aujourd'hui). Les investisseurs connaissent l'asymétrie de cette partition et en jouent pleinement. Les excès d'endettement (publics ou privés) ne sont ainsi jamais corrigés puisqu'ils sont refinancés après chaque crise, à des taux toujours plus bas qu'avant la crise. Cette accumulation constante de dettes est le talon d'Achille de la croissance mondiale. Sur les 12 derniers mois, cette croissance a progressé de 3.5% alors que les dettes mondiales (tous agents confondus) progressaient de 15% (4.3 fois plus vite). Toutes ces dettes se financent facilement à des taux très bas. Mais si les taux commencent à remonter, à quel niveau la croissance mondiale pourrait-elle être affectée, voire asphyxiée ? Personne ne peut répondre avec certitude à cette question.

C'est à la descente que se produisent les accidents

En montagne, comme sur les marchés financiers, c'est à la descente que se produisent les accidents. C'est en regardant vers le bas tout le chemin parcouru que les investisseurs finissent, à un moment difficilement prévisible, par être pris de vertige, par n'être plus conscients des risques pris au moment où la liquidité, qu'on croyait éternelle, disparaît des marchés. Nous ne prétendons pas savoir où se situe le sommet de ce marché haussier dont la puissance est impressionnante et fait penser à une spirale haussière. Mais nous sommes sensibles aux signes d'excès qui se multiplient. En voici quelques-uns : la Banque du Japon (BOJ) possède 80% des ETF (fonds indiciels) japonais ; la Banque Nationale Suisse (BNS) a acquis pour 100 milliards de dollars d'actions américaines et européennes et son cours de bourse a été multiplié par 5 depuis un an ; la dette grecque à 2 ans ne rapporte que 1.27% alors que le bonds US équivalent rapporte 2.07% ; les obligations européennes à haut rendement rapportent moins que le dividende de l'EuroStoxx 600 ; l'Argentine, familière des défauts à répétition sur sa dette, est parvenue à émettre une obligation à 100 ans (3.5 fois sursouscrites) ; près de 90% des souscriptions nettes de fonds d'actions ont été réalisées sur des ETF (fonds indiciels). A mesure que les marchés s'élèvent vers de nouveaux sommets, les risques s'accroissent. Pourquoi ? Parce que pour la première fois depuis 1980, les taux étant trop bas (sauf aux Etats-Unis), les obligations ne pourront plus jouer leur rôle d'amortisseur de la chute en cas de correction des actions.

Allocation d'actifs

Quelle allocation d'actifs privilégier en ce début d'année ?

<p>Gestion obligataire</p>	<p>C'est la classe d'actifs que nous prions le moins. La chasse au rendement nominal a poussé les investisseurs à prendre des risques indus. Il n'est pas rare de voir des sociétés européennes BBB émettre des obligations à 5 ans à des taux nuls ou négatifs. C'est parfait pour l'émetteur, on devine qu'il n'en va pas de même pour l'acquéreur. Eu égard au coût de la protection contre le risque de change, nous avons cédé toutes nos obligations à haut rendement américaines. Les seuls actifs obligataires que nous conservons sont des fonds obligataires opportunistes, à performance absolue et sans contrainte de durée.</p>
<p>Gestion des actions</p>	<p>Les actions offrent de nettement meilleures perspectives que les obligations. Nous préférons les marchés développés aux pays émergents et recommandons (en base 100) l'allocation suivante : 40% aux USA, 40% en Europe ou au Japon et 20% sur les émergents. Partout, il faut être alerte et sensible aux ruptures technologiques qui challengent tous les modèles d'entreprises, même les plus établis, et jouent en faveur des plus forts. Autre remarque, il faut se méfier des actions les plus défensives qui ont été acquises en substitution des obligations. L'heure est sans doute à une rotation des portefeuilles plus favorable au style "value" et aux valeurs cycliques. Observons cependant qu'il existe une tension grandissante entre les fondamentaux des actions (qui sont excellents) et leurs valorisations (qui sont historiquement très tendues cf. graphique ci-dessous). Nous entrons dans une phase d'accélération haussière des marchés où les risques iront croissants, où chacun doit choisir entre accepter une perte d'opportunité (en cas de poursuite de la hausse) et souffrir une perte en capital (en cas de retournement brutal des marchés).</p> <p style="text-align: center;">L'indice de complaisance des marchés US (PER/VIX) est au plus haut depuis 1990</p>  <p style="text-align: center;">* SOURCE: THOMSON REUTERS / IBES. ** STANDARDIZED.</p>
<p>Gestion des devises et exposition à l'or et aux mines d'or</p>	<p>A Davos, Steven Mnuchin, secrétaire au Trésor américain a indiqué qu'un dollar faible était bon pour les Etats-Unis. Wilbur Ross, secrétaire au Commerce, lui a emboîté le pas en claironnant qu'une guerre commerciale était en cours depuis longtemps et que désormais l'Amérique montait au créneau. Cette attitude de l'équipe Trump ne favorise pas le dollar qui bénéficie pourtant d'un écart de rendement sans précédent en sa faveur. Nous sommes neutres sur la devise US que nous voyons osciller dans une fourchette indicative allant de 1.15 à 1.30 contre l'Euro. Au-delà de cette borne, nous craignons que la croissance bénéficiaire des entreprises européennes ne devienne problématique. S'agissant de l'or et des mines d'or, nous percevons ces deux actifs comme une composante assurantielle dans les portefeuilles que le Bitcoin ne saurait remplir.</p>
<p>Private Equity</p>	<p>L'engouement pour cette classe d'actifs, secteur d'excellence de Massena, s'élargit à de nouveaux intervenants et rend plus difficile la sélection de cibles attrayantes à des multiples d'EBITDA raisonnables. Il y a, dans les fonds de Private Equity [PE] existants, près de deux années d'investissement qui n'ont pas encore trouvé leurs cibles. Nonobstant cet environnement plus compétitif, le fonds Essling Co-Invest n°2 commence à déployer ses capitaux avec deux investissements déjà réalisés, l'un au sein d'une société de cliniques dentaires américaines, l'autre au sein d'une société de composants destinés à l'industrie aéronautique, nucléaire ou ferroviaire. De nouvelles idées de placements de PE sont à l'étude et vous seront proposées prochainement.</p>
<p>Conclusion</p>	<p>A ce stade avancé du cycle économique américain (9 années de croissance consécutives), notre positionnement n'est pas négatif. Il est simplement plus défensif, ce qui est différent. La règle d'or de toute gestion efficace est d'éviter les fortes baisses qui marquent au fer rouge les portefeuilles. L'exubérance actuelle éloigne le prix des actifs de leur valeur intrinsèque. Or Warren Buffett nous le rappelle sans cesse : " le prix est ce que vous payez et la valeur est ce que vous obtenez". Qui paye trop cher s'expose à des rendements prospectifs décevants.</p> <p>Achévé de rédiger le 24 janvier 2018</p>

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Massena Partners.

Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement.

Ce document est la propriété intellectuelle de Massena Partners. Données au 24 janvier 2018

Sources : Bloomberg, Reuters.