

Situation macro-économique

"Soyez craintifs quand tout le monde est avide ; soyez avides quand tout le monde est craintif"

Warren Buffett en 2016

L'excellence macroéconomique favorise l'émergence d'un climat de complaisance

Les perspectives économiques des douze prochains mois sont les meilleures de ces 15 dernières années. La croissance mondiale tourne à plein régime. L'accélération synchronisée des économies développées et émergentes s'opère sur un fond d'inflation maîtrisée permettant, en retour, le maintien de taux d'intérêt artificiellement bas de la part des banques centrales. Ce scénario "Boucle d'or" a de fortes chances de rester en place à court terme. Les marchés prennent avec insouciance toutes les mauvaises nouvelles : guerre commerciale à fleuret non moucheté, tirs de missiles en Corée, séparatisme catalan, inversion imminente des liquidités déversées par la FED et changement probable de Président de cette institution. Ils saluent avec enthousiasme les révisions haussières des prévisions bénéficiaires des sociétés, l'espoir renaissant de réforme fiscale américaine, l'aubaine de taux d'intérêt réels nuls ou négatifs au plus bas depuis - sans exagération - 500 ans. Avoir ainsi des taux d'intérêt réels allemands à deux ans à - 2% alors que la croissance du PNB outre-Rhin est supérieure à 2% est sans précédent historique. C'est une aberration économique qui illustre les divergences latentes de la zone Euro. Les taux d'intérêt de la BCE sont clairement fixés pour répondre aux besoins des maillons faibles de l'Europe du sud au risque de provoquer une surchauffe de l'Europe du nord.

La puissance de la vague technologique permet de rêver à l'infini

Portée par une pléthore d'argent frais en mal de croissance et de profits rapides, les valeurs technologiques ne cessent de drainer une part de plus en plus importante des capitalisations boursières mondiales. Il est vrai que la diversité des histoires prometteuses autour de thèmes tels que la robotisation, l'intelligence artificielle, les véhicules électriques, l'internet des objets, la fintech, l'assurtech, la healthtech, la biotech permet aux investisseurs d'échapper à la lenteur et la viscosité de parcours boursiers traditionnels demandant du temps pour qu'apparaisse de la création de valeur. Force est de constater que le secteur est soumis à une concurrence impitoyable : 5% des sociétés technologiques US réalisent 60% des profits du secteur. Et parmi cette élite bénéficiaire, nombreuses sont les situations de quasi-monopoles qui commencent à agacer les principales nations. Cette concentration extrême est encore accentuée par le jeu combiné des placements indiciels (ETF) centrés sur les mêmes valeurs et l'afflux de la gestion passive désireuse d'être investie coûte que coûte quelles que soient les valorisations. Nul ne sait où s'arrêtera l'ascension du NASDAQ. Les valorisations sont encore loin des excès de la bulle des années 2000, mais la sagesse boursière rappelle prudemment que "les arbres ne montent jamais au ciel". Il faudra au surplus, un jour, s'interroger pour savoir qui pourra s'offrir toutes ces merveilles technologiques si les salaires moyens continuent de stagner comme au cours des trois décennies écoulées.

Les signes d'excès de confiance se multiplient

L'économiste Hyman Minsky nous a légué une formule assez appropriée à la période actuelle : "la stabilité amène inéluctablement l'instabilité". Les investisseurs se laissent lentement gagner par un sentiment d'invulnérabilité qui les amène à augmenter leurs risques sans conscience du danger. L'appât du gain, l'avidité, la peur de manquer une opportunité : tous ces éléments constituent autant de défis pour les investisseurs aujourd'hui. Les banquiers centraux sont eux-mêmes victimes de leur propre hubris alors que nombre des déséquilibres de 2008 n'ont simplement pas été adressés et ressurgiront avec vengeance lors de la prochaine crise. Les principaux signes d'excès de confiance sont pour nous les suivants : (1) 62% des investisseurs américains sont sûrs, à 100%, que les marchés seront en hausse au cours des 12 prochains mois, (2) jamais les cours boursiers US n'ont été aussi chers (PE>18) avec un niveau de crainte aussi faible (VIX<10), (3) les liquidités monétaires des portefeuilles sont au plus bas depuis 2007, (4) les achats d'actions à crédit sont au plus haut depuis 2007. A mesure que les cours montent, le risque augmente et les rendements prospectifs diminuent. Nous ne proposons pas d'abattre la voilure de nos portefeuilles, car nous sommes conscients que les marchés peuvent rester euphoriques plus longtemps que nous pourrions l'imaginer. En l'absence de tension obligataire, la prime de risque sur les actions européennes notamment reste appréciable. Plus que jamais, nous pensons que la diversification, la prudence et l'agilité seront de mise au cours des prochains mois.

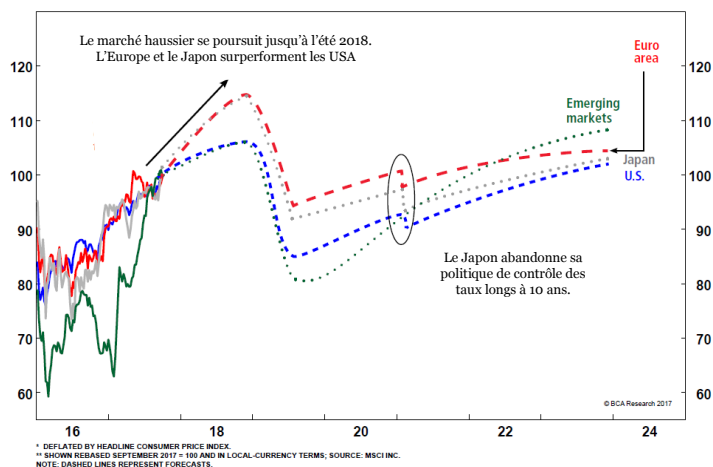
## Allocation d'actifs

### Quelles perspectives à moyen terme pour les grandes classes d'actifs ?

**Gestion obligataire** Que nous le sachions ou non, nous avons tous "un problème obligataire". Par-là nous signifions qu'au cours de la décennie écoulée (2006-2016) tous les portefeuilles panachés (70% obligations/30% actions), (50% obligations/50% actions) ou (30% obligations/70% actions) ont réalisé à peu près la même performance de 5.5% par an. Or la composante sécuritaire et de rendement des obligations au sein des portefeuilles n'existe quasiment plus. Il est exclu que les obligations délivrent à l'avenir la performance de la décennie passée. Face à ce constat abrupt, seules les obligations à haut rendement américaines offrent à nos yeux encore un peu d'intérêt avec des rendements bruts voisins de 5.5%.

**Gestion des actions** Nous préférons, pour des questions de valorisation les actions européennes ou asiatiques aux actions américaines. La prime de risque y est, là, encore favorable. Plus largement, la question intéressante est de savoir jusqu'où les actions mondiales pourraient progresser à horizon de 5 ans. Le graphique ci-dessous de BCA apporte une illustration, fruit de leurs analyses avec : (1) une hausse poursuivie jusqu'à l'été 2018, (2) suivie d'une phase de correction liée à une possible récession en 2019, (3) avec ensuite une molle reprise des indices dans un contexte général de stagflation. Il faudra bien sûr rester pragmatique. Mais nous avons là une feuille de route non dénuée de vraisemblance.

**Evolution du prix réel des actions envisagé par BCA**



**Gestion des devises et exposition à l'or ou aux mines d'or** La perspective relancée de réforme fiscale américaine et les hausses attendues des taux courts de la FED devraient redonner au dollar quelque tonus au cours des prochains mois. S'agissant de l'or et des mines d'or, ils constituent pour nous des véhicules d'assurance. Ils ont donc toute leur place dans une allocation d'actifs pour diversifier les portefeuilles, améliorer la performance et réduire le risque à moyen terme.

**Private Equity** Chacun connaît l'appétence historique de Massena Partners pour le Private Equity. Mais, ici comme ailleurs, force est de constater que le prix des actifs non cotés est désormais élevé. Il a fallu toute la rigueur d'analyse et la discipline de sélection de l'équipe de Michele Mezzarobba pour que le prix moyen des dossiers du fonds de co-investissements Massena Opportunities Millésime n°1 s'établisse à moins de 7 fois l'EBITDA alors que le prix moyen du marché européen des LBO est supérieur à 10 fois. Nous sommes en phase de lancement du 2ème fonds millésimé de co-investissements qui reposera sur la même exigence de sélectivité des opportunités.

**Conclusion** "Investir n'est pas supposé être facile". Ce jugement de Charlie Munger, principal partenaire de Warren Buffett sera le mot de la fin. Nous vivons une époque complexe où se mêlent liquidités abondantes et prix très élevés, croissance économique et vives tensions stratégiques, profits records des sociétés et populisme insatisfait des électeurs. Face à ces défis souvent contradictoires, nous apporterons toujours une attention constante à la défense de vos seuls intérêts. Les valorisations élevées de presque tous les actifs nous conduiront sans doute à préférer perdre des opportunités plutôt de vous faire courir le risque de pertes définitives en capital.

[Achévé de rédiger le 12 octobre 2017]

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle 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 12 octobre 2017, sources : BCA [Bank Credit Analyst].