

## Situation macro-économique

« Je crains le jour où la technologie dépassera nos relations humaines.  
Le monde aura une génération d'idiots » Albert Einstein

« Si c'est gratuit, c'est que tu es le produit »

La citation en exergue d'Albert Einstein est une invitation philosophique à veiller à ce que l'Homme conserve toujours la maîtrise des bouleversements induits par la technologie. L'affaire Facebook-Cambridge Analytica aura, ce mois-ci, servi de révélateur du vrai business modèle du plus grand réseau social au monde avec ses 2.2 milliards d'utilisateurs. Loin d'être un simple réseau de particuliers dialoguant entre eux, Facebook est d'abord et avant tout un gigantesque extracteur de données personnelles acquises gratuitement et revendues tantôt à d'honorables annonceurs, tantôt à des manipulateurs de tous poils. Dans cette dernière catégorie, Cambridge Analytica se vante, grâce à ses acquisitions de données dans des conditions obscures, de posséder pas moins de 5 000 informations distinctes sur 90 millions d'américains et d'être capable de manipuler le résultat d'élections majeures. On mesure que ce qui n'était au départ qu'une étincelle commence à provoquer une déflagration touchant jusqu'à la sécurité nationale américaine. Chacun est averti désormais : « si c'est gratuit, c'est que tu es le produit ». Les tweets incendiaires de Donald Trump contre Amazon contribuent à accentuer encore la pression contre les grandes sociétés technologiques qui constituent le cœur des portefeuilles et des indices américains. Les actions FANG (Facebook, Amazon, Netflix, Google) ont progressé de 1 000% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2012. Nul doute qu'elles peuvent s'offrir une étape de correction. Mais de quelle ampleur ? C'est la question centrale du reste de l'année boursière 2018. La réponse n'est pas évidente car il faut s'attendre désormais à un durcissement de la réglementation qui impactera la rentabilité future de ce secteur vedette.

Méfie-toi des ides de Mars

Plutarque raconte qu'un devin avait averti Jules César des dangers de la mi-mars. Il est trop tôt pour savoir si les marchés d'actions auront connu en cette période de 2018 une simple poursuite de la consolidation volatile débutée en février ou une cassure interne plus profonde du cycle haussier qui prévaut depuis 2009. Qu'est-ce qui a changé récemment qui nous conduit aujourd'hui à davantage de prudence ?

- *Les généraux battent en retraite* : comme indiqué ci-dessus, les technologiques sont les leaders incontestés du marché haussier de ces dernières années. Facebook, Apple, Google, Microsoft, Amazon, Netflix ont été responsables de 41% de la hausse du SP500 survenue entre le 1<sup>er</sup> janvier 2017 et le 12 mars 2018. L'avenir à long terme de ces actions n'est pas en cause, mais le caractère sans faille de leur business modèle est écorné et le cadre réglementaire promis à un singulier alourdissement.
- *Les faucons s'emparent de la Maison Blanche* : avec le départ de Rex Tillerson, secrétaire d'Etat, de Gary Cohn, conseiller économique du Président, les pragmatiques quittent le navire. Arrivent dans l'entourage présidentiel des profils plus agressifs : John Bolton, nouveau conseiller à la sécurité, ennemi déclaré de l'Iran, dont la phrase fétiche est « il n'y a pas une guerre que je n'ai pas aimée » ; Larry Kudlow, nouveau conseiller économique qui déclarait en 2007 : « le débat sur la récession est clos. Elle n'aura pas lieu » ; Mike Pompeo, ancien directeur de la CIA et nouveau secrétaire d'Etat. Avec ces clones de Trump, il n'est pas certain que la guerre commerciale avec la Chine se calme d'elle-même.
- *Les surprises économiques moins favorables se multiplient* : en Europe et au Japon, et dans une moindre mesure aux USA, les indicateurs économiques avancés se détériorent. La courbe des taux américaine continue de s'aplatir comme si les investisseurs obligataires à long terme ne partageaient pas l'optimisme de James Powell sur l'accélération de la croissance américaine. A cela s'ajoute le ralentissement marqué de la croissance des masses monétaires au sein du G7 et la vive tension sur les taux interbancaires en dollar en Europe.

L'économie mondiale va plutôt bien, mais les marchés s'inquiètent d'une rupture

Nous avons présenté les éléments d'inquiétude ou de rupture récents. Mais ne perdons pas de vue que le reste de l'économie mondiale se porte plutôt bien. L'image globale reste celle d'une croissance régulière, synchronisée et peu inflationniste. Les profits des sociétés devraient progresser respectivement en 2018 et 2019 de 19% et 10% aux USA, de 8% et 8% en Europe, de 35% et 4% au Japon, de 15% et 11% dans les pays émergents. Avec le recul des actions depuis la fin janvier, les marchés ne sont plus surévalués, même aux Etats-Unis. On est en-dessous des valorisations moyennes historiques en Europe et au Japon, légèrement au-dessus aux USA. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier, les taux longs US à 10 ans ont progressé de 0.50% mais ils sont inchangés partout ailleurs. Avec tant de bonnes nouvelles, qu'est-ce qui empêcherait donc les marchés de poursuivre sur leur lancée de 2017 ? Les marchés anticipent sans cesse l'avenir, même s'il leur arrive souvent de se tromper. Ils détestent l'incertitude. Ils ont la mémoire vive et se souviennent que les tarifs Smoot-Hawley avaient provoqué, dans les années 30, une forte rechute de Wall Street. Ils observent le détricotage obstiné par le Président Trump de l'ordre libéral et légal mis en place par les USA après-guerre et dont ils ont été pourtant les plus grands bénéficiaires. L'ambiance de guerre froide militaire avec la Russie et technologique avec la Chine obscurcit l'avenir et trouble la raison. A cela s'ajoute le vieillissement du cycle économique américain avec une politique macroéconomique paradoxale. Le Président Trump appuie tant qu'il peut sur la pédale d'accélérateur alors que James Powell, Président de la FED, appuie pour sa part sur la pédale de frein avec ses hausses préannoncées pour 2018 et 2019 des taux courts américains.

## Allocation d'actifs

### Par souci de prudence, nous réduisons le risque « actions » de nos portefeuilles

<p><b>Gestion obligataire</b></p>	<p>Nous restons globalement défavorables à cette classe d'actif. Le risque, selon nous, n'est simplement pas assez rémunéré. La répression financière reste à l'ordre du jour. Sauf aux USA et dans les pays émergents, les obligations souveraines offrent des rendements réels négatifs. Beaucoup d'entreprises notamment américaines se retrouvent fortement endettées et pourraient souffrir avec la remontée des taux US ou le ralentissement de la croissance. Les seuls actifs obligataires que nous conservons sont des fonds opportunistes, à performance absolue et sans contrainte de durée et les crédits structurés à taux variables.</p>
<p><b>Gestion des actions</b></p>	<p>Les actions offrent à 5 ans de meilleures perspectives que les obligations. Mais l'analyse macroéconomique que nous avons présentée nous a conduit à réduire courant mars notre taux d'exposition moyen aux actions cotées. Nous sommes passés d'une exposition voisine de 55% à 40% désormais. Cette réduction s'est effectuée sans modifier la diversification géographique de nos portefeuilles entre les différentes zones. L'Europe et le Japon sont en apparence moins chers que les USA, mais ces marchés souffrent dès que la devise américaine fléchit et n'arrivent pas à surperformer lorsque Wall Street dévise. Le graphique que nous présentons ci-dessous illustre l'état de nos inquiétudes. On constate que l'indice mondial des actions est sur un support critique et qu'une cassure de sa tendance haussière pourrait engendrer une accélération à la baisse de tous les indices. Notre souci principal n'est pas la prise de risque systématique mais de protéger les patrimoines de nos clients lorsque l'incertitude prévaut. Au surplus, la forte montée en puissance de la gestion indiciaire ces dernières années a joué un rôle d'accélérateur de la hausse, mais pourrait aujourd'hui (gestion par robot oblige) accélérer la chute dans les phases de baisse.</p> <p style="text-align: center;"><b>L'indice mondial des actions est sur un support critique [source : The Lyons Share]</b></p> 
<p><b>Gestion des devises et exposition à l'or et aux mines d'or</b></p>	<p>Le dollar reste surprenamment faible depuis le début de l'année alors même que le différentiel de rendement réel en sa faveur est au plus haut depuis 10 ans, tant face au Yen que face à l'Euro. La première déclaration de Larry Kudlow, nouveau conseiller économique du Président, a été de confirmer qu'un dollar faible était souhaitable, se faisant ainsi le porte-parole fidèle de son maître. Force est également de constater que progressivement la Chine s'efforce de payer en Yuan plutôt qu'en dollar toutes ses importations notamment pétrolières. 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. Pour ceux qui acceptent la volatilité et qui ont une vision à long terme, les mines d'or sont un des seuls actifs cotés vraiment bon marché.</p>
<p><b>Private Equity</b></p>	<p>L'engouement pour cette classe d'actifs, secteur d'excellence de Massena, ne se dément pas. Les éléments clés des performances futures ont pourtant singulièrement changé avec le temps. La moyenne des acquisitions par les fonds de PE, en multiple d'EBITDA, est passée de 8 fois en 2009 à 11 fois en 2017. Les multiples d'endettement moyens sont entre ces deux dates passés de 4 fois à 6 fois. A cela s'ajoute le fait que les grandes entreprises chassent souvent sur les mêmes terres que les fonds de PE pour trouver des opportunités de croissance. Nous retirons de ces différents éléments qu'il faut sans doute s'attendre à une érosion des multiples et des TRI des investissements de PE, même si cette classe d'actif conserve pour nous de nombreux attraits.</p>
<p><b>Conclusion</b></p>	<p>En période de prospérité : prudence ; dans l'adversité : patience. Nous sortons d'un long cycle haussier des marchés mondiaux qui dure depuis 2009 et qui a été porté par la liquidité des banques centrales. A l'heure où celle-ci reflue et où la principale puissance économique mondiale – les USA – diffuse de l'incertitude et de l'imprévisibilité, l'heure est venue d'accorder plus d'importance à la gestion prudentielle des risques de baisse, en renonçant, cela va de soi, aux bénéfices de la hausse si l'incertitude présente devait s'estomper rapidement.</p> <p>Achévé de rédiger le 5 avril 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 5 avril 2018

Sources : Bloomberg, Reuters.