

Situation macro-économique

« La guerre est semblable au feu,
 lorsqu'elle se prolonge elle met en péril ceux qui l'ont provoquée » Sun Tzu

**La guerre commerciale
 laisse de marbre
 les marchés américains**

L'idée que la guerre commerciale serait facile à gagner est une simple lubie. Les droits de douane ne sont qu'une taxe payée par les consommateurs pour avantager les producteurs nationaux. Pour prendre un exemple tiré de l'actualité immédiate, la taxation de l'acier a entraîné une augmentation de 40% des prix de l'acier US, une poussée indirecte de 20% du prix des machines à laver en l'espace de trois mois et de 30% des tubes de forage ou de pipeline, ce qui pénalise les producteurs d'énergie. La société Harley Davidson délocalisera hors des USA une partie de la production de ses emblématiques motos américaines. Le protectionnisme n'est pas nouveau, mais c'est la première fois qu'une attaque aussi frontale se déroule dans une économie mondiale caractérisée par une division extrême de la chaîne des valeurs ajoutées. Prenons un exemple concret, celui de la fabrication de l'iPhone 7. Son coût de production en Chine est de 250 US\$ intégralement considéré par les autorités américaines comme une importation chinoise. Mais *in fine* seuls 3,5% resteront entre les mains chinoises ; 29% iront à des sociétés américaines (Apple essentiellement), 29% à des sociétés japonaises, 20% à des sociétés taiwanaises, 7% à des sociétés coréennes et le reste aux autres pays. Les populistes adorent la rhétorique protectionniste, mais celle-ci aura comme premier effet d'accroître l'inflation ce dont le cycle américain actuel n'a pas besoin. A court terme, l'avantage semble à Donald Trump avec ses tweets incendiaires. Le SP 500 et le NASDAQ sont flegmatiquement au plus haut alors que la bourse de Shanghai est en repli de près de 20% depuis le 1^{er} janvier 2018. Mais à plus long terme, les entreprises américaines auront vitalemment besoin des consommateurs et des ateliers chinois.

**Faire table rase
 de l'ordre ancien.
 Mais pour aller
 vers quoi et avec qui ?**

Tout se passe comme si Donald Trump avait décidé de faire table rase d'un passé qui avait pourtant si bien favorisé les intérêts politiques et économiques américains. Les alliés deviennent des adversaires et les adversaires des amis. Au mépris des valeurs américaines, les autocrates sont préférés aux démocrates. Les promesses aléatoires d'un dictateur (aux sommets de Singapour ou d'Helsinki) valent cent fois les contraintes d'un accord international (OMC, NAFTA, G7...). L'unilatéralisme l'emporte sur le multilatéralisme ; l'effet d'annonce et le gain immédiat sur l'avantage à long terme ; le rapport de forces sur le rapport de droit. Il faut pourtant sans cesse revenir aux fondamentaux économiques. Le PNB du « nouvel ami » nord-coréen est de 12.4 milliards d'US\$. Par comparaison, le PNB des « pires ennemis » qu'insulte Donald Trump à longueur de tweet est de 12.6 trillards d'US\$ pour l'Union Européenne et 12.2 trillards d'US\$ pour la Chine, soit un rapport de 1 à 1 000 s'agissant des retombées économiques potentielles. Nul doute que la politique de la Chine soit mercantile (vol de propriété industrielle, transferts technologiques imposés, barrières non tarifaires). Mais que dire, dans le dossier iranien, de la prise d'otage de la diplomatie européenne contrainte de renier tous ses engagements internationaux pour répondre aux menaces des lois extraterritoriales américaines ; que dire des capacités technologiques d'écoute des « grandes oreilles » américaines de tous leurs partenaires, que dire des manipulations du cours du dollar pour répondre aux meilleurs intérêts des seuls USA ? Le système international ne peut vivre sans règles. On pressent qu'un ordre ancien s'éloigne. Vers quel ordre se dirige-t-on ? Même si Donald Trump devait être battu dans 2 ans et demi (et rien n'est moins sûr), les Américains ont pris la mesure des avancées chinoises dans le domaine de l'intelligence artificielle. Tout la nation américaine (et pas seulement le Président Trump) connaît un syndrome du Spoutnik n°2. Les USA préféreront un reflux de la mondialisation plutôt que de courir le risque d'être dominés militaro-technologiquement par la Chine à l'horizon 2025. Mais chaque repli américain s'accompagne d'une avancée chinoise qui déroule calmement le tapis rouge de sa route de la soie.

**A part ça,
 la vie est belle**

Chacun se souvient de la chanson de Claude François : « A part ça la vie est belle ». S'il n'y avait cette résurgence du nationalisme économique dont nous ne pensons pas qu'il soit créateur de valeur, le reste de l'économie mondiale va plutôt bien. La croissance accélère aux USA et en Inde. Elle ralentit en Chine, en Europe et dans les autres pays émergents. L'inflation progresse partout sous l'effet conjugué de la hausse du pétrole et du dollar. Mais les taux longs réels restent stables aux USA et diminuent même en Europe. La liquidité internationale se tend pour le reste du monde à cause de la hausse des taux courts américains, de la réduction du bilan de la FED et de l'accroissement du déficit public US. Il en résulte de dures tensions sur les dettes des pays émergents fortement emprunteurs en US\$: Turquie, Argentine, Afrique du Sud notamment. En Europe aussi, l'économie va bien mais l'incertitude politique est de retour avec l'arrivée au pouvoir en Italie d'une coalition antisystème. Un bras de fer semble inévitable entre la conception allemande de l'Euro (fondée sur la recherche d'une croissance modérée et sans déficit) et la conception de la coalition italienne (fondée sur une recherche de croissance plus forte indifférente au déficit). Par rapport au début de l'année, la valorisation des actions est plus attractive : (i) en Chine du fait du repli des indices, (ii) en Europe du fait des profits des sociétés et (iii) aux USA du fait des baisses d'impôts et des résultats des sociétés. Reste que comme la situation du départ de l'année 2018 était idéale, la montée des risques politiques et macroéconomiques avec une visibilité très restreinte sur la suite des événements, entrave les marchés financiers à l'exception des valeurs technologiques aux USA et des valeurs du luxe en Europe.

Faire preuve de patience avec une exposition mesurée aux actions

Gestion obligataire	Les fondamentaux obligataires se sont détériorés notamment en Europe. Sur des obligations du Trésor allemand les rendements réels sont à 2 ans de -2.75% et à 10 ans de -1.80%. La répression financière règne en maître et l'épargnant est spolié. La gestion indiciaire obligataire donne une vision déformée du risque pris. Plus une entreprise s'endette, plus sa place augmente dans les indices, plus la gestion indiciaire est contrainte d'en acquérir. Cette gestion prétend offrir une liquidité quotidienne qui peut disparaître totalement en cas de crise. Nous restons concentrés sur les fonds obligataires à performance absolue et sans contrainte de durée.																																								
Gestion des actions	<p>Nous avons réduit de 55% à 42% environ notre allocation aux actions au 2^{ème} trimestre de cette année. L'analyse macroéconomique que nous avons présentée n'offre pas, à ce jour, assez de visibilité et de certitude de sortie de crise commerciale pour nous inciter à accroître notre prise de risque sur les actions. Rappelons que :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) le chiffre d'affaires des sociétés américaines en Chine dépasse les 500 milliards d'US\$ (dont 45 milliards pour la seule société Apple) (ii) 40% des profits des sociétés du SP 500 sont réalisés hors des USA (iii) sur ces 40%, 56% proviennent d'Europe (iv) enfin, les entreprises US détiennent directement ou au travers de filiales pour 16.2 trillards d'US\$ d'actifs en Europe. <p>Les investisseurs sont convaincus que Donald Trump signera l'armistice dans cette bataille avant les élections de mi-mandat. Si tel est le cas, les marchés pourraient reprendre le chemin de la hausse. Mais est-il raisonnable de risquer le capital confié par nos clients sur les seuls retournements de position du Président américain ? Signalons enfin que rarement dans l'histoire de Wall Street le leadership du marché n'aura été aussi étroit. Le tableau ci-dessous souligne dans la colonne de droite la performance des grandes valeurs technologiques depuis le 1^{er} janvier 2018 et dans les lignes bleues la part en % des 3, 4 ou 6 grands titres dans la performance du SP 500 et du NASDAQ 100.</p> <p style="text-align: center;">USA : concentration sans précédent de la hausse sur quelques titres [source : Goldman Sachs]</p> <table border="1" data-bbox="683 1070 1230 1397"> <thead> <tr> <th></th> <th>% of S&P 500's YTD Returns</th> <th>% of Nasdaq 100's YTD Returns</th> <th>YTD Change</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Amazon</td> <td>35%</td> <td>41%</td> <td>49%</td> </tr> <tr> <td>Netflix</td> <td>21%</td> <td>21%</td> <td>117%</td> </tr> <tr> <td>Microsoft</td> <td>15%</td> <td>15%</td> <td>19%</td> </tr> <tr> <td>Apple</td> <td>12%</td> <td>12%</td> <td>13%</td> </tr> <tr> <td>Alphabet</td> <td>8%</td> <td>8%</td> <td>11%</td> </tr> <tr> <td>Facebook</td> <td>8%</td> <td>8%</td> <td>16%</td> </tr> <tr> <td>Top 3</td> <td>71%</td> <td>78%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Top 4</td> <td>83%</td> <td>90%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Top 6</td> <td>98%</td> <td>105%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		% of S&P 500's YTD Returns	% of Nasdaq 100's YTD Returns	YTD Change	Amazon	35%	41%	49%	Netflix	21%	21%	117%	Microsoft	15%	15%	19%	Apple	12%	12%	13%	Alphabet	8%	8%	11%	Facebook	8%	8%	16%	Top 3	71%	78%		Top 4	83%	90%		Top 6	98%	105%	
	% of S&P 500's YTD Returns	% of Nasdaq 100's YTD Returns	YTD Change																																						
Amazon	35%	41%	49%																																						
Netflix	21%	21%	117%																																						
Microsoft	15%	15%	19%																																						
Apple	12%	12%	13%																																						
Alphabet	8%	8%	11%																																						
Facebook	8%	8%	16%																																						
Top 3	71%	78%																																							
Top 4	83%	90%																																							
Top 6	98%	105%																																							
Gestion des devises Exposition à l'or et aux mines d'or	Le dollar a repris des couleurs depuis le début de l'année. Il est en hausse de 3.2% contre l'Euro porté par un différentiel de rendement réel sans précédent depuis 30 ans et par une dynamique de croissance plus forte là que dans le reste du monde. A court terme, cette robustesse pourrait se poursuivre même si elle ne plaît guère au maître de la Maison Blanche. A très long terme, l'abus de position dominante de l'Amérique dans l'utilisation de sa puissance (chantage au blocus iranien) contient en germe la perte de son statut de monnaie de réserve et de son privilège exorbitant. Dès aujourd'hui, les accords se multiplient pour payer le commerce international dans une monnaie autre que le Dollar et notamment le Renminbi chinois. Notre position sur l'or et les mines d'or ne varie pas. Ces deux actifs font partie de la composante assurantielle d'une allocation diversifiée.																																								
Private Equity	Cette classe d'actif demeure notre favorite à long terme. Mais comme les autres actifs, après 10 ans de marché haussier, les valorisations sont désormais élevées et pèseront nécessairement sur les performances futures. Reste que le poids relatif aux USA des sociétés cotées et non cotées est dans un rapport de 30 contre 1. Il y a donc une rareté relative des cibles potentielles par rapport aux capitaux levés en Private Equity. Il faut tenir compte au surplus des opérations de fusions-acquisitions qui chassent souvent sur les mêmes terres. Nous lançons le fonds Essling Expansion, un FPCI de participations majoritaires dans le secteur digital et de la santé, avec un rendement annuel brut espéré voisin de 15%.																																								
Conclusion	<p>Il nous semble y avoir suffisamment d'incertitudes dans le paysage politique et financier pour justifier le maintien de notre exposition mesurée aux actions et réduite aux obligations. Nous préférons la patience en sachant que les turbulences sont créatrices d'opportunités. D'ores et déjà, nous surveillons avec intérêt le recul actuel des dettes et actions émergentes. Pour saisir de telles opportunités, il faut disposer dès aujourd'hui de liquidités de réserve. Avec la réduction marquée des injections de liquidités des banques centrales, il nous semble nécessaire d'accorder une attention prioritaire au contrôle du risque des portefeuilles de nos clients.</p> <p>Achévé de rédiger le 25 juillet 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 25 juillet 2018

Sources : Goldman Sachs.