

Situation macro-économique

« Les seuls traités qui compteraient sont ceux qui se concluraient entre les arrières-pensées. » Paul Valéry

L'épée redevient l'axe du monde

L'interlude de quatre-vingt-dix jours dans le bras de fer stratégique qui oppose les USA et la Chine a offert un répit bien fragile aux marchés financiers. Mais quelles sont les vraies arrières-pensées de ces deux puissances que tout va opposer pour les décennies à venir ? Côté américain, un très large consensus bipartisan est convaincu que la Chine ne respecte pas les règles du jeu, vole la propriété industrielle des sociétés US et les contraint à des transferts de technologie injustifiés. Le Vice-Président Pence au sommet des pays asiatiques a clairement indiqué à ses alliés qu'il leur faudrait choisir à l'avenir entre le parapluie militaire américain et le commerce avec la Chine. Cherchant à être réélu en 2020, le Président Trump tient avec le péril jaune un thème fédérateur pour tous les Américains qu'il réutilisera à la première occasion. Côté chinois, il est hors de question d'accepter un quelconque chantage ou ultimatum américain et de renoncer au plan « Made in China 2025 » adopté par le Comité Central du Parti Communiste Chinois. Le Président Xi, plus marxiste que ses prédécesseurs, a l'éternité devant lui et ne sera jamais avare de promesses qui n'engageront que ceux qui les écoutent. La nouvelle guerre froide qui se dessine sera singulièrement différente et plus complexe que la première tant sont imbriquées les économies chinoise et américaine (« Chimerica »). Il faut être d'un optimisme singulier pour ne pas ressentir qu'une parenthèse se referme, celle ouverte par la chute du mur de Berlin en 1989 qui avait permis de dégager d'importants dividendes de la Paix. En se retirant du Traité sur les forces nucléaires à portée intermédiaire, le Président Trump relance délibérément la course aux armements. Tous ces développements portent en germe un retour en force de l'épée dans les rapports internationaux, un lent détricotage de la mondialisation, une plus forte violence et instabilité.

L'érosion du pouvoir de protection des banques centrales

Depuis des années, les marchés financiers prennent pour argent comptant le rôle de bouclier en dernier ressort des grandes banques centrales. Ce rôle existe certes en période de stress intense des marchés d'actions ou d'obligations. Mais l'année 2019 va se traduire, pour des raisons conjoncturelles, par une érosion de la protection offerte par les banquiers centraux. Aux USA en premier lieu, le retrait de la liquidité de la FED va s'accélérer et s'opérer, contrairement à 2018, dans un contexte de croissance mondiale plus ralentie. L'effet tonique de la relance de début de mandat de Trump va s'estomper au moment même où les émissions de bons du Trésor vont fortement progresser. Le mieux que les marchés puissent espérer est une pause du cycle de hausse des taux de la FED qui ont déjà progressé de 200 points depuis leur niveau le plus bas de 2016. En Europe, la situation est proche du pathétique. Le taux directeur de la BCE est toujours négatif à -0.40%, 10 ans après Lehman. Mario Draghi a annoncé la fin de son assouplissement quantitatif alors même que la croissance allemande et italienne a fortement fléchi, que la France est aux prises avec la jacquerie de ses Gilets Jaunes et que le Royaume de sa Majesté n'a d'Uni que le nom. Le biais déflationniste et anti-croissance de la zone euro explique la sévère sous-performance de ses marchés d'actions depuis la crise financière de 2008 et mettra sous tension extrême toute la zone lors de la prochaine récession. En Chine enfin, la banque centrale a perdu elle aussi beaucoup de flexibilité. D'une part, parce que l'appareil productif chinois est maintenant gorgé de dettes de qualités douteuses. Le rendement des obligations chinoises à haut rendement est ainsi passé de 6.5% en début d'année à 11.5% aujourd'hui. Ensuite parce que l'excédent de la balance des paiements courants qui était de 10% du PNB en 2008 a aujourd'hui totalement disparu. Ceci signifie que la Chine n'accumule plus de réserves de change pour éventuellement défendre sa devise et n'aura plus à l'avenir la capacité de financer une part du déficit public US comme elle l'a fait dans le passé. Reste enfin posée la question de la collaboration des grandes banques centrales dans un contexte de nationalisme économique exacerbé. Une collaboration permanente et harmonieuse est indispensable si l'on veut rassurer les marchés.

« Au milieu de l'hiver, j'ai découvert en moi un invincible été »

Ce propos d'Albert Camus nous rappelle l'oscillation des saisons qui n'a rien à envier à celle des marchés et des investisseurs. Nous avons à la fin du premier trimestre 2018, par souci de prudence, recommandé de réduire l'exposition au risque des actions. La correction présente est conforme à notre pressentiment. Les valorisations de tous les marchés intègrent déjà une partie d'un scénario de ralentissement de la croissance mondiale. Sauf détérioration sensible de la guerre commerciale, amplification du mouvement des Gilets Jaunes ou arrivée au pouvoir de Jeremy Corbyn, les risques de krach sont limités. Les investisseurs sont en partie dégrisés de l'euphorie qui prévalait en début d'année. Les primes de risque sont maintenant élevées en Europe. Pour donner un exemple, l'action BNP Paribas qui a connu 22 semestres consécutifs de croissance de ses profits est en baisse de plus de 30% depuis le premier janvier et sert un dividende supérieur à 7%, assuré sauf en cas de récession. Qu'est-ce qui nous retient dès lors de revenir dès à présent sur les marchés d'actions ? C'est essentiellement la surabondance de dettes dans le système. En moyenne, les *spreads* de crédit commencent à se tendre un an avant une récession. Celle-ci n'est pas certaine mais possible avec l'inversion de la courbe des taux US qui pourrait en être le présage. Les bulles de dettes finissent toujours par exploser. Le risque pris sur le marché obligataire qui augmenterait sensiblement en cas de récession avec la détérioration des bilans n'est dans l'ensemble pas suffisamment rémunéré. C'est l'ombre portée de cette menace qui nous dissuade de nous exposer trop vite aux premiers rayons d'un été boursier.

Perspectives des différentes classes d'actifs

Avec le repli en cours des marchés, des opportunités vont apparaître

Gestion obligataire

Les fondamentaux obligataires ne sont pas séduisants. Sur le front souverain, le bund allemand à 10 ans flirte avec ses plus bas historiques voisins de 0.25% soit un rendement réel de -2%. Sur le front du crédit, les signes de stress se multiplient sur les emprunts de la Deutsche Bank, sur les obligations de General Electric. Cette société était AAA en 1990. Elle a racheté pour 40Mds \$ de ses propres actions entre 2015 et 2017 et se retrouve maintenant avec des capitaux propres négatifs de 48Mds \$ malgré 10 années sans récession US. La liquidité des banques centrales va se restreindre en 2019. Une grande prudence reste de mise sur cette classe d'actifs.

Gestion des actions

Les valorisations deviennent plus attractives. Le tableau ci-dessous illustre la forte compression des valorisations opérée au cours des 12 derniers mois. Les prévisions de bénéfices ont singulièrement baissé mais les analystes attendent toujours une progression de l'ordre de 8% des profits l'année prochaine. Tout n'est pas rose pour autant. Cette compression doit être lue à l'aune de la rechute des taux souverains notamment en Europe. Le bund évoqué ci-dessus à 0.25% est une forme d'avis de tempête aux relents déflationnistes. Comment expliquer par ailleurs la baisse de 30% en moyenne des valeurs bancaires européennes alors que leur solidité bilanciale a été singulièrement renforcée depuis 10 ans ? S'agissant de la répartition géographique du risque action, nous pensons toujours qu'une pondération importante doit être accordée aux actions américaines, même si elles sont plus onéreuses que le reste du monde. C'est là que l'innovation est la plus forte ; c'est là que la déréglementation est la plus effective notamment depuis l'arrivée de Donald Trump ; c'est enfin le marché le plus profond et le plus défensif, tant il est vrai qu'en période de crise, le capital quitte la périphérie du capitalisme pour trouver refuge en son cœur, c'est-à-dire aux USA. En définitive, le pessimisme des investisseurs nous rend désormais plus sereins pour un éventuel retour sur les marchés d'actions.

Entre baisse des cours et hausse des profits, les valorisations se sont contractées de 18% sur un an

	Fondamentaux			Valorisation			Croissance des profits		Dettes	
	Rendement des capitaux propres (%)	Dividende/résultat net (%)	Dividende/cours de bourse (%)	Bénéfices par action multiple des [BPA]		Contraction des valorisations sur 12 mois (%)	Prix/valeur comptable	Variation des BPA en %		Dettes nettes/capitaux propres (en %)
	2019 [e]	2019 [e]	2019 [e]	2018	2019 [e]	2018/2019	2019 [e]	2018	2019 [e]	2017
MSCI Monde	14,5	38,7	2,7	14,7	13,5	-17,8	1,9	15,6	8,5	58,7
Marchés développés	14,8	39,3	2,5	15,2	14	-18,0	2,1	16	8,3	60,2
Europe	12,6	50,9	4,0	12,9	11,8	-18,0	1,5	8,4	8,8	62,1
Japon	9,5	30,5	2,4	12,3	11,8	-20,0	1,1	3,5	3,5	39,5
Asie	11,9	40,7	2,7	12,3	11,4	-18,0	1,4	9,7	8,3	46,5
USA	18,3	33,8	2,1	16,5	15,2	-17,5	2,8	23,5	8,9	73,9
Developpés hors USA	11,4	47,7	2,8	13,2	12,3	-18,2	1,4	6	7,4	53,3
Marchés émergents	13	35,4	3,3	11,4	10,3	-19,5	1,3	13,1	9,9	55,3

Gestion des devises Exposition à l'or et aux mines d'or

Durant l'année 2018, le Dollar a progressé fortement contre les devises émergentes et de l'ordre de 6% contre l'Euro. Nous sommes neutres sur la devise américaine. Les différentiels de rendements devraient théoriquement justifier un voyage vers la parité mais nous croyons très peu probable cet objectif. La balance des paiements des deux côtés de l'Atlantique est clairement à l'avantage de l'Europe. La multiplication des déceptions européennes a rendu le marché structurellement acheteur de dollar. Il suffirait d'une simple accalmie de mauvaises nouvelles sur l'Europe pour provoquer une remontée de l'Euro. A cela s'ajoute l'agressivité commerciale de Donald Trump qui enclenche un mouvement structurel de dédollarisation notamment de la part de la Chine et de la Russie. S'agissant de l'or et des mines d'or, nous les percevons toujours comme des actifs assurantiels qui ont une part dans toute allocation d'actifs de long terme.

Private Equity [PE]

Cette classe d'actifs demeure incontournable pour Massena Partners. Mais l'euphorie règne ici en maître. Les sociétés non cotées s'échangent aux USA ou en Europe à des multiples moyens d'EBITDA records (11 x) et avec des niveaux de dettes très élevés (7 x) ce qui nous incite à la prudence. Nous pensons en revanche que le fonds Massena Credit II dont la gestion est confiée à la société Indigo Capital offre des perspectives favorables par rapport aux risques pris. En toute hypothèse, nous recommandons toujours à nos clients d'investir régulièrement sur cette classe d'actifs afin de lisser dans le temps la performance des portefeuilles de PE.

Conclusion

Les marchés sont comme des balanciers. Il est bien rare qu'ils soient immobiles et parviennent à se stabiliser au juste milieu. Les risques politiques sont très prégnants et renvoient au deuxième plan l'analyse macro ou microéconomique rationnelle. La montée en puissance de la gestion passive révèle son talon d'Achille. Elle concentre les hausses et les baisses sur quelques titres en accentuant la volatilité. Les liquidités importantes que nous avons constituées dans les portefeuilles vont pouvoir être remises au travail mais sans empressement et avec discernement sur les risques pris.

Achévé de rédiger le 10 décembre 2018

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 10 décembre 2018