

BULLETIN

JANVIER – FÉVRIER 2019



LES BRÈVES

DES COUPS À PRENDRE

C'est le triste résumé de 2018 : il était impossible de ne pas prendre de coups pour les investisseurs à long terme.

Les grands indices boursiers internationaux ont tous fini dans le rouge, sauf au Brésil (+7%) et sur les grandes valeurs technologiques américaines (+0,3%).

Partout ailleurs, c'est du rouge vif, avec une baisse globale de plus de 10% dans le monde. Sur le plan obligataire, l'inquiétude généralisée sur la hausse des taux nous avait rendus prudents.

Finalement, comme prévu, ces fonds obligataires ont baissé en moyenne de 1,5%, même si certains, pour partie dans nos allocations, ont su tirer leur épingle du jeu.

Enfin les fonds alternatifs, dont l'objectif est de protéger fortement les portefeuilles en période de baisse, n'ont pas, voire pas du tout, tenu leur promesse. Quelques rares fonds auront tiré leur épingle du jeu, mais les baisses sont en moyenne de 5 à 6% sur cette catégorie.

L'année 2018 restera pour nous une année étonnamment paradoxale et sans aucun doute l'année où nos convictions ont le plus fortement été mises à mal.

Au rang des bons choix, on notera le renforcement des positions aurifères, la réduction progressive des valeurs technologiques américaines – qui ont fortement progressé en début d'année, avant de s'effondrer et de perdre tous les gains sur le dernier trimestre –, le renforcement des marchés émergents sur le dernier trimestre, et enfin, la

tenu de nos positions sur la baisse des taux italiens contre vents et marées.

En effet, cette position avait généré de fortes baisses cet été puis en octobre, mais nous a permis de gagner à nouveau, et fortement, en décembre.

En revanche, nos choix d'allocations d'actifs sur certains secteurs d'activités comme les banques, les petites sociétés mondiales, la baisse anticipée de la croissance aux Etats-Unis, ou encore le pétrole, ont été destructeurs de valeur.

Pourtant, tout au long de l'année, de janvier à novembre, les indicateurs de l'économie sont restés dans le vert. Les risques et tensions politiques ont prédominé mais les marchés actions finissent toujours par refléter la réalité économique.

Alors, à l'heure des comptes du 31 décembre, les résultats de nos choix d'allocations d'actifs sont décevants, mais comme nous avons l'habitude de le dire quand les résultats sont bons ou très bons, le 31 décembre n'est pas juge de paix sur les placements financiers.

Sur l'horizon préconisé de 5 ans, les résultats restent très bons et les perspectives sur les prochains mois restent suffisamment positives pour que nous pensions rétablir une partie du retard de 2018.

PERSPECTIVE RECORD D'INTRODUCTION EN BOURSE DANS LA TECH US

En 2019, les introductions en Bourse de sociétés technologiques américaines devraient atteindre des sommets.

En effet, grand nombre des stars de la Silicon Valley devraient faire leur entrée en Bourse au cours de l'année. Parmi les plus connues, Pinterest, Uber, Lyft, Slack, voire Airbnb et Palantir. La valorisation de ces six sociétés s'élève à plus de 150 milliards de dollars sur la base de leurs dernières levées de fonds et une introduction en bourse devrait faire monter les enchères.

Uber vaut 72 milliards mais devrait s'introduire en Bourse sur un prix de 120 milliards de dollars, soit plus que Facebook en 2012 (105 milliards).

Cependant les conditions de marché ne sont pas idéales, loin de là, après la forte chute des valeurs technologiques américaines en bourse sur le dernier trimestre.

Mais dès que les marchés rebondissent, ce sont les valeurs technologiques qui s'arrachent, et certains y voient une bonne raison de s'introduire rapidement, avant que les conditions ne se dégradent davantage dans les années à venir.

Tout va dépendre des introductions de Lyft et d'Uber, qui donneront la tendance pour 2019.

En effet, ces deux opérations d'envergure pour les deux grands concurrents américains de chauffeurs indépendants pourraient intervenir dès la fin du premier trimestre.

Elles seront scrutées à la loupe par les investisseurs, et, si cela se passe bien, l'accélération sera certaine, même pour les start-ups de taille plus intermédiaire, pour qui le signal sera bon.

A l'inverse, si les conditions de marché se dégradent encore, il est toujours possible que Lyft et Uber, qui ont déjà déposé leurs dossiers d'introduction, fassent marche arrière, repoussent leur entrée en Bourse et se refinancent par de nouvelles levées de fonds.

L'introduction en bourse a pour vertu de libérer de très conséquentes liquidités pour les fonds d'investissement qui ont participé au développement des entreprises et qui doivent souvent rendre ces sommes à leurs investisseurs. Si l'introduction en Bourse ne peut se faire, ces fonds de Private Equity ont aussi la possibilité de récupérer leur mise, avec une opération de revente de leur participation, en cédant celle-ci à un autre fonds ou un groupe industriel.

Dans un tel cas, cela constituerait sans aucun doute un gros coup d'arrêt pour l'ensemble des opérations d'introduction en Bourse de l'année 2019. Ce sera donc l'année du quitte ou double pour les IPO de la tech à Wall Street.

Pendant ce temps-là...

Les ventes d'armes se portent bien.

Pour la 3ème année consécutive, les ventes d'armes sont en hausse dans le monde, atteignant près de 400 milliards de dollars. Si les États-Unis gardent la première place, la Russie est seconde, le Royaume-Uni troisième et la France conserve sa quatrième place.

... le monde change

Les français stockent.

Défiance envers les solutions d'épargne, manque de confiance en l'avenir, ou anticipation de la mise en place du prélèvement à la source, les français ont 440 milliards d'euros sur leurs comptes courants : un record depuis 25 ans. Une somme qui serait bienvenue en soutien de la consommation au premier trimestre 2019.

PERS PECTIVES

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

Les dix années qui ont suivi la crise financière ont été marquées par l'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing) des Banques Centrales, ces programmes dans lesquels les banques ont acheté des actifs, en majorité des emprunts d'État, pour encourager les investissements dans les autres pans de l'économie, et ainsi soutenir la croissance économique. La fin de ces programmes devrait avoir un impact négatif sur la croissance économique à court terme.

Un autre défi évident est celui des tensions commerciales qui pèsent entre les grandes économies du monde, et tout particulièrement sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, dans la mesure où les droits de douane entraînent une augmentation des coûts.

La santé de l'économie américaine définit l'évolution des marchés mondiaux, et c'est pour cette raison que nous surveillons plusieurs indicateurs de très près.

Malgré la solide croissance observée récemment, deux signaux suggèrent un ralentissement.

Le premier concerne le marché immobilier, où les stocks de biens invendus ont atteint leur niveau le plus haut depuis 2011 (7 mois de demande).

Pour le second, les ventes automobiles continuent de chuter, mais pas uniquement aux États-Unis : elles ont baissé d'environ 10 % en glissement annuel à l'échelle mondiale.

Les bonnes nouvelles sont venues du congrès, qui devrait soutenir un programme d'investissements dans les infrastructures, et de la FED, qui devrait annoncer que le durcissement monétaire se révèle moins marqué que prévu en 2019.

L'inflation reste limitée aux États-Unis et, par conséquent, la hausse des prix n'exerce aucune pression sur les taux d'intérêt.

Si la Réserve fédérale ralentit son rythme de hausse, on pourrait observer des surprises positives sur les cours des actions américaines.

Ailleurs dans le monde, certains marchés boursiers offrent de meilleures valorisations, mais les États-Unis recèlent indéniablement des opportunités, en particulier après la correction observée au dernier trimestre 2018.

En Chine, les nouvelles sont également orientées vers un léger ralentissement. Plus exactement, un ralentissement sérieux et dangereux sur l'activité industrielle et une activité soutenue au niveau des services. Le global semble donc orienté vers un ralentissement limité.

Le risque viendra peut-être des taux qui mettent les établissements très endettés sous pression et pourraient générer des défauts de paiement qui feraient souffrir le secteur bancaire, pas encore aussi solide que les secteurs financiers de pays occidentaux.

En Europe, la situation se tend sévèrement en Allemagne, qui s'approche d'une récession. L'industrie ralentit fortement, notamment le secteur automobile. Les mouvements sociaux en France pèsent sur l'économie et la croissance, et pourraient également nous projeter vers une croissance négative, notamment à cause d'un très fort coup de frein sur la consommation.

« En Europe, la situation se tend sévèrement en Allemagne, qui s'approche d'une récession. »

NOS CONVIC TIONS

Fin novembre, début décembre, nous avons orienté nos conseils et nos allocations vers beaucoup de prudence. Nous allons maintenir cette tendance générale, même si des opportunités ont commencé à se créer et qu'il faut commencer progressivement à revenir vers certaines zones géographiques, certains secteurs d'activités, et certaines classes d'actifs, car ce sont dans ces moments de fortes tensions que nous avons toujours construit les plus-values long terme.

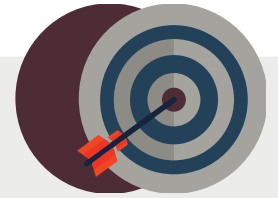
Pour les stratégies obligataires, il y a peu de choses à faire et les coups à prendre sont encore nombreux, sauf pour quelques cas précis selon nous :

- Nous maintenons l'idée d'investissement sur des stratégies d'obligations convertibles européennes, mais évitons toujours les obligations indexées sur l'inflation, celle-ci ne se matérialisant pas.
- La suppression des obligations High-Yield a été une très bonne chose sur la fin d'année et si un rebond s'est opéré depuis le 1er janvier, nous pensons qu'il est encore un peu tôt pour reprendre des positions.
- Le dollar commence doucement à se déprécier, il est donc intéressant de revenir très progressivement sur les obligations émergentes, dont le taux de rendement est intéressant.

Pour les stratégies actions, nous préconisons de réduire l'exposition globale aux risques actions comme suit :

- Maintien de l'exposition aux petites sociétés émergentes en privilégiant l'Asie du Sud-Est : source de croissance.
- Réduction des actions Européennes qui pourraient souffrir de la mise en place de toutes les barrières douanières : automobile, mécanique, industries exportatrices. Nous pensons toujours intéressant de maintenir les secteurs de la banque et de l'assurance. Nous restons pour le moment à l'écart de l'immobilier coté.
- Les actions émergentes de Chine, et généralement d'Asie du Sud-Est, notamment le secteur de la consommation interne, et tout particulièrement de la technologie, restent des zones prioritaires, ce d'autant plus qu'elles ont beaucoup souffert cet été.
- Notre choix de renforcer les actions aux Etats-Unis, et tout particulièrement sur le secteur technologique, a été dur à porter, mais nous maintenons cette très forte conviction. Le résultat nul de 2018 et le très fort rebond des premiers jours de 2019 nous invitent à poursuivre en ce sens.
- Nous pensons que le contexte justifie de maintenir des positions sur l'or et les métaux précieux en général.
- La parité de change euro-dollar évolue doucement vers un renforcement de l'euro, plus exactement c'est le dollar qui se déprécie. Le seuil d'une parité de 1,20 serait une mauvaise nouvelle pour la zone euro et doit être surveillé. A l'approche de 1,18, il faudra sérieusement envisager de réduire les actions de la Zone Euro.

FOCUS



DATA : UNE VRAIE VALEUR LUCRATIVE

Il y a un siècle, le pétrole était la ressource qui générait des activités très lucratives à croissance rapide, incitant des régulateurs antitrust à intervenir pour restreindre ceux qui contrôlent son flux, et était recherchée partout de par le monde.

Désormais, les données sont devenues le pétrole de l'ère numérique, et génèrent des préoccupations semblables.

Les titans du numérique que sont Google, Amazon, Apple, Facebook et Microsoft, sont les cinq plus grandes capitalisations mondiales, la sixième étant Exxon (un pétrolier). Leurs profits déferlent : ils ont collectivement enregistré 25 milliards dollars de bénéfice net dans le seul premier trimestre de 2018. Amazon capture la moitié de tous les dollars dépensés en ligne en Amérique. Google et Facebook ont représenté presque toute la croissance de revenu dans la publicité numérique aux US l'année dernière.

Une telle prédominance inquiète et nombre d'initiatives naissent espérant leur démantèlement, comme cela a été le cas pour le pétrole au début du 20ème siècle. La taille seule n'est pas un crime et le succès des géants a profité aux consommateurs. Peu de gens veulent vivre sans Google, sans la livraison le jour même par Amazon ou sans l'interaction immédiate de Facebook.

Toutefois, il y a une source d'inquiétude. Le contrôle des données donne à ces entreprises une phénoménale puissance. La concurrence, telle qu'on la concevait dans l'ère du pétrole, n'est plus d'actualité dans ce qui est devenu "l'économie de données".

Qu'est-ce qui a changé ? Les smartphones et Internet génèrent des données abondantes, omniprésentes et leur ont conféré plus de valeur. Que vous fassiez vos courses, regardiez la télévision ou même soyez juste bloqués dans le trafic, pratiquement chaque activité crée une matière première de trace numérique pour les distilleries de données qui fonctionnent à plein régime, car tous les dispositifs se connectent, de votre montre à votre voiture.

Associées à l'intelligence artificielle et les techniques comme l'apprentissage automatique, les données

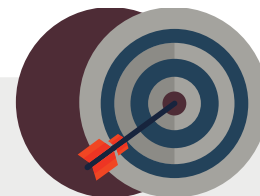
extraient plus de valeurs. Les algorithmes peuvent prévoir quand un client est prêt à acheter, quand un moteur a besoin de l'entretien ou quand une personne est malade. Des géants industriels comme GE et Siemens se valorisent maintenant comme des sociétés de données.

Cette abondance de données change la nature de la concurrence. Les géants technologiques profitent toujours des effets de réseau : plus d'utilisateurs Facebook s'inscrivent, plus attractif devient Facebook et de nouveaux utilisateurs s'inscrivent et... En se rassemblant, on fournit plus de données, et la société a plus de portée pour améliorer ses produits...

La nature des données fait que les remèdes antitrust du passé sont moins efficaces. La scission d'une société comme Google dans cinq petits Google n'empêcherait pas l'effet de réseau de se réaffirmer.

Les géants de la tech n'ont pas fini d'être géants et le Big Data n'est qu'à l'ère du commencement.

« Le contrôle des données donne à ces entreprises une phénoménale puissance. »



LA RÉFORME DES RETRAITES A COMMENCÉ

Même si elle est le fruit d'accords entre gouvernement et partenaires sociaux datant d'octobre 2015, la fusion des régimes de retraites complémentaires Agirc (cadres) et Arrco (tous les salariés du privé) et ses nouvelles règles est le premier coup de semonce du grand Big-Bang attendu en 2019 sur les retraites.

L'Arrco comptait 18,2 millions de cotisants pour 12,6 millions de retraités en 2017. L'Agirc comptait 4,2 millions de cotisants et 3 millions de retraités à la même date. 78 milliards d'euros de retraites sont versés chaque année par les deux régimes, dont les réserves s'élèvent à 62,5 milliards d'euros, des réserves qui, sans la réforme, auraient fondu à grande vitesse.

Premier changement, sans doute le plus important, un bonus-malus pour retarder les départs en retraite : un salarié disposant de toutes ses annuités et qui prendra sa retraite à 62 ans aura une retraite complémentaire minorée de 10% par an pendant trois ans, puis une retraite à taux plein à 65 ans. S'il travaille jusqu'à 63 ans, aucune minoration ne lui sera imposée. S'il décale sa retraite de deux ans, il bénéficiera pendant un an d'un bonus de 10%, bonus qui grimpe à 20% s'il travaille trois ans de plus, et à 30% pour quatre ans de plus (pour les salariés nés à partir de 1957). Les personnes pouvant partir dès 60 ans (carrières longues) et celles devant travailler au-delà de 62 ans pour avoir toutes leurs annuités seront également concernées par ce système, qui s'applique au maximum jusqu'à 67 ans.

Avec cette évolution de la limite d'âge, cette réforme devrait permettre au régime d'économiser 800 millions d'euros par an.

Par ailleurs, cette réforme s'accompagne d'une hausse des cotisations, et elle est non-négligeable : les cotisations d'un salarié non-cadre rémunéré 2 206 euros bruts par mois en 2018 augmenteront en 2019 de deux euros par mois pour le salarié, de six euros pour son employeur. Pour un cadre rémunéré 4 749 euros bruts par mois, l'augmentation est de dix-neuf euros par mois pour le salarié, de trente et un euros pour l'employeur.

La véritable inquiétude est du côté des cadres, soit 20% des personnes concernées par cette réforme. Leurs points Agirc, plus intéressants, disparaissent au profit de points Arrco. Le gestionnaire garantit une stricte équivalence en 2019, mais rien n'est précisé pour la suite.

Les pensions Agirc-Arrco ne seront plus indexées sur l'inflation mais sur l'évolution moyenne des salaires, ce qui est a priori plus favorable. Mais les partenaires sociaux pourront tenir compte d'un « facteur de soutenabilité », et ainsi minorer ou majorer le taux d'indexation en fonction de l'équilibre financier du régime.

C'est un autre point fondamental qui nous rapproche de la « grande réforme » toujours promise et qui prévoit la généralisation du décompte par points.

Tout le sujet, c'est l'évolution de ce point. Les droits acquis avant la réforme seront-ils concernés par l'évolution du point, quel sera le poids de ce facteur de « soutenabilité », qui pourra réellement décider de l'évolution du point... Autant de sujets qui vont nourrir les débats. Mais une chose est certaine : les partenaires sociaux, en validant cette fusion Arrco-Agirc, ont déjà clairement ouvert la porte à la réforme générale.

Rédaction du bulletin : **Cédric Genet**