

Brèves

L'Europe et le risque politique

Jusqu'ici, tout va bien.

La croissance économique partagée par tous les pays, les conditions financières accommodantes de la Banque Centrale Européenne, et l'extrême faiblesse de la volatilité des marchés, incitent à la complaisance. L'élection d'Emmanuel Macron à la Présidence de la République Française a ouvert un nouveau cycle de confiance pour le modèle européen.

Mais de nouveaux nuages s'accumulent au-dessus d'une Europe politique qui manque toujours d'uniformité et de leadership.

La Catalogne risque-t-elle de fermer l'épisode paisible ?

Pour l'instant, les investisseurs se focalisent sur la croissance, mais il y a un danger pour l'euro, comme pour les taux obligataires. Laisser des mouvements régionaux sécessionnistes détruire l'unité des vieux Etats européens ne pourrait provoquer qu'un chaos économique, et il faut rester vigilant face aux vieux démons du nationalisme.

De ce point de vue, ce qui se passe à l'est de l'Europe est peut-être encore plus préoccupant. Notamment la victoire de partis eurosceptiques en Autriche ou en République Tchèque, qui peuvent constituer un puissant mouvement réfractaire à Bruxelles, associés à la Hongrie et la Pologne, dont les dirigeants sont très opposés à l'Europe dont ils font partie.

Et ce, à un moment où des doutes s'installent sur la capacité de l'Allemagne à jouer son rôle de leader. Incapable de créer une coalition pour gouverner après des résultats très décevants, celle que tout le monde voyait briguer un quatrième mandat sans aucune difficulté se retrouve à devoir peut-être organiser de nouvelles élections aux résultats bien incertains.

Alors que la croissance retrouvée et le Brexit digéré semblaient avoir renforcé les liens et resserré les rangs d'une Europe prête à engager quelques réformes, il n'a pas fallu grand-chose pour que ces projets soient vite oubliés. Il ne fait nul doute que les nouvelles élections allemandes vont être scrutées avec bien plus d'attention que les précédentes car le résultat est la clé des orientations que l'Europe prendra dans les années à venir.

Si le parti populiste devait à nouveau se renforcer, le sentiment Eurosceptique prendrait une ampleur qui rappelle de mauvais souvenirs.

L'inflation aux États-Unis

C'est le scénario idéal pour les marchés : un peu plus de croissance aux Etats-Unis, une inflation maîtrisée et une Fed qui remonte ses taux à un rythme qui rend la chose lénifiante. Or la Fed n'a toujours pas résolu le mystère de la courbe de Phillips qui ne semble plus fonctionner correctement. Cette courbe fait le lien entre le taux de chômage et la hausse des salaires. Quand le taux de chômage baisse beaucoup, les salaires devraient monter, et l'inflation revenir de ce fait.

Seulement, bien que le taux de chômage aux Etats-Unis ait énormément baissé depuis quelques années, passant de 10% en juin 2009 (au plus fort de la crise) à 4,1% actuellement, soit un des taux les plus bas que les Etats-Unis aient connu, le taux d'inflation est stabilisé autour de 1,5%, soit un taux historiquement faible.

La raison constatée est que beaucoup d'américains qui ne s'étaient pas inscrits sur les listes des chercheurs d'emplois reviennent sur le marché du travail et prennent les postes à pourvoir. Ces nouveaux arrivants limitent ainsi la pression à la hausse sur les salaires.

Ce phénomène semble arrivé à son terme, et l'inflation devrait bien repartir : en octobre, les salaires ont augmenté de 3,6%.

Ce scénario aura un effet négatif sur les valorisations des entreprises, car si l'inflation venait à s'emballer, cela créerait une forme d'incertitude macroéconomique, qui pourrait remettre en cause des valorisations actuellement très élevées aux Etats-Unis.

Il convient d'associer à ce mouvement que le contexte très accommodant des politiques des banques centrales va changer courant 2018. La Fed a déjà annoncé qu'elle augmentera ses taux. Si les banquiers centraux ont conscience de la nécessité de réduire graduellement leur soutien, ils savent que ces réductions actives revêtent un caractère tout à fait exceptionnel sur le plan historique, et que les valorisations pleines et la volatilité faible laissent peu de place à l'erreur.

Pendant ce temps-là... le monde change

Alors que de nombreuses tensions auraient pu créer un peu d'agitation, les marchés financiers dans leur ensemble sont d'un calme étonnant. Flirtant avec

l'ennui, les courbes restent atones, sans agitation. Faut-il y voir le calme avant la tempête ou une pause avant une nouvelle envolée ? Nous penchons pour une pause avant une nouvelle envolée, mais qui devrait être de courte durée.

25 milliards de dollars de chiffre d'affaires, c'est l'incroyable record réalisé en une journée par le site de vente en ligne Chinois Ali Baba. Des chiffres invraisemblables, auxquels il convient de s'habituer tant la puissance du marché domestique chinois est vive. Un signe de plus que le modèle chinois poursuit et réussit sa mue vers un modèle de croissance porté par la consommation interne.

Perspectives économiques & financières

Une douce euphorie semble s'installer dans le monde économique et financier. Les grands marchés actions sont devenus globalement insensibles à tous les grands chamboulements géopolitiques. Que ce soit un essai balistique Nord-Coréen, une purge sans précédent en Arabie Saoudite ou une crise politique grave au Liban (cœur des profonds changements du Moyen-Orient), rien ne semble altérer la croyance des investisseurs dans un cadre de croissance solidement installé.

Rien pour les contredire. Les indicateurs économiques de la planète entière sont au beau fixe.

En zone euro, malgré toutes les turbulences politiques précédemment évoquées, nous avons eu confirmation d'une croissance de 2,5%, réalisée pour le troisième trimestre 2017, avec une très bonne surprise pour l'Allemagne (3,2% au lieu des 2,4% attendus). Seule l'Italie reste en difficulté.

Les indicateurs avancés indiquent une croissance du même niveau pour le quatrième trimestre. Si le secteur automobile commence à ralentir, celui de la construction est excellentement orienté. L'indice du climat des affaires français remonte sur ses plus hauts d'avant crise, et l'indice de l'activité globale bondit à 60.1, un plus haut datant de 6 ans et demi.

La très bonne surprise vient des Etats-Unis. Les données intermédiaires montrent, à nouveau, une belle dynamique : production industrielle, ventes au détail, immobilier, sont en progression. Les chiffres annoncés du récent Black Friday record ne devrait pas changer cette belle perspective. Tant que la Banque Centrale Américaine ne change pas de ton et que l'inflation n'est pas plus violente, tout continuera à sourire aux Etats-Unis.

En Chine, après le ralentissement de la croissance à 6,6% au troisième trimestre,

l'inquiétude avait quelque peu gagné les investisseurs.

En effet, tous les secteurs ralentissent doucement, mais la Chine reste bien au-delà des prévisions les plus pessimistes et est très loin du risque de mauvais atterrissage qui lui avait été prédit.

Beaucoup d'indicateurs montrent que la Chine poursuit sa conversion : la demande de crédits se stabilise, la production industrielle et l'investissement s'accompagnent d'une meilleure qualité (industries plus vertes, montée graduelle en gamme) et d'un taux d'utilisation en forte hausse à 78%, contre 75% il y a un an.

Sur le marché des changes, après une vraie faiblesse cet été, la parité euro/dollar remonte sur un niveau de 1,19\$/€, soit le niveau idéal pour l'économie européenne.

L'environnement est donc globalement favorable, et seules une hausse de taux en Chine, une forte inflation en Chine, ou une déflagration politique en Europe semble pouvoir détourner l'économie de sa solide trajectoire de croissance.

Nos convictions

Nous avons peu évolué depuis septembre, et la poursuite de l'amélioration continue des perspectives économiques mondiales et le maintien des taux bas continuent de nous convaincre qu'il est important de maintenir un niveau de risque assez élevé dans les portefeuilles.

Toutefois, la hausse continue des marchés actions depuis de nombreux mois, et notamment depuis septembre, nous laisse penser qu'il faut savoir réduire certains risques sur certains secteurs et certaines zones.

Nos stratégies principales :

Les stratégies de primes de risques, que nous avons fortement recommandées depuis le début de l'année, ont déçu ces derniers mois. Toutefois, leur faible niveau de risque justifie leur présence au sein des portefeuilles les plus prudents.

- Nous estimons définitivement nécessaire de couper toutes les positions obligataires dont la sensibilité au taux est très élevée : obligations d'Etat, obligations de grandes entreprises.
- Nous maintenons et renforçons encore légèrement les stratégies obligataires sur les entreprises européennes dites « High-Yield », c'est-à-dire de moyennes à petites tailles, avec des maturités à 3 - 4 ans de durée

de l'obligation, car la future hausse de taux semble encore lointaine.

- Les stratégies obligataires dans les pays émergents à risque élevé (Venezuela par exemple), libellées en dollar, nous intéressent de plus en plus. La récente remontée de l'euro a toutefois effacé une partie du potentiel de cette opportunité, qui, de toute façon, reste à utiliser par les plus sportifs.
- Les investissements dans les sociétés non cotées nous intéressent fortement en cette période de fort afflux de liquidités car les opportunités sont plus nombreuses.

Nos recommandations sur les stratégies actions ont légèrement évolué :

- Les actions de petites et moyennes entreprises en Europe nous semblent désormais avoir fait la quasi-totalité du chemin. Il convient de devenir plus sélectifs et plus prudents. Il nous paraît opportun de mettre les plus-values réalisées à l'abri.
- Les actions européennes en général restent à privilégier, en évitant les banques (risque politique), et probablement certains acteurs cycliques comme l'automobile, qui commence doucement à ralentir après une année euphorique.
- 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, sont à privilégier. La Russie reste à renforcer là où l'Inde est définitivement à exclure tant les réformes ne fonctionnent pas.

Nous pensons qu'il faut réduire le niveau d'exposition aux marchés américains, à part les valeurs de l'économie digitale qui semblent ne pouvoir que progresser. Elles semblent totalement aspirer toute la richesse et toute la croissance de ce pays.

Les matières premières nous surprennent par un rebond plutôt inattendu, d'autant que l'inflation reste très faible. Peut-être un signe d'une future hausse de l'inflation à surveiller. Nous déconseillons d'investir sur les matières premières pour l'instant.

Sur les marchés des changes, l'euro est reparti légèrement à la baisse, face à un dollar plus vigoureux. La zone actuelle semble stabilisée. Nous avons supprimé les couvertures.

Nous fuyons les actifs immobiliers au risque de liquidité comme les SCPI, dont certaines semblent déjà avoir quelques difficultés à honorer les sorties

d'investisseurs.

Focus

Les États-Unis, nouveau leader mondial du pétrole

C'est désormais incontestable : le boom du pétrole de schiste outre-Atlantique représente bel et bien une révolution pour le marché de l'énergie.

Les États-Unis vont représenter à eux seuls 80 % de la croissance de la production mondiale de brut d'ici à 2025, estime l'Agence Internationale de l'Énergie dans son rapport annuel.

Quasiment inexistant il y a dix ans, le schiste représente déjà 5% de la production mondiale. La production va doubler en moins de dix ans, pour passer à plus de 9% du total en 2025.

Le pétrole conventionnel représentera toujours une part écrasante du total (les deux tiers environ), mais ce n'est plus lui qui tirera la croissance.

Le succès du pétrole de schiste est d'autant plus étonnant qu'il se confirme malgré l'effondrement du prix du baril depuis trois ans.

L'industrie pétrolière américaine a su réduire ses coûts et devenir plus souple, relève l'AIE, ce qui lui permet d'arrêter ou de reprendre rapidement l'exploitation des gisements au gré de la demande. Le retour sur investissement est beaucoup plus rapide que pour les projets classiques comme les forages en eaux profondes.

Les investissements ont repris cette année dans le secteur, bien que les dépenses d'exploration et de production pour le pétrole conventionnel soient toujours en plein marasme.

Malgré ce boom, les États-Unis sont restés jusqu'à présent un gros importateur net de pétrole. Mais ils devraient devenir exportateurs nets à la fin de la prochaine décennie, aidés par un recul de la demande domestique.

Une révolution qui modifiera de façon spectaculaire la nature et la direction des flux de pétrole autour du monde, et bouleversera encore un peu plus l'ordre géopolitique.

Les tendances de consommation sont également en train de redessiner la carte de la planète pétrole.

Le Moyen-Orient augmente ses capacités de raffinage et sa consommation

domestique, ce qui limite la croissance de ses exportations.

Le continent asiatique représentera 35% de la demande en 2025, contre 25% un quart de siècle plus tôt.

Toutefois, la croissance de la consommation de pétrole ralentit globalement : au cours des dix prochaines années, elle devrait être deux fois moins rapide que pendant les dix dernières. L'AIE voit néanmoins « peu de signes » d'un pic de la demande. La stagnation ou le recul annoncés en Europe et aux Etats-Unis sont plus que compensés dans le reste du monde.

L'Inde, en particulier, détrônerait la Chine en tant que premier moteur de la demande d'ici à 2040. Une conséquence des efforts de Pékin pour réduire la part des hydrocarbures dans le mix énergétique.

Investissements non-cotés : pourquoi investir dans une entreprise ?

L'investissement en actif non coté, parfois résumé par le terme de Private Equity, rencontre de plus en plus de succès. Qu'est-ce que cet investissement « non coté », comment s'appréhende-t-il, à qui s'adresse-t-il, quel est exactement son risque ?

C'est d'abord un placement dont le rendement est supérieur à toutes les autres classes d'actifs. Des études faites sur les 20 dernières années par plusieurs grandes banques indiquent que le Private Equity offre sur une longue période les rendements les plus importants avec une moyenne supérieure à 10% par an.

Bien entendu, pour obtenir de tels rendements, il vaut mieux s'appuyer sur des équipes de professionnels capables d'analyser en détails les capacités de développement de l'entreprise, de son marché, et les capacités du management à y faire face. Il convient évidemment d'avoir également un portefeuille diversifié de participations sélectionnées rigoureusement.

Les petites et jeunes entreprises sont plus susceptibles d'être agiles et aptes à se développer rapidement, quand elles sont bien dirigées ; elles ont un potentiel de croissance plus important que les grands groupes internationaux cotés en bourse.

Bien que cela puisse paraître surprenant, si les investissements non cotés ont été introduits dans les portefeuilles de placements des investisseurs institutionnels, c'est parce qu'au-delà de leur performance, ils ont des comportements décorrélés par rapport aux actifs monétaires, obligataires et immobiliers, et même par

rapport aux actions cotées. Ils apportent une diversification qui contribue à réduire le risque global des portefeuilles de placements gérés.

Cela veut bien dire qu'un portefeuille de PME non cotées va évoluer plus purement en fonction de la qualité de la direction et de la gestion des entreprises, et sera non corrélé à un portefeuille boursier.

Par ailleurs, il est souvent plus aisé de comprendre ce que fait une PME, et ce qui va faire son succès.

Quand vous investissez directement dans une PME, vous savez où est votre argent. Vous pouvez ensuite suivre votre investissement, voir l'entreprise évoluer et être en permanence en lien avec la réalité économique de celle-ci.

C'est un placement offrant une vraie visibilité avec un accès direct à l'information.

L'idée n'est pas de perdre de vue l'objectif premier qui est la création de valeur, mais en plus de cet objectif, force est de reconnaître qu'investir dans une PME reste de loin le meilleur moyen de participer activement à la croissance de l'emploi et des richesses de notre pays.