

# La dette explose à mauvais escient



La dette des acteurs économiques poursuit sa hausse, qu'il s'agisse d'États, de ménages ou d'entreprises, et ces dettes sont contractées pour de mauvaises raisons.

Évidemment, la politique de taux très bas, constatée partout dans le monde, justifie que la dette augmente, les acteurs économiques étant très logiquement attirés par un endettement à bas coût.

Pour autant, certains de ces acteurs ont significativement augmenté leur niveau de dettes pour de mauvaises raisons.

Au bas de l'échelle, les ménages, dont le niveau de dettes s'approche aux États-Unis et en Europe des niveaux historiques les plus élevés. Fin 2018, la Banque de France alertait sur le fait que les ménages français étaient les seuls en Europe à voir leurs dettes augmenter. Six mois plus tard, c'est l'ensemble des dettes des ménages d'Europe qui croît rapidement. Si le niveau général de la dette des ménages en Europe est plus faible que fin 2008, c'est seulement dû aux défauts de remboursement (aux faillites) exceptionnels observés en Espagne sur la dernière décennie car, en dehors ces défauts, la dette a poursuivi sa croissance.

Du côté des États-Unis, les dettes des ménages et des entreprises cumulées représentent plus de 152% du PIB, soit plus d'un an et demi de richesse créée

dans le pays.

Du côté des entreprises, celles-ci sont de plus en plus nombreuses à s'endetter pour racheter leurs propres actions et faire monter leur cours de bourse plutôt que d'investir pour la croissance de demain. Cette vision à court terme, qui n'aboutit qu'à enrichir les actionnaires, inquiète et ne positionne plus l'entreprise comme un acteur économique qui prépare sa croissance, mais qui devient gérant de sa rente, une catastrophe à long terme.

Un peu plus haut sur l'échelle, et nous l'avons déjà souvent souligné ici, tous les Etats n'ont pas le même comportement. En Europe, la France et l'Italie, les très mauvais élèves, profitent des taux bas pour ajouter encore et encore de la dette plutôt que de réformer pour réduire la charge de la dette.

Tout en haut de l'échelle, se trouvent les banques centrales qui favorisent tous ces phénomènes avec l'objectif de relancer l'inflation, mais rien n'y fait.

L'économie mondiale est vigoureuse, beaucoup de pays sont au plein emploi, mais l'inflation ne vient pas et les taux qui devraient se normaliser continuent de baisser. Au Japon, la Banque centrale détient plus de 60% des dettes émises par les grandes entreprises du Nikkei. Cela a également pour effet de favoriser encore un peu plus la baisse des taux, et de faire monter artificiellement les cours de bourse, mais en aucun cas ne favorise l'investissement et donc la croissance de demain.

Et c'est bien tout le problème des mois ou années à venir : la crainte d'une récession. Pour certains dans 18 mois, pour d'autres dans 3 à 5 ans, la fin de cycle de croissance s'approche. Avec des taux si bas, des investissements en retard et des niveaux de dettes colossaux, les marges de manœuvre seront faibles et le coup de frein économique sera donc amplifié, en espérant qu'il ne soit pas doublé d'une crise de dette.

---

## L'or attire de nouveau



Le marché de l'or n'échappe pas à la grande agitation créée sur les marchés financiers par les guerres commerciales que livrent les Etats-Unis. Mais, contrairement à d'autres, il commence à tirer profit des craintes engendrées chez les investisseurs. Récemment, l'or a signé sa plus forte hausse hebdomadaire depuis six mois.

En un peu plus d'un mois, alors qu'il était au plus bas de l'année début mai, le cours a repris près de 6 %. Et, avec la recrudescence des menaces de Trump sur la taxation tous azimuts des importations vers les USA, le prix du métal précieux ne cesse de monter.

Les signes d'un ralentissement de la croissance économique mondiale poussent les investisseurs vers l'or, actif qu'ils considèrent alors comme une valeur refuge. Dès qu'un mauvais chiffre économique provient des États-Unis, comme par exemple le ralentissement des créations d'emplois, l'or monte ; avec des hausses toujours supérieures à 1% dans la journée.

Le cours de l'or est généralement influencé par trois facteurs : la peur, la faiblesse du dollar américain et la crainte d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt américains.

L'or est donc en vogue auprès des investisseurs qui en achètent à travers les ETF (trackers, instruments financiers qui reproduisent le cours de l'or) mais pas

seulement.

L'appétit des banques centrales est grandissant, en témoigne l'impressionnante hausse de la demande indienne de 74 % en avril et mai comparé à la même période l'an passé.

Toutefois, les analystes s'accordent pour dire que, pour aller au-delà de son estimation de 1350 dollars l'once en moyenne sur les six mois à venir, il faudra une chute plus forte des marchés d'actions.

Alors se pose la question de comment acheter de l'or. Ce n'est pas si simple. Il est toujours possible d'acheter des napoléons ou autres lingots auprès des banques, mais aujourd'hui les volumes d'achat d'or se font soit par ETF qui répliquent les variations du cours de l'or, soit par investissement dans les mines d'or. Un équilibre entre ces deux investissements nous paraît idéal.

---

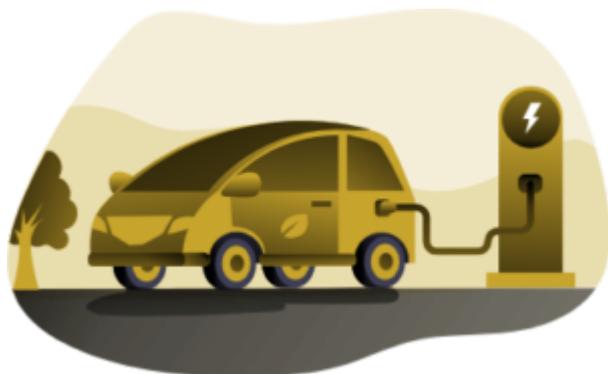
Pendant ce temps-là...



L'équipe de Carat Capital est heureuse et fière de fêter la 50<sup>ème</sup> édition de ce bulletin né en 2010.

L'occasion de vous remercier de vos lectures assidues et de vos nombreux et réguliers encouragements et commentaires. Restez connectés, dans le 51<sup>ème</sup>, on vous réserve une grande nouvelle...

## Le monde change



« Accélérer la transition vers une énergie durable dans le monde »

C'est l'objectif du constructeur de voitures électriques Tesla. La société vient en effet d'investir 6 milliards de dollars dans une usine de fabrication de batteries, avec pour objectif de réduire les coûts grâce à des volumes gigantesques, et afin de rendre la voiture électrique abordable pour le plus grand nombre.

## Perspectives économiques et financières



### La politique est toujours au centre du jeu, mais...

Sur ce point, le fait marquant vient des opposants à Donald Trump. En effet, le sénateur républicain Lindsey Graham, fidèle allié de Trump au Congrès, s'est associé à une démarche des démocrates pour révoquer la décision de Trump de vendre des armes à l'Arabie Saoudite et aux Emirats arabes unis. Trump avait évoqué le caractère d'urgence pour autoriser cette vente. Un accord bipartisan existerait donc au Sénat pour bloquer Trump. Dans le même temps, d'autres sénateurs républicains préparent un projet de loi qui retirerait au président américain ses prérogatives en matière de droits de douane, pour réduire l'impact des déclarations tous azimuts de Trump sur la guerre commerciale. Le Congrès (la Chambre des représentants et le Sénat américain) semble commencer à prendre conscience que cette guerre commerciale pourrait bien tourner en guerre froide et priver les Etats-Unis de liens commerciaux essentiels avec une partie de la planète.

Sur le plan économique, si l'inflation continue d'inquiéter par sa faiblesse, l'ensemble des indicateurs rassure : ventes au détail, créations d'emplois, tout semble stabilisé pour un niveau de croissance largement satisfaisant.

Dans la zone euro, les difficultés dans l'industrie se poursuivent, notamment en Allemagne et en Italie. Le climat politique reste tendu en Italie mais aussi au Royaume-Uni, où le risque de voir un « hard-brexiter » prendre la suite de

Theresa May se renforce. L'Italie semble en effet faire le maximum pour éviter des sanctions de l'Union européenne compte tenu d'un réel et fort dérapage budgétaire. Cela provoque beaucoup de tensions au sein du gouvernement et il y a fort à parier que cela pourrait conduire à de nouvelles élections d'ici la fin de l'année.

Le Royaume-Uni semble de son côté prendre le chemin d'un « No Deal » avec l'Union européenne, probablement le plus gros risque de secousse de la deuxième partie de l'année en Europe, d'autant qu'économiquement le pays souffre d'une baisse significative de la demande externe et accumule des niveaux de stocks intenable à long terme.

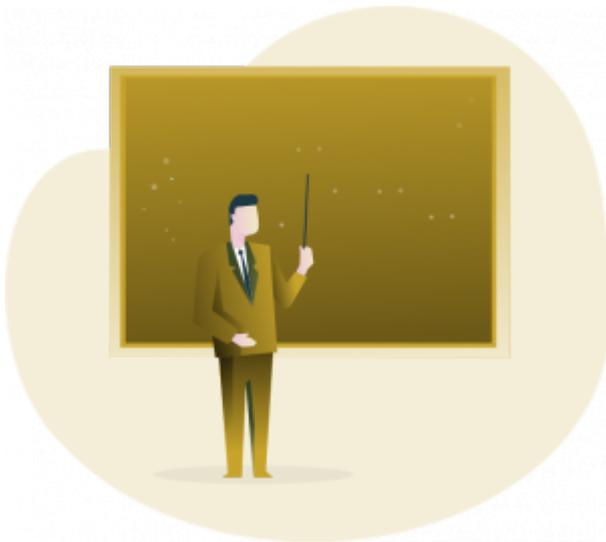
En Chine, le rebond des ventes au détail rassure sur la consommation mais la production industrielle continue de ralentir : 5% en glissement annuel, le chiffre le plus bas depuis 17 ans. L'indice manufacturier est stable alors que les commandes sont en hausse. La Chine écoule donc ses stocks plus vite mais n'accélère pas sa production alors que les industries ne sont utilisées qu'à 75% de leur capacité.

Comme vu précédemment au niveau des taux, nous avons à nouveau atteint des records de taux bas et les banques centrales se coordonnent pour poursuivre cette politique accommodante. La banque centrale américaine (la Fed) pourrait même baisser ses taux directeurs à l'automne.

Du côté des monnaies, le dollar s'affaiblit tout doucement mais la poursuite des politiques accommodantes pourrait l'affaiblir de manière plus importante encore. A l'inverse, une récession lui donnerait de la vigueur mais nous pensons plutôt à un affaiblissement à court terme.

---

## Nos convictions



Dans cet environnement ambivalent, il convient de rester globalement prudent tout en exposant les portefeuilles aux actifs risqués et aux zones géographiques qui bénéficient de la croissance et des taux bas : luxe, technologie, immobilier coté. Il est surtout très important d’être opportunistes et d’accepter de changer de stratégie rapidement pour ceux qui acceptent de prendre des risques.

**Pour les stratégies obligataires, la généralisation des politiques accommodantes redonne des couleurs à certaines stratégies particulières.**

- Nous étions revenus à l’investissement sur les obligations High Yield européennes et avons bien profité de la baisse des taux sur les échéances les plus courtes. Nous maintenons cette idée mais réduisons le volume car les taux sont probablement proches des zones les plus basses.
- Nous maintenons l’idée d’achat sur les emprunts d’Etat américains, malgré le risque de change que cela suppose, car la baisse des taux annoncée de la banque centrale américaine sera favorable.
- Les obligations émergentes dont le taux de rendement est intéressant restent notre position obligataire favorite. Nous privilégions les obligations libellées en dollars.

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

- Maintien de l'exposition des actions qui bénéficient du développement de la consommation interne chinoise.
- Réduction des actions européennes en général, et en particulier les secteurs de croissance qui nous paraissent très chers : certains segments du luxe, la santé, qui ont pleinement bénéficié de la baisse des taux.
- Les actions sur les thématiques de la digitalisation ou robotisation restent attractives même si le rebond récent nous laisse penser qu'il faut réduire légèrement l'exposition.
- Globalement, le maintien des taux bas et des bénéfices des entreprises plaide pour un maintien des positions actions. Toutefois, les niveaux actuels de marché méritent de réduire le niveau d'exposition au fur et à mesure que les marchés montent.

Nous pensons que le contexte justifie de conserver des positions sur l'or qui a enfin évolué positivement et les métaux précieux en général.

Les évolutions de la parité euro-dollar justifient de maintenir un faible niveau de dollar dans les portefeuilles des investisseurs européens que nous sommes.

---

## Focus

# La crypto-monnaie : bonne ou mauvaise idée d'investissement



A l'heure du lancement du Libra, la cryptomonnaie développée par Facebook qui promet d'être massivement utilisée dès son lancement en 2020, se pose la question de l'intérêt d'investir sur les cryptomonnaies.

C'est une question légitime que certains se posent, alors que les cours du Bitcoin flirtent avec le seuil des 10 000 dollars l'unité contre 3 000 dollars il y a un an et surtout 13 dollars à son lancement, ce qui vaut à ceux qui ont investi parmi les premiers d'être millionnaires. Alors faut-il investir très tôt dans le Libra, la cryptomonnaie présentée par Facebook ?

Le Libra a un mécanisme conçu pour garantir la stabilité de son cours de façon à ce qu'elle soit utilisée dans la vie de tous les jours. C'est la différence fondamentale avec les bitcoins qui sont conservés dans l'espoir d'une plus-value future. Le Libra deviendrait donc la première vraie monnaie en version crypto.

Une fois ses réserves constituées (un milliard de dollars pour commencer), Facebook va indexer son Libra sur un panier de devises traditionnelles (dollar, euro, livre sterling et yen). Ainsi, la valeur du Libra devrait rester relativement stable car ces grandes monnaies sont celles qui fluctuent le moins les unes par rapport aux autres dans le monde. Il est donc peu intéressant d'investir dans une cryptomonnaie dont le cours ne devrait varier qu'à la marge, sauf à considérer qu'en cas de crise majeure le Libra devienne une monnaie refuge : avouons-le, nous n'y croyons pas aujourd'hui, surtout dans les pays développés où la puissance du système financier et monétaire rend la monnaie solide.

En revanche, cela pourrait se révéler intéressant dans les pays économiquement peu stables. Ils visent notamment le Venezuela où l'inflation devrait atteindre 10 000 000% en 2019 selon le Fonds Monétaire International. Parmi les autres

candidats sérieux à la thésaurisation du Libra : le Zimbabwe (73,4% d'inflation attendue en 2019), le Soudan (49,6%), l'Argentine (43,7%), l'Iran (37,2%), le Soudan du Sud (24,5%), le Libéria (22,3%), l'Angola (17,5%), la Turquie (17,5%), l'Ouzbékistan (16,5%), le Sierra Leone (15,8%), la Libye (15%), Haïti (14,9%), l'Égypte (14,5%), le Turkménistan (13%), le Nigeria (11,7%) et la Zambie (10,7%). Certains citoyens vivant dans des États comme Cuba et la Corée du Nord pourraient également y trouver un intérêt s'ils parviennent à briser la censure de leur Internet.

Une fois installée de cette façon dans le paysage économique mondial, le Libra aura gagné en solidité et crédibilité et deviendrait alors un concurrent sérieux aux grandes monnaies qui dans le même temps faiblissent par érosion de taux bas et de planches à billets en fonctionnement permanent.

Alors, il sera peut-être intéressant d'avoir quelques libras ou quelques bitcoins cachés sous son matelas en prévision de jours sombres.

## Focus

# Investir dans l'éducation



Les fonds d'investissement sont de plus en plus nombreux à s'intéresser au marché de l'enseignement supérieur. Présents lors de la conférence EducPros du 22 mars dédiée au sujet, plusieurs représentants de ces institutions ont détaillé les raisons de leur intérêt pour le secteur. Mettant en avant une volonté de qualité... et de rentabilité.

« Aujourd'hui, environ 20 % des effectifs de l'enseignement supérieur français étudient dans le privé. Mais, en termes de flux, depuis 2001, 70 % de la progression des effectifs étudiants vient du privé. » Ce sont les chiffres présentés lors de l'introduction de la conférence EducPros.

Depuis quelques années, les acteurs financiers s'intéressent de plus en plus au secteur de l'enseignement supérieur. Parmi les raisons de cet engouement, les investisseurs évoquent très vite la croissance soutenue de ce marché que ce soit en formation initiale ou continue.

L'éducation est un besoin fondamental. La démographie étudiante est croissante dans le monde et les familles sont prêtes à investir, car elles ont conscience que l'enseignement supérieur détermine le début de carrière. Et cela est vrai dans tous les milieux sociaux.

Si la croissance du marché attire les investisseurs, ces derniers sont également séduits par la stabilité dont le secteur fait preuve et la puissance des marques en présence. L'enseignement supérieur offre une bonne visibilité. Une fois l'élève recruté, il passe plusieurs années dans l'établissement, ce qui permet d'assurer une rentabilité. Les investisseurs apprécient ce secteur car il correspond pour eux à une rentrée d'argent régulière et certaine : des flux financiers assurés sont très utiles pour les fonds d'investissement qui contrebalancent ainsi les risques pris dans d'autres secteurs.

Les fonds d'investissement estiment qu'il existe une large marge de progrès en termes de professionnalisation du secteur. Longtemps, l'enseignement supérieur privé est demeuré un peu artisanal, fondé par d'anciens professionnels, qui devaient se débrouiller pour équilibrer les comptes. Désormais, les établissements sont dirigés par des personnalités ayant un double parcours. D'une part académique, pour rester proches du corps enseignant, et business, pour développer leur marque.

Autre intérêt enfin, c'est un secteur très atomisé qui ne demande qu'à se consolider. Ce sont donc de réelles opportunités d'économies d'échelle en perspective, en créant des groupes associant différentes marques.

L'enseignement supérieur privé, qui a longtemps été très local, devient de plus en plus international, les actifs et les étudiants n'hésitant pas à bouger. Il y a donc une possibilité d'exportation et des opportunités de grossir.

Toutefois, ce secteur reste particulier. Ce sont forcément des investissements de long terme, tournés vers une qualité de service irréprochable et qui ont pour but d'améliorer la formation, la professionnaliser, et porter en dehors de nos frontières un savoir-faire et une certaine image de la France. Avec ce type d'investissement qui parle à toutes les familles, les fonds de private equity qui se démocratisent actuellement n'ont pas fini de séduire.