

# LETTRE MENSUELLE

**Septembre 2017**

**« Document destiné à des investisseurs qualifiés »**

# Economie

## □ N'est pas Neymar qui veut

A ma grande honte, je dois confesser que j'ignorais jusqu'à peu qui était Neymar junior et, sommet de l'indécence, quelle était l'étendue de ses talents. Que l'on se rassure, cette lacune a été comblée au cours d'un été par ailleurs plutôt serein puisque le patriarce suprémaciste et le jeune héritier de la seule dynastie communiste de l'histoire ont finalement renoncé à s'affronter autrement que de manière verbale. Du coup, le transfert du joueur du Barca vers le PSG a engorgé les faisceaux médiatiques et déclenché une avalanche d'informations qui a permis de comprendre que, sur le plan financier, les mérites d'un joueur de foot étaient nettement mieux appréciés par les investisseurs que ceux d'un manager talentueux. Ainsi, tandis que la valeur d'un PSG neymarisé s'envolait, celle de l'action Carrefour plongeait de près de 25% malgré l'arrivée d'un autre super héros : Alexandre Bompard.

## □ L'un des plus beaux transferts dans l'histoire des Etats-Unis

Si les investisseurs ne font pas toujours preuve de discernement dans leur jugement il y a des raisons à cela. Prenons le cas de Donald Trump dont il est difficile de penser - au-delà de toute polémique - qu'il a accompli de grandes choses dans le domaine de la politique économique depuis son arrivée au pouvoir. Et pourtant, si l'on en juge par la progression des principaux indices boursiers américains depuis novembre dernier, il devrait être considéré comme l'un des plus beaux « transferts » dans l'histoire des Etats-Unis (titre qu'il s'auto décerne avec régularité). Ce paradoxe - car c'en est vraiment un - n'est pas aussi étonnant qu'il apparaît car, contrairement à ce qui est habituellement seriné par les commentateurs de la chose financière, le fonctionnement de la mécanique boursière est assez déconnecté de celui de l'économie réelle.

## □ Scruter une possible récession américaine

Du moins tant que tout va bien ou à peu près sur le plan économique car alors (sauf cas d'espèce très particulier, nous reviendrons sur ce sujet plus loin) les indices boursiers évoluent plutôt sur une pente haussière. Et cette pente dépend certes de l'ampleur de la croissance domestique mais d'autres facteurs jouent un rôle également important : dynamique mondiale, niveaux des taux d'intérêt et des taux de change et, bien sûr, liquidités disponibles. Tout change, en revanche, quand les choses passent au rouge du côté de « main street » car alors « wall

street » se reconnecte avec la réalité qui apparaît tout à coup dégradée. Et naturellement, cette reconnexion est d'autant plus brutale que la déconnexion précédente était importante. Ceci explique et justifie l'importance que la recherche doit accorder à la probabilité d'une récession (ou d'une forte inflexion de la croissance) aux Etats-Unis puisque ces derniers restent le marché directeur pour l'ensemble de la planète.

## □ La recherche des acronymes n'est pas anodine

La question semble d'autant plus pertinente aujourd'hui que tout un chacun est conscient de la très forte valorisation des marchés américains. C'est notamment le cas dans le domaine de la technologie où l'on retrouve nombres de similitudes avec des situations antérieures qui ont laissé des souvenirs moroses. La recherche des acronymes, par exemple, n'est pas anodine car elle donne l'illusion d'assembler dans une même fratrie exclusive des perspectives de croissance qui peuvent s'avérer assez différentes. On l'a constaté à l'époque des BRICs dont les trajectoires sont disparates depuis plusieurs années et l'on pourrait avoir des surprises similaires avec les FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google), récemment rebaptisés FAAMA en raison des évolutions de structure chez Google (avec l'arrivée d'Alphabet) et de l'adjonction d'Apple et de Microsoft qui ont dû se sentir vexés de ne pas appartenir à ce club très recherché par les investisseurs.

## □ 1000 Mds de \$ de market cap pour Apple ?

Cette manie touche même d'autres pays, à l'instar des BAT (Baidu, Alibaba et Tencent) qui constitue l'acronyme le plus *hot* dans le secteur de la technologie chinoise et permet aux entreprises concernées d'atteindre des valorisations très élevées. La barre des 1000 Mds de \$ de capitalisation boursière serait même en vue pour Apple selon les prévisions des analystes les plus optimistes. En soi, rien de répréhensible soutiennent-ils puisque de telles valorisations sont justifiées par l'émergence de révolutions technologiques d'une puissance et d'une force inconnues jusqu'alors. Et de comparer la situation actuelle à celle de l'arrivée du télégraphe ou de l'automobile ou bien encore au développement du chemin de fer qui a donné lieu à d'homériques batailles boursières.

## □ « L'électricité du 21<sup>ème</sup> siècle »

Et nul ne peut contester l'importance du processus qui se déroule sous nos yeux même si il peut sembler manquer de cohérence pour certains observateurs. Il

est vrai que nous ne sommes plus dans la même configuration que celle du premier boom technologique qui a associé d'une part de grands acteurs (Intel, Cisco, Microsoft ou Dell) qui ont établi les structures du réseau internet et d'autre part un foisonnement de petites sociétés qui ont tenté d'exploiter les potentiels de cette technologie révolutionnaire. Le boom auquel nous assistons est différent car les innovations qu'il génère sont multiples (de l'intelligence artificielle au développement du loisir virtuel en passant par la socialisation 2.0 et la chirurgie en impression 3D) et ne peuvent pas facilement s'englober dans un concept unique. Jack Ma, le fondateur du portail chinois Alibaba, estime que le fil directeur de la révolution actuelle consiste dans la collection et le traitement des données, ce qu'il qualifie « d'électricité du 21ème siècle ».

### □ Il convient de s'interroger sur la valeur des données

Cette approche, si on la juge pertinente, conduit à s'interroger sur la valeur des données et de leur usage et ce non pas pour l'intermédiaire (le marchand) mais pour l'utilisateur final qui sera *in fine* le juge de paix du marché et de ses prix lorsque la frénésie laissera place à une organisation et des acteurs mieux structurés et établis. C'est probablement à cette aune qu'il conviendrait de juger le potentiel des sociétés très diverses qui sont présentes sur ce créneau. Je dis bien conviendrait car il n'est pas facile de s'affranchir des positions existantes sur l'échiquier technologique pour tenter d'anticiper à deux ou trois coups. Pour l'heure l'on doit se raccrocher aux méthodes d'évaluation traditionnelles et le message qu'elles délivrent n'est pas aussi tranché qu'on pourrait le craindre.

### □ Un boom historiquement « raisonnable » pour les sociétés cotées...

Bien sûr, la hausse des cours boursiers des grandes sociétés du secteur technologique américain a été impressionnante dans le courant de cette décennie (ils ont été multipliés par trois et demi). Mais cette hausse n'est pas spécialement extravagante quand on la compare aux progressions des titres vedettes lors des précédents booms (elles étaient comprises entre 300% et 1900% avant que les choses ne tournent mal). Au surplus, même si quelques exceptions se traitent sur des P/E démesurés, le secteur dans son ensemble affiche un rapport cours bénéfice inférieur à 20 (de l'ordre de 19 actuellement) ce qui n'est pas spécialement choquant pour ce type d'industrie. Enfin, et c'est sans doute le point le plus important, les *starts up* actuelles se financent majoritairement par

le biais des fonds de *private equity* et n'ont recours au marché qu'une fois mieux établies et, généralement, bénéficiaires.

### □ ...bien moins raisonnable pour les entreprises non cotées

Certes, il serait naïf d'ignorer les passerelles qui existent entre les deux formes de financement. Et il serait tout aussi naïf d'ignorer l'emballement qui s'est emparé du marché du *private equity* qui n'a pas hésité à injecter près de 200 Mds de \$ depuis trois ans dans des projets technologiques. Avec l'espoir de participer à la création et au développement de ces fameuses « unicorns », c'est-à-dire des entreprises dont la valeur dépasse le milliard de \$. Il en existerait aujourd'hui plus de 250 dans le monde, appartenant pour l'essentiel au secteur de la technologie et la vitesse de leur développement suscite quelques inquiétudes puisqu'une remise en question des valorisations (souvent extrêmes) appliquées dans la sphère non cotée ne manquerait pas d'avoir des effets sur les titres des sociétés cotées en bourse.

### □ Le nouveau Président a contribué à ralentir le mouvement de hausse de taux

Mais d'où viendrait cette remise en question ? D'une déception provoquée par des perspectives bénéficiaires inférieures aux attentes ou repoussées dans le futur ? Peut-être mais c'est une probabilité qui semble assez faible ; il suffit pour s'en convaincre de regarder l'exemple du développement d'Amazon que les investisseurs ont bien en tête. En réalité, ce sont les liquidités disponibles (et leur coût) qui forment le cœur de la dynamique et façonnent ce marché en lui permettant de se maintenir à un niveau de prix élevé. Et c'est sans doute ce qui explique le succès de la bourse américaine (largement porté par celui du Nasdaq) depuis l'arrivée de Donald Trump. Paradoxalement, en réduisant les espoirs d'une relance économique que ses relations difficiles avec le Congrès rendent peu probable, le nouveau Président a contribué à ralentir le mouvement de hausse de taux et, partant, à maintenir la machine à cash dans une dynamique favorable.

### □ Si, si et si...

En conséquence, le fait que l'économie américaine évolue sur une pente plutôt molle depuis quelques trimestres a probablement constitué l'élément de

soutien majeur pour les marchés financiers américains et, par voie d'extension, mondiaux. Si les promesses économiques de relance faites par le candidat Trump avaient été mises en œuvre dans les premiers mois de son mandat, il est plus que probable que les taux courts américains seraient aujourd'hui au moins proches de 2% et les taux longs bien au-dessus de 3%. Dans cette hypothèse le dollar se serait probablement encore renforcé, notamment vis-à-vis de l'euro mais également contre d'autres devises, contribuant à stresser les marchés obligataires publics et privés et, par extension, l'ensemble des actifs à risque.

### ❑ Les banques d'affaires américaines sont prudentes

L'immobilisme de Trump dans ce domaine pourrait donc être salué, à condition bien sûr qu'il ne débouche pas sur un ralentissement trop prononcé de l'activité. C'est ce type de scénario qui commence à être redouté par plusieurs grandes banques d'affaires américaines qui recommandent, en conséquence, une certaine prudence à leurs clients. Leurs arguments tournent pour l'essentiel autour de la notion de cycle, notion qui est historiquement pertinente pour l'économie américaine. Ils s'inquiètent en premier lieu de la longueur inhabituelle du cycle actuel qui dure maintenant depuis plus de huit ans, ce qui le condamne d'après plusieurs analystes, à connaître une fin prochaine.

### ❑ Les marges commencent à plafonner

Et si le cycle des affaires se retourne, il est probable que celui des bénéfices suive le même chemin. D'autant que, dans ce domaine également, les choses pourraient sentir le roussi dans la mesure où les marges avant impôts des entreprises américaines (prises dans leur ensemble) commencent à plafonner depuis plusieurs trimestres et pourraient même avoir commencé un lent déclin (du moins en pourcentage de leur chiffre d'affaires). De fil en aiguille, tout un chacun comprendra aisément que si la situation bénéficiaire des emprunteurs se dégrade cela amènera nombre d'opérateurs à s'interroger sur la pertinence des prix actuellement pratiqués sur les marchés de crédits privés. Est-il en effet raisonnable d'accepter des primes aussi faibles alors que les risques de liquidité et de hausse de la volatilité pourraient être bien réels, sans parler d'une hausse des défauts de paiement ?

### ❑ Le degré de corrélation entre les différentes classes d'actifs à un plus bas de dix ans

Enfin, l'un des arguments avancés par une étude récemment publiée tourne autour de la notion de corrélation et semble assez intéressant. Il émane de Morgan Stanley qui compile depuis plusieurs années un indice de corrélation globale des différentes classes d'actifs financiers (actions, crédit public et privé, devises et matière premières). Il ressort de cette analyse d'une part que le degré de corrélation à six mois est au plus bas depuis dix ans et d'autre part que cette « anomalie » n'a été que marginalement remise en cause par la crise nord-Coréenne ou les violences raciales de Charlottesville. Ce qui montre que le désintérêt des marchés – non seulement américains mais mondiaux – pour les événements qui ne sont pas de nature financière ou éventuellement économique est devenu important et *de facto* préoccupant.

### ❑ Notre point de vue sur le cycle américain...

Nous reviendrons sur ce dernier constat car il est porteur d'enseignements précieux. Mais avant cela, il nous faut donner notre point de vue sur l'avancée du cycle américain. Point de vue, disons le tout de suite, mitigé. Rappelons au préalable que nous avons adopté une approche nuancée sur la dynamique américaine depuis début 2016 en raison de la remontée du dollar, principalement, et de celle des taux, de manière accessoire. Nous estimions alors que, même adouci par des circonstances exceptionnelles, le principe du cycle américain n'était pas mort et qu'il fallait considérer en conséquence les années 2014 et 2015 (croissances du PIB respectives de 2.6% et 2.9%) comme l'apogée de la période d'expansion débutée en 2009. Il ne nous semblait pas pour autant certain que la suite des événements amène nécessairement vers une récession, l'hypothèse d'une période assez longue de croissance plutôt faible étant alors évoquée.

### ❑ ...n'a pas vraiment changé

Près d'un an et demi plus tard, notre scénario n'a pas vraiment changé. L'économie américaine a effectivement ralenti de manière significative en 2016 (PIB en hausse de 1.5%) sans toutefois tomber en récession et il semble que l'année 2017 poursuive cette même tendance, peut-être de manière un peu plus favorable (la hausse du PIB pourrait être plus proche

des 2% que des 1.5%) comme le laisse supposer la statistique du second trimestre qui montre un rebond de l'activité après un premier trimestre décevant (PIB en hausse de 3% en rythme annualisé au T2 contre 1.2% au T1). Toutefois un élément pourrait commencer à peser favorablement sur les comptes externes et par voie de conséquence sur l'activité globale : le dollar. Après une période d'appréciation assez forte entre mi 2014 et janvier 2016 (près de 15% en taux de change effectif réel), la devise américaine est en effet pénalisée par la politique monétaire prudente menée par la Fed.

### ❑ **La baisse du dollar écarte à priori le risque d'une récession**

Cette baisse du dollar qui est désormais suffisamment significative pour avoir un effet positif à partir de l'an prochain dans un contexte de marché de l'emploi dynamique qui autorise des hausses de revenus non négligeables écarte, à priori, le risque d'une récession aux Etats-Unis pour les trimestres à venir et, partant, écarte (toujours à priori) les risques d'une baisse significative des marchés actions américains liée à une remise en cause de la croissance des bénéfices. Certes l'hypothèse d'un durcissement plus marqué de la politique monétaire ne peut pas être totalement écartée mais elle est marginale à mon sens puisque Madame Yellen devrait être remplacée début 2018 par un affidé de Trump qui ne prendra probablement pas le risque de mettre des bâtons dans les roues de l'actuelle administration.

### ❑ **Un couple d'indicateurs perturbe l'analyse logique**

Tout est-il donc pour le mieux dans le meilleur des mondes boursiers ? Pas complètement, hélas. Car il est un couple d'indicateurs qui perturbe cette analyse logique et construite : l'absence de volatilité et l'étrange manque de corrélation entre les différents actifs financiers. Ces mesures montrent en effet que les investisseurs de l'ensemble de la planète (et spécialement ceux qui investissent sur les marchés américains) font montre d'une confiance telle dans la poursuite (régulière) de ce marché haussier qu'ils entendent ignorer les risques géopolitiques et ce même lorsque leur probabilité croît assez fortement. Dans la même veine, ils ignorent (ou feignent d'ignorer) les dangers croissants que pose une administration Trump totalement chaotique et désormais déconnectée des instances républicaines, ce qui ne pourra pas manquer d'affecter – et de manière importante – la bonne marche du processus politique et économique américain qui n'a jamais expérimenté une telle situation.

### ❑ **Conclusions : Des marchés prévisibles dans un monde qui l'est si peu**

*Les marchés mondiaux sont peut-être à un tournant car les marchés américains pourraient l'être. Non pas à cause de risques économiques immédiatement détectables ou de pressions sur les bénéfices qui semblent encore tenues. Non pas en raison d'évaluations totalement fantaisistes (la vraie bulle aujourd'hui se trouve sur le marché des crypto devises) mais plutôt parce qu'il semble difficile que les places boursières américaines continuent à être aussi prévisibles dans un monde qui l'est aussi peu. Et c'est un euphémisme.*