

Environnement financier Au Pays des Merveilles

Dans notre Brève Mensuelle d'octobre, nous constatons une accalmie sur les marchés financiers, après la correction du mois d'août, suivie d'un fort rebond en septembre, ce dernier ayant été largement alimenté par l'intervention des banques centrales. Après s'être installés dans un trading range sans grande tendance, **les indices boursiers enchainent les records depuis début novembre, portés par un sentiment général optimiste** : la récession tant redoutée pourrait finalement être évitée, chinois et américains seraient sur le point d'enterrer la hache de guerre (sic), le Brexit ne serait plus une source de préoccupation, enfin la croissance, même molle, serait au rendez-vous en 2020 – en témoignent les bonnes surprises en provenance des sociétés (resic / cf notre Focus en page 2).

Cette bonne humeur, entretenue par des configurations graphiques acheteuses, ne se fonde cependant que sur des impressions, en totale déconnexion avec les données économiques. En effet, du côté des entreprises, le consensus a certes été battu au T3, mais **les marges et résultats se dégradent** – tandis que **les capitalisations boursières explosent** : il existe une réelle dichotomie entre la réalité des publications et leur perception, notamment dans le secteur technologique.

Les PER sont désormais supérieurs à leur moyenne historique – justifiés notamment par des niveaux de taux très bas (négatifs en Europe et historiquement faibles aux USA, alors que le pays est en période de plein emploi) ; surtout la perspective de banques centrales ultra accommodantes « *whatever it takes* » et pour une durée indéterminée semble modifier les lois de l'offre et de la demande : **nous avons largement commenté les risques induits par une politique de taux négatifs dans notre Lettre Trimestrielle du T3** et nous revenons sur ce thème en page 3, car il semble plus que jamais faire débat.

Cependant **l'impression d'un sauveur omnipotent, quel que soit le niveau de dettes, de ralentissement de l'économie mondiale et de gesticulations politiques, semble soutenir les actions**, indépendamment de toute analyse économique traditionnelle - voire rationnelle.

Dans ce contexte il est permis de se demander si on ne serait pas en train de changer de paradigme (auquel cas les systèmes sociaux, institutions et appareils gouvernementaux que nous connaissons aujourd'hui feront nécessairement l'objet à termes de restructurations, en douceur ou par la force) mais il est aussi une autre hypothèse que nous pourrions avancer pour les semaines à venir : **les marchés financiers sont friands d'exubérance en fin d'année**. Ils ont pêché par excès de pessimisme fin 2018 et nous pourrions bien assister à l'excès inverse en 2019 – à **savoir un enthousiasme débridé, décorrélé de données factuelles**. Comme d'autres gérants et économistes, nous tirons la sonnette d'alarme : nous nous inquiétons de la compression des marges, de la détérioration tendancielle des résultats, alors que les niveaux de dette et les capitalisations boursières atteignent des sommets historiques. Ce qui vaut au niveau microéconomique se reflète également dans la macroéconomie : baisse de la croissance mondiale, données statistiques en berne, déficits exponentiels, maintien des économies à flot par l'injection massive de liquidités.

INDICES	Devise	Performance 2018	Performance YTD au 15/11/19
MSCI Monde	USD	-11.18%	+23.38%
MSCI Monde EUR	EUR	-6.76%	+25.53%
DOW JONES	USD	-5.63%	+20.05%
S&P 500	USD	-6.24%	+24.48%
NASDAQ	USD	-3.88%	+28.72%
EuroStoxx 50	EUR	-14.34%	+23.66%
Stoxx 600	EUR	-13.24%	+20.25%
CAC 40	EUR	-10.95%	+25.55%
DAX 30	EUR	-18.26%	+25.41%
FTSE MIB	EUR	-16.15%	+28.68%
SMI	CHF	-6.65%	+22.31%
MSCI Emerging	USD	-16.63%	+8.60%
NIKKEI 225	JPY	-12.08%	+16.43%
SHANGHAI Comp	CNY	-24.6%	+15.94%
Hang Seng	HKD	-14.76%	+1.86%

Modèle Athénée Capital : Orientations et Perspectives

Même si notre analyse s'avère extrêmement prudente, **nous privilégions une performance régulière et construite sur la substance des chiffres économiques** – plutôt qu'une stratégie basée sur du « *wishful thinking* » et dont la solidité peut être balayée d'un coup de tweet !

Nous observons depuis deux trimestres une dégradation substantielle des résultats de sociétés, une augmentation massive de la dette corporate (qui demeurerait supportable par les entreprises tant que les taux restent bas ET que les croissances bénéficiaires s'améliorent, ce qui ne transparaît pas dans les récentes publications).

Ainsi, malgré l'optimisme retrouvé des opérateurs depuis novembre, **nous préférons une gestion défensive, raisonnée et raisonnable, avec une allocation favorisant les actifs réels** (immobilier - or) **et les stratégies optionnelles** : nous mettons à profit la faible volatilité de toutes les classes d'actifs en vue de maximiser les protections. **Nous conservons des liquidités pour saisir d'éventuelles opportunités sur repli** (actions Europe / Pays Emergents / Japon).

Allocation Tracker Classique	Perf. 2019 YTD Au 15.11.19	Perf. 2018
Performance 15/11	+6.13%	-5.07%

Notre Focus Trimestriel

La Stratosphère des Capitalisations Boursières

Les résultats américains publiés au titre du 3ème trimestre ont été particulièrement attendus par les investisseurs, qui redoutaient les effets du ralentissement économique mondial et de la guerre tarifaire sur l'activité des entreprises. De ce fait, **les anticipations ont été revues assez drastiquement à la baisse en septembre** ; des « *whisper numbers* » peu ambitieux ont permis d'offrir leur lot de bonnes surprises : ainsi les publications US au 3ème trimestre ont dépassé de plus de 4.5% les prévisions des analystes (soit le même taux de bonnes surprises qu'au 2ème trimestre, où les résultats avaient déjà été revus en baisse). Ces révisions ont provoqué une vague de soulagement – voire d'emballlement, facteur superficiel de soutien pour les indices depuis début novembre.

Ces bonnes surprises sont en réalité l'arbre qui cache la forêt – la forêt étant d'une part les fortes disparités sectorielles et d'autre part **le recul sensible des résultats US d'une année sur l'autre, malgré la hausse des chiffres d'affaires.**

Les résultats américains du 3ème trimestre sont en repli :
- de -0.85% pour le SP500,
- de -2% pour le Nasdaq 100,
- et de -4% pour le Dow Jones !

Précisons qu'en Europe le constat est de même facture : **stagnation des chiffres d'affaires et résultats en recul de près de 1.3% pour l'Indice Bloomberg 500.** Le PER de l'Eurostoxx est actuellement supérieur à 20 contre une moyenne historique de 16 ! La croissance anticipée des BPA se situe autour de 11%, voire au-dessus... ce qui laisse songeur au regard des anticipations de croissance pour l'UE en 2020 (en l'occurrence 1.2% selon Bruxelles et 1.1% selon l'OCDE).

Ce constat est particulièrement vrai pour les sociétés emblématiques qui ont propulsé les indices à leurs sommets historiques, en l'occurrence les célèbres FAA(N)MG. Nous avons recalculé les variations de bénéfices de 7 valeurs technologiques US depuis début 2018 et les variations de leurs capitalisations boursières pour les mêmes périodes : il en ressort plusieurs constats édifiants (voir ci-contre). **Notre échantillon « le G7 Tech », détaillé en page 4, se compose de Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft, Netflix et Tesla.**

VARIATIONS DES BÉNÉFICES NETS AJUSTÉS SUR 12 MOIS GLISSANTS en Milliards USD							
"G7 Tech"	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019
ogle/Amazon/Facebook/Apple/Microsoft/Netflix/Te	03/31/2018	06/30/2018	09/30/2018	12/31/2018	03/31/2019	6/30/2019	09/30/2019
Variation des Bénéfices Nets sur 12 mois glissants en Mds de \$	30.20	36.79	44.87	41.96	28.23	16.96	3.94

← -91% sur une année →

VARIATIONS DES CAPITALISATIONS BOURSIÈRES SUR 12 MOIS GLISSANTS en Milliards USD							
"G7 Tech"	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019
ogle/Amazon/Facebook/Apple/Microsoft/Netflix/Te	03/31/2018	06/30/2018	09/30/2018	12/31/2018	03/31/2019	6/30/2019	09/30/2019
Variation de Capitalisation Boursière sur 12 mois glissants	798.29	1'065.76	620.95	63.13	771.75	361.91	634.54

Ratios Var. Capit / Var. Bénéfices	26.44	28.97	13.84	1.50	27.34	21.34	160.87
---	--------------	--------------	--------------	-------------	--------------	--------------	---------------

Source: Bloomberg

- Au 3ème trimestre 2018 les bénéfices nets, comparés aux résultats de l'année précédente (T3 2017), ont augmenté de 43 Mds \$; au T3 2019, soit un an plus tard, la hausse cumulée des bénéfices n'est plus que de 4 mds\$. **Le rythme de croissance des bénéfices a tout simplement chuté de 91% !** Sans Microsoft, on peut même parler de contraction des résultats de l'échantillon : - 2.8 Md \$ (Microsoft étant le bon élève de la classe, à l'inverse de Google et Apple).
- Sur la même période, **la variation des capitalisations boursières est restée orientée à la hausse, en totale décorrélation avec le ralentissement exponentiel de la croissance bénéficiaire**, telle qu'évoquée ci-dessus. Exception faite du T4 2018 où le ratio « variations des bénéfices / variations des capitalisations » est hors moyenne : ratio de 1.5 contre une moyenne qui se situe autour de 25.
- **Au 3ème trimestre 2019, ce ratio est tout aussi insensé – mais en sens opposé : il ressort à 160** ce qui peut être interprété comme le signe probable d'une exubérance irrationnelle – pour le moins d'une **totale déconnexion entre résultats des sociétés et valorisation en bourse.**

Conclusion en termes de Gestion

Notre scepticisme quant à la pérennité du mouvement haussier s'appuie sur les ratios d'analyse traditionnelle, de type PER, BPA, croissance bénéficiaire ainsi que sur **nos propres outils, construits à partir de chiffres réels, portant sur les sous-jacents d'investissement** (et non sur des déclarations à l'emporte-pièces dans la presse). Acheter des actions qui se payent, pour certaines, plus de 150 fois leur croissance bénéficiaire nous semble une totale aberration !

Suivi de notre Focus de Juillet- Septembre Les Limbes des Taux Négatifs

La question des taux d'intérêt négatifs a été amplement évoquée dans notre précédente Lettre Trimestrielle (Juillet – Septembre). Nous avons plus particulièrement souligné les risques pour les banques, caisses de retraites et compagnies d'assurance si cette situation venait à perdurer dans le temps.

Les excès du mois d'août se sont atténués. Le Bund (10ans allemand) offrait alors un rendement de -0.71%, il se situe aujourd'hui à -0.35%. Le 30 ans allemand est revenu à +0.12% (contre -0.28%). En Suisse les choses se sont aussi calmées : le 10 ans est à -0.61% contre -1.11% en août, les taux courts restent à -1% (le 3 mois français et allemand sont aussi dans le rouge avec une rémunération du monétaire autour de -0,60%) . Les discours de certains économistes et de banques centrales ces dernières semaines ont sans doute contribué à remettre en question un mouvement qui, au-delà de son effet psychologique, pourrait finalement ne pas produire tous les effets espérés (croissance, retour de l'inflation et pentification de la courbe des taux).

Ainsi la BCE, dans son rapport semi-annuel, a mis en en garde contre les effets secondaires potentiels de sa politique monétaire accommodante : la faiblesse des taux d'intérêt a encouragé les fonds d'investissement, les opérateurs du *shadow banking* et les assureurs à prendre des risques excessifs. "Si la faiblesse des taux d'intérêt soutient l'économie dans son ensemble, nous constatons également une augmentation de la prise de risques qui pourrait, à moyen terme, créer des problèmes de stabilité financière", a déclaré le vice-président de la BCE Luis de Guindos, propos corroborés par Christine Lagarde le 22 novembre.

Selon la Banque de Suède, le maintien de taux négatifs, sur une durée prolongée, produirait les effets inverses à ceux recherchés. Au lieu d'inciter les gens à dépenser, cela les pousserait à épargner davantage encore, en raison de l'absence de rémunération du capital.

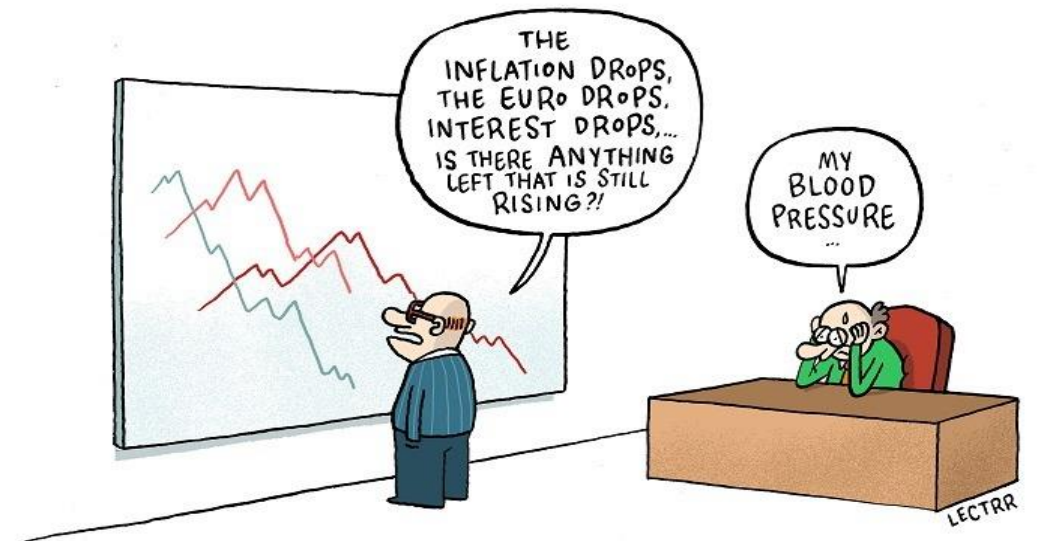
Aussi, même si les banquiers centraux se gardent bien d'évoquer un resserrement sous quelle que forme que ce soit (le pourraient-ils seulement ?), force est de constater que leur discours n'est toutefois pas à l'amplification des politiques accommodantes pour l'heure – ce qui pourrait avoir des répercussions sur les taux, et a fortiori compliquer les financements des entreprises zombies (rappelons que 20% des sociétés US sont considérées comme appartenant à la catégorie des zombies).

Conclusion en termes de Gestion

Le prix des actions nous paraît dans leur ensemble surévalué et celui des obligations est encore moins attractif.

Soit les banques centrales (les gouvernements ?!) parviennent à redonner confiance aux agents économiques, et dans ce cas, une normalisation se fera jour, entraînant une remontée des rendements, ce qui permettra aux investisseurs de profiter de meilleurs points d'entrée.

A l'inverse, si le doute voire la récession venaient à s'installer, l'option « cash is king » prendrait le dessus ; dans cette hypothèse, nous attirons votre attention sur le fait que le secteur des émissions corporate serait alors sans doute très chahuté.



Le Jargon Boursier : Le Shadow Banking

Le shadow banking ou « finance de l'ombre » fait référence à **toutes les opérations financières qui se font hors du cadre des activités bancaires régulées**. Elle couvre un certain nombre d'activités opérées par des acteurs comme les banques d'affaires, les hedge funds, les entreprises de capital-investissement, etc. S'il est difficile de mesurer avec précision le poids exact du « shadow banking », le Financial Stability Board (FSB) créé en 2010 par le G20 avait estimé le marché à **117 billions de dollars en 2017 (soit 31% des avoirs financiers globaux)** et sans doute bien davantage en 2019 – les opérateurs étant amenés à chercher des sources de financement plus flexibles que celles des banques, dont les bilans sont de plus en plus pénalisés par les taux négatifs – ce qui impacte leurs ratios et leur capacité à prêter).

Ce secteur présente deux risques majeurs : son poids dans le système financier global et l'interdépendance des acteurs du shadow banking entre eux et avec le système bancaire. Les régulateurs éprouvent beaucoup de difficultés à appréhender les volumes et les stratégies du « shadow banking » parce qu'il implique des entités et des activités peu régulées, bien que tout à fait légales – ainsi on connaît mal les ratios de solvabilité de ces structures et il est encore plus difficile d'identifier les porteurs finaux des opérations de placement ou prêt, ce que semble désormais surveiller étroitement les banques centrales.

Focus Lettre Trimestrielle Octobre - Décembre 2019
La Stratosphère des Capitalisations Boursières

VARIATIONS DES BENEFICES NETS AJUSTES SUR 12 MOIS GLISSANTS en Milliards USD							
"G7 Tech"	Q1 2018 03/31/2018	Q2 2018 06/30/2018	Q3 2018 09/30/2018	Q4 2018 12/31/2018	Q1 2019 03/31/2019	Q2 2019 06/30/2019	Q3 2019 09/30/2019
GOOGLE	9.64 46.49%	11.85 53.56%	12.76 53.40%	12.23 48.10%	4.02 13.24%	-1.99 -5.85%	-5.91 -16.11%
AMAZON	0.57 21.87%	2.97 153.94%	5.59 289.44%	7.23 321.59%	8.26 261.86%	7.20 147.16%	3.83 50.87%
FACEBOOK	8.60 74.69%	8.20 62.48%	6.55 43.07%	3.92 21.57%	2.44 12.11%	1.83 8.58%	2.35 10.81%
APPLE	7.09 15.51%	8.86 19.00%	11.47 23.97%	9.41 18.84%	4.31 8.17%	0.31 0.55%	-4.06 -6.85%
MICROSOFT	5.39 24.16%	5.99 25.66%	7.81 32.35%	7.53 29.37%	7.24 26.13%	7.45 25.40%	6.73 21.06%
NETFLIX	0.37 110.17%	0.67 183.78%	0.86 195.52%	0.61 102.93%	0.56 78.50%	0.12 12.06%	0.11 8.70%
TESLA	-1.46 194.03%	-1.74 223.88%	-0.18 12.97%	1.02 -55.47%	1.41 -63.73%	2.04 -80.87%	0.90 -56.80%
TOTAUX	30.20	36.79	44.87	41.96	28.23	16.96	3.94

VARIATIONS DES CAPITALISATIONS BOURSIERES SUR 12 MOIS GLISSANTS en Milliards USD							
"G7 Tech"	Q1 2018 03/31/2018	Q2 2018 06/30/2018	Q3 2018 09/30/2018	Q4 2018 12/31/2018	Q1 2019 03/31/2019	Q2 2019 06/30/2019	Q3 2019 09/30/2019
GOOGLE	74.34 11.75%	200.48 30.86%	41.67 5.86%	-37.36 -4.57%	121.49 17.18%	-5.90 -0.69%	115.35 15.31%
AMAZON	317.81 71.88%	392.42 82.70%	248.77 46.71%	141.26 20.20%	188.56 24.81%	56.48 6.52%	99.49 12.73%
FACEBOOK	62.73 14.41%	6.74 1.37%	-86.08 -16.46%	-67.34 -12.40%	54.04 10.85%	55.85 11.21%	109.68 25.11%
APPLE	84.87 11.26%	146.10 18.84%	183.95 21.07%	-66.91 -7.86%	107.68 12.84%	41.21 4.47%	48.23 4.56%
MICROSOFT	189.99 35.95%	254.00 45.33%	183.83 28.65%	69.65 9.52%	282.23 39.28%	227.14 27.89%	268.22 32.49%
NETFLIX	70.23 107.05%	68.51 87.35%	46.60 54.82%	30.93 26.37%	26.18 19.28%	-5.53 -3.76%	-5.64 -4.29%
TESLA	-1.67 -3.24%	-2.51 -4.73%	2.22 4.01%	-7.11 -11.88%	-8.43 -16.90%	-7.34 -14.51%	-0.78 -1.36%
TOTAUX	798.29	1'065.76	620.95	63.13	771.75	361.91	634.54
Ratio Var. Capit / Var. Bénéfices	26.44	28.97	13.84	1.50	27.34	21.34	160.87



LETTRE TRIMESTRIELLE OCTOBRE – DECEMBRE 2019

Disclaimer

Informations légales : Mascareignes Financial Management (MFM) est une société de gestion Mauricienne indépendante créée le 5 Avril 2016, elle est soumise aux contrôle de la F.S.C, Financial Service Commission, qui supervise l'ensemble des institutions financières mauriciennes. Elle est enregistrée sous le numéro de licence C116015624. Ces bureaux sont situés suite 113 Grand Baie Business Park. 30515 Grand Baie, Ile Maurice .

Risque d'Investissement : il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne présagent pas des performances futures. Un investissement peut s'apprécier ou se déprécier en fonction des fluctuations du marché et de la variation du taux de change de la devise dans laquelle le Client est investi.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement : les informations contenues ne constituent ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente et ne peuvent être assimilées à un conseil en investissement de la part de MFM. Ces informations n'ont de ce fait aucune valeur juridique ou contractuelle. Ce document est publié avec l'aimable autorisation d'Athénée Capital SA - 23 Quai des Bergues - 1201 Genève.