

## Environnement financier : La Commedia dell'Arte

### Acte 1 : L'Espoir

Juillet démarre sous de bons auspices, porté par les acteurs habituels de la scène macroéconomique, à savoir les grandes banques centrales et leur rhétorique dovish (abondance de liquidités pour soutenir la croissance). Trump et Xi, quant à eux, sont presque réconciliés, ils annoncent une trêve dans la guerre commerciale qui les oppose depuis un an (favorable au commerce mondial et donc de nature à encourager les investissements). Enfin, dans ce cadre presque idyllique, les sociétés publient leurs résultats sans créer de séisme majeur, les attentes ayant pris en compte le ralentissement des résultats (bien plus marqué que celui des chiffres d'affaires – de quoi s'interroger, d'ailleurs, sur la pérennité des marges actuelles).

### Acte 2 : Les Doutes

Dès le 1<sup>er</sup> août, changement d'ambiance avec Trump qui rouvre la boîte des Quality Tweets, menaçant tour à tour : 1. la Chine (nouvelle hausse des droits de douane au 1<sup>er</sup> septembre, finalement repoussée au 15 décembre, c'est selon...), 2. la Fed (tout simplement «incompétente» !) 3. les banquiers centraux de façon générale qui, toujours selon Trump, manipulent les devises au détriment des USA. A qui le prochain tour ?

Entrée en scène de Boris Johnson et son potentiel No Deal Brexit, faisant plier le sterling et promettant de ramener l'impossible divorce à la une des préoccupations européennes, alors que l'UE est confrontée à une croissance vacillante et une inflation anémique ; la BCE se dit prête à tout pour y remédier – ce qui provoque un puissant rallye obligataire, notamment en Allemagne : toute la courbe est désormais en territoire négatif, du jamais vu. Ce mouvement est amplifié par les aléas des guerres tarifaires, les bruits de bottes à Hong Kong – donnant aux marchés actions la forme d'un grand huit, au gré des annonces de l'Administration Trump, alors que la classique ruée vers l'or, le franc suisse et le yen reprend tous ses droits, en l'absence totale de visibilité économique.

### Acte 3 : L'Heure des Choix

Les rebondissements seront au rendez-vous début septembre, voire avant, tant les déclarations et improvisations rendent les investisseurs fébriles : avec en point d'orgue un enième dia/mono-logue entre Chine et USA (ou pas!), le tombée de rideau pour Mario Draghi qui cédera sa place à Christine Lagarde (simple remplaçante ou incarnation d'une nouvelle impulsion en Europe ?), le dénouement éventuel d'un Brexit décoiffant ou sagement négocié...

Mais d'ici là, combien de tweets? Combien de nouvelles secousses (géo)politiques (cf HK, Argentine, Iran...) ? Quels dégâts collatéraux sur les marchés après toutes les aberrations crossmarkets de cet été ?

INDICES	Devise	Performance 2018	Performance YTD au 15/8/19
MSCI Monde	USD	-7.78%	+10.56%
MSCI Monde EUR	EUR	-8.59%	+14.07%
DOW JONES	USD	-8.61%	+9.65%
S&P 500	USD	-9.04%	+13.59%
NASDAQ	USD	-9.38%	+17.05%
EuroStoxx 50	EUR	-5.23%	+9.37%
Stoxx 600	EUR	-5.44%	+8.13%
CAC 40	EUR	-5.21%	+10.70%
DAX 30	EUR	-6.20%	+8.09%
FTSE MIB	EUR	-4.50%	+9.26%
SMI	CHF	-6.73%	+13.98%
MSCI Emerging	USD	-2.57%	-0.23%
NIKKEI 225	JPY	-10.27%	+1.95%
SHANGHAI Comp	CNY	-3.63%	+12.91%
Hang Seng	HKD	-2.48%	--1.36%

## Modèle Athénée Capital : Orientations et Perspectives

L'évolution des actions et obligations depuis quelques semaines nous donne une interprétation des tendances futures extrêmement contradictoire.

Pour ce qui est des bourses, les perspectives sont incertaines mais les prises de bénéfices demeurent mesurées au regard de l'environnement erratique.

Sur le compartiment obligataire, c'est tout l'inverse, notamment en Europe et au Japon : on se bouscule au portillon de la dette souveraine pour placer son capital à 10ans, en renonçant à toute rémunération dans de nombreux pays européens, en supputant une période prolongée de taux négatifs (voir notre Focus).

Dans ce contexte, **la seule classe d'actifs que nous privilégions est celle des liquidités à court terme** – en effet, les actions ne reflètent pas l'hypothèse d'une fin de cycle, à plus ou moins brève échéance, elles sont chères ; et **les obligations font l'objet d'un flight to quality qui présente de plus en plus les traits d'une bulle** prête à éclater, elles sont hors de prix.

Allocation Tracker Classique	Perf. 2019 YTD	Perf. 2018
Performance 13/08	+5.47%	-5.07%

## LETTRE TRIMESTRIELLE JUILLET – SEPTEMBRE 2019

### Environnement Financier : Les taux négatifs, c'est quoi ?

Lors de la dernière tempête financière en 2008, les Banques Centrales se sont coordonnées pour adopter des mesures exceptionnelles afin de sauver les banques et les grandes économies de la crise des subprimes. Elle ont notamment décidé de baisses de taux et de rachats d'actifs massifs, entamant alors une période d'assouplissement monétaire, qui perdure aujourd'hui encore.

En 2009, dans ce contexte récessionniste, il était possible de s'assurer d'un rendement acceptable, en investissant par exemple dans **une obligation française, permettant de recevoir chaque année un taux d'intérêt de +3.5%** sur une durée de 10 ans.

**Le même placement aujourd'hui ne rapporte absolument plus rien : au contraire, il coûte à l'épargnant -0.45%** chaque année. Il faut placer son argent pendant 30 ans pour recevoir... +0.37% (soit trois fois moins que l'inflation !!!). La situation est bien pire en Allemagne, où une obligation 10 ans «offre» un rendement négatif de **-0.71%** et le 30 ans de **-0.28%**, la palme sur le Vieux Continent revenant à la Suisse (**-1.11%** à 10 ans).

Pourquoi les placements monétaires et obligataires (voire certains emprunts émis par des sociétés notées triple A, type Total, Nestlé, Unilever) ne procurent-elles plus de rendement positif ? On parle actuellement de 1 600 milliards de \$ de dette souveraine ou corporate avec rendements négatifs. Et ce montant ne cesse de croître...

Les taux négatifs résultent de politiques monétaires initiées par les grandes Banques Centrales, en vue de soutenir la croissance et de prévenir les risques de déflation.

La chute des rendements est supposée inciter les épargnants à réallouer leurs investissements « garantis » vers des actifs plus risqués, tels que l'immobilier ou les actions – ce qui est une façon de soutenir en théorie l'activité économique, via la création d'emplois, d'investissements de modernisation, de financements de projets etc.

Cependant cet afflux de capitaux vers l'immobilier ou les actions (cotées ou private equity) peut potentiellement faire grimper le prix d'actifs déjà richement valorisés, avec le risque de création d'une bulle, comme déjà expérimenté en 2000. Par ailleurs, les crédits bon marché peuvent certes mettre un frein au ralentissement économique, mais sans pouvoir l'endiguer (voir page suivante). Enfin et surtout, **les taux négatifs signent la fin de la gestion liquide et sans risques, que ce soit pour les investisseurs particuliers comme institutionnels.** Un casse tête chinois pour les trésoreries et les épargnants les plus conservateurs !

### LES INVESTISSEURS AMÉRICAINS EN PLEIN DOUTE !



Avec l'aimable autorisation de My Funds Office -16 rue de Chaillot – 75 116 PARIS

### Le Jargon Boursier : Lien entre Taux et Devises

**La presse reprend régulièrement les déclarations rageuses du Président américain à l'encontre de la Fed, qu'il enjoint de faire baisser les taux, dans l'espoir d'une baisse du dollar contre les autres monnaies.** En théorie, un dollar moins fort favorise les exportateurs américains, dans la compétition mondiale, notamment les producteurs agricoles, les industriels etc ; toute hausse des exportations, à importations égales, est de nature à réduire le déficit de la balance commerciale, l'obsession (parmi d'autres) de l'administration dirigeante aux USA.

Les Etats-Unis offrent aujourd'hui un taux d'intérêt de 2% pour les placements à court terme ; toute baisse de ce taux (à 1.75% par exemple – comme espéré dès septembre voire baisse de 0.50% d'ici fin 2019), rendrait ces rendements moins attractifs et pourrait inciter les investisseurs à rester dans leur zone ou chercher des pays offrant un rendement plus élevé (comme les marchés émergents, moins stables politiquement et économiquement, ce qui les oblige à rémunérer davantage le capital). Par un nouvel assouplissement monétaire (ou plusieurs), le dollar devrait en théorie baisser.

## LETTRE TRIMESTRIELLE JUILLET – SEPTEMBRE 2019

### Focus Trimestriel

#### 2019, l'Année des Taux qui nous Médusent !

Depuis la crise des subprimes de 2008, les efforts des Banques Centrales Européenne, Suisse et Japonaise (ainsi que les vœux pieux de Trump pour que la Fed leur emboite le pas) ont davantage servi à injecter des liquidités dans le système financier qu'à relancer la croissance ; autrement dit, le Quantitative Easing et les baisses de taux d'intérêts ont été décidées pour stimuler les économies mais en réalité elles ont principalement soutenu les budgets déséquilibrés des gouvernements – qui peinent toujours à entreprendre les réformes structurelles, nécessaires au remboursement de la dette par les générations futures. Ces mesures non conventionnelles ont permis de ralentir mais pas d'éliminer pour autant l'érosion de la croissance et de la rentabilité des entreprises. En l'absence de mesures politiques (impopulaires car passant par une réduction des dépenses ou une hausse des impôts), **le risque que les taux négatifs perdurent de façon permanente est désormais bien réel.**

Les investisseurs attendent aujourd'hui des banques centrales qu'elles stabilisent les devises, contrôlent l'inflation et prennent toutes les mesures en leur pouvoir pour soutenir la croissance ; elles sont devenues les couteaux suisses de l'économie, comme si les gouvernements n'étaient plus en mesure de mettre en œuvre des politiques fiscales ou d'investissement visant l'équilibre à moyen et long terme, sous peine de votes sanctions et de perte de confiance des populations. Les marchés se sont mis à croire au mouvement de hausse perpétuel : sous substance dopante (à savoir l'abondance de liquidités) depuis 2009, il refusent tout repli des actifs financiers, même temporaire. Cependant **il y a fort à parier que les intérêts négatifs finissent par ne plus produire l'effet escompté, tout système ayant ses limites - surtout quand il est détourné de son objectif principal** et que l'on se contente d'agir sur les symptômes sans jamais traiter la maladie : en l'occurrence la dette qui atteint désormais 3,2 fois le PIB mondial, un record historique. Reculer, donc, pour sans doute mieux sauter !

**Et cela ne peut être sans conséquence profonde sur l'économie : non seulement les banques,** premières victimes des taux négatifs, répercuteront tôt ou tard leur manque à gagner sur leurs clients, en vue de sauver leur bilan. Mais ce sont aussi **les caisses de retraite** qui vont être bien à la peine pour générer le rendement nécessaire au versement des pensions. Itou pour **les compagnies d'assurance**, qui vont avoir de plus en plus de mal à dégager des taux annuels supérieurs à l'inflation (rappelons que l'assurance-vie représente env. 1700 mds d'encours en France, dont 1300 mds pour les fonds en euros, investis en obligations). Et c'est là faire abstraction d'un retour possible (probable) de l'inflation qui donnerait lieu à un retournement du marché obligataire – violent – facteur important de pertes en capital et source de désorganisation bilantielle pour tous les acteurs du secteur financier.

Les gagnants (*)	Les perdants (*)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les actifs risqués (actions) ou à liquidité réduite (immobilier) avec inflation des prix et bulle potentielle</li> <li>• Les Etats et les entreprises fortement endettées (zombies) : dans les 2 cas, pas de restructuration de la dette (au contraire)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les banques, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance</li> <li>• Les entreprises avec forte trésorerie sans endettement</li> <li>• Les épargnants, les retraités et toute personne cherchant à se constituer un capital sans trop de risques</li> </ul>

(\*) en théorie

#### Le Jargon Boursier : Les Zombies

Le terme d'entreprises ZOMBIES est apparu en 2008, dans le cadre d'une étude sur le Japon : il désigne des sociétés peu / pas rentables, dont **le bénéfice d'exploitation ne permet pas de payer les intérêts de leur dette.**

Les taux très bas (ou négatifs) maintiennent ces entreprises sous respiration artificielle. Selon BOFA ML près de 20% des compagnies US sont en état de zombification dans le sens où elles requièrent de larges injections de liquidités pour survivre (exemple : Tesla, Uber, mais aussi Deutsche Bank en Europe) **La multiplication des entreprises zombies fragilise bon nombre de sociétés saines** car elles ne parviennent à exister que grâce aux crédits bon marché – sans chercher à se restructurer et en vendant des produits / services avec une très faible valeur ajoutée (voire à pertes) – ce qui met **sous pression les marges des concurrents aux bilans solides** ; en ce sens elles entretiennent la spirale déflationniste et constituent une menace croissante pour la rentabilité des entreprises.



LETTRE TRIMESTRIELLE JUILLET - SEPTEMBRE 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.*