

La nouvelle construction de portefeuille en période de remontée des taux

Nous avons eu en février un exemple de baisse brutale des marchés avec la volatilité qui s'est envolée brutalement, entraînant une baisse spectaculaire des fonds de volatilité qui étaient structurellement vendeur à découvert de volatilité. Même s'il est probable que des manipulations de marché sont intervenues, il s'agit d'une alerte qui s'est uniquement concentrée sur la volatilité. Cela incite tout de même à surveiller de près plusieurs indicateurs, notamment le comportement des taux d'intérêt, de l'inflation, de la masse monétaire mondiale et du dollar.

La remontée des taux va mettre fin à 30 ans de désinflation.

Toute hausse des taux longs aux USA à partir des niveaux actuels impliquerait que nous sommes sortis de la tendance baissière qui a marqué les trente dernières années. Ce serait un énorme changement, car les taux longs aux Etats Unis sont aussi les taux directeurs du monde entier. Ce sera le cas tant que le dollar sera la monnaie de réserve du monde. Avec le recul, gérer de l'argent sur les trente dernières années a donc été assez facile. Nous vivions dans la déflation dans la mesure où les taux baissaient structurellement. Il suffisait d'avoir un portefeuille constitué principalement d'actions du NASDAQ protégé par obligations du Trésor US à 20 ans. Voilà un environnement qui risque de disparaître si les taux continuent à monter...

L'indexation des portefeuilles sur les indices de référence actuels risquent de produire de mauvaises performances. En effet, ces indices sont constitués par des classes d'actifs qui ont particulièrement surperformé en période désinflationniste.

Les investisseurs ont un réflexe pavlovien depuis trente ans. Il consiste à acheter systématiquement des obligations chaque fois qu'elles sont attaquées. Tant que cela continuera la dynamique restera favorable aux actions surtout en Europe et dans les marchés émergents où les valorisations sont encore raisonnables

La remontée des taux en Europe n'est pas encore préoccupante. Même si la fin du programme d'achat d'obligations par la BCE a été annoncée, elle va rester très présente sur les marchés. Pour renouveler son encours d'obligations venant à échéance. Cela pourrait représenter encore de 10 à 30Md€ selon les mois. D'autre part le programme OMT est toujours un

outil très important, jamais utilisé jusqu'à maintenant permettant à la banque centrale d'intervenir de façon quasi illimitée moyennant certaines conditions pour le pays qui en bénéficie.

Parmi les secteurs qui pourraient encore profiter de cet environnement figurent les banques, les sociétés spécialisées dans la construction d'infrastructures ; pour les thèmes, celui du luxe ; pour les expositions l'Europe de l'Est et la Russie.

L'inflation est une inconnue pour la majorité des gérants

L'inflation est un phénomène quasi inconnu par les gérants et les algorithmes.

Dans la batterie d'indicateurs qu'il faut suivre, certains commencent déjà à indiquer du rouge surtout aux Etats Unis.

Si nous entrons dans une période de hausse de l'inflation, les PE baissent, le style value performe mieux que le style croissance. La seule certitude est qu'il ne faut pas choisir les obligations pour rebalancer son portefeuille

L'allocation optimale doit se faire autour d'actions et de fonds value complétés par de l'or et du cash. Ce sont les seules classes d'actif à l'abri de manipulations par les gouvernements.

Quand l'or commencera à surperformer les obligations, cela signifiera que les investisseurs perdent confiance dans la monnaie émise par les banques centrales et qu'ils sont prêts à abandonner la rentabilité (même faible) que leur procuraient les obligations pour la plus value qu'ils espèrent réaliser sur le métal jaune.

La masse monétaire mondiale est en cours de réduction

Irving Fisher, est un grand économiste Américain, non pas pour la qualité de ses prévisions (il n'avait pas anticipé la crise de 1929) mais pour l'équation $MV=PQ$ qu'il a inventée. M est la masse monétaire à un moment donné, P le niveau général des prix, Q la production nationale en volume, PQ étant ainsi le PIB nominal, V la vitesse de la monnaie, le facteur qui permet aux deux parties de l'équation d'être égales à tout moment. V est ainsi par construction et par définition un simple résultat qui permet à une tautologie d'exister et V est toujours calculée « ex post », c'est à dire après coup, une fois que l'on a eu les résultats comptables pour M, P et Q. V est donc

toujours égal à PQ/M . L'idée simpliste qu'utilise les banques centrales à l'heure actuelle est que si l'on fait l'hypothèse que V va rester stable et que l'on fait « marcher la planche à billets » = augmentation de M alors activité et/ou croissance ne peuvent que monter, soit parce que les quantités produites vont augmenter soit parce que l'inflation va ré accélérer, soit les deux à la fois. En attendant que PQ ne se mette à monter et à condition que beaucoup de monnaie ait été créée, une partie de cette liquidité excédentaire à court terme ira sans doute s'investir dans des actions, des obligations ou de l'or et il y aura « plus de monnaie que de titres ». Cette hausse de la valeur des actifs facilitera le redémarrage de l'économie (= effet richesse). L'ennui est que V est incroyablement volatil car ce n'est que l'expression monétaire des craintes, des peurs, des emballements et de la cupidité de chacun d'entre nous. Si les gens ont confiance, la monnaie va tourner à toute allure et la vélocité de la monnaie sera très élevée. Si les gens prennent peur, tout le monde se mettra à entasser des billets dans son matelas et la vélocité s'écroulera ... et avec elle l'activité.

Pour le moment M est en cours de réduction par les banques centrales. V a rebaisé après l'alerte de début février ce qui fait que MV est orienté à la baisse. De l'autre côté P accélère, ce qui a pour conséquence, si l'on veut que $MV=PQ$ s'équilibre, il faudrait que Q (la production) baisse, ce qui serait le signe d'une entrée en récession. Nous n'en sommes pas là. Le moyen de se couvrir contre une telle éventualité serait d'acheter des put sur l'indice S&P 500.

Le dollar devise de fixation du cours du pétrole

Pour savoir si le dollar va monter ou baisser, il faut d'abord essayer de comprendre pourquoi il a baissé depuis un peu plus d'un an. La raison en est peut-être tout simplement la perte du monopole de fixation du cours du pétrole qui semble s'amorcer.

Le plus gros importateur d'or noir aujourd'hui dans le monde est la Chine, qui débourse chaque année environ 120 milliards de dollars pour ses importations, sur un total mondial de \$ 700 milliards par an environ pour les importations pétrolières dans le monde. Toutes ces importations sont payables en dollars des Etats-Unis.

Tous les pays importateurs de pétrole sont donc obligés de garder des dollar dans leurs

réserves de change à due proportion de leurs importations pétrolières.

Si les réserves requises sont maintenues à environ six mois d'importations, ce sont environ 350 milliards qui sont littéralement gelés dans les banques.

Si d'un seul coup, le pétrole pouvait être payable en monnaies nationales, voilà 350 milliards qui ne serviraient plus à rien et pourraient donc se déverser sur les marchés des changes entraînant potentiellement une forte baisse du billet vert. Voilà probablement pourquoi l'on va retourner soit vers 1.17, soit à 1.34 ou au-dessus...

Identifier les prochaines baleines est très important

Quand tout a l'air d'aller bien et que « le planètes sont alignées » il faut toujours penser à la prochaine baleine qui pourrait se retrouver à flotter sur le ventre après avoir été dynamitée par un bateau de pêche industrielle.

Les candidats les plus cités sont les suivants : **Le système financier chinois** à la veille d'une explosion est toujours en tête de la liste. Cela ne semble inquiéter les actionnaires des banques chinoises. **Les banques italiennes** . Tout le monde sait que les créances douteuses des banques italiennes sont plus élevées que leurs fonds propres. Mais comme en chine, la hausse des banques italiennes fait partie des meilleures performances depuis le début de l'année . **General Electric**, la valeur du Dow Jones qui a le plus baissé depuis douze mois. Sa capitalisation boursière est tombée en dessous de celle de 3M ou de Boeing. Si la société a besoin de liquidités, elle pourrait assez facilement vendre une partie de ses actifs à des fonds de private equity qui regorgent de liquidités. **Les valeurs pétrolières**. Après une forte remontée du baril de pétrole l'année dernière, le secteur a été la deuxième plus mauvaise performance de l'année 2017. L'incertitude politique sur l'avenir de l'Arabie Saoudite pèse comme une épée de Damoclès sur l'ensemble du secteur. Il ne monte pas sur les bonnes nouvelles et baisse sur les mauvaises. **L'industrie des ETF** pèse maintenant 1500 Md\$. On a assisté à 30Md\$ de désinvestissement des ETF pendant la baisse du début du mois de février. Il ne faut pas oublier que les banques ne sont plus là pour apporter de la liquidité aux marchés.

Le problème de la prévision en matière de baleine c'est que quand on pêche à la dynamite on ne sait pas toujours ce qui va remonter à la surface.

La détermination du moment où il faudra rebalancer les portefeuilles devrait être la préoccupation de tous les gérants

La feuille de route pour les prochains mois est claire . Elle consiste à rester aussi longtemps que possible sur la vague de la croissance cyclique pour passer progressivement vers une structure de portefeuille plus défensive. C'est le véritable défi de l'année 2018 comme le montre le schéma ci-dessous.

Une dégradation significative des conditions d'investissement

Si on se livre à une analyse quantitative pour suivre l'évolution des marchés action dans le monde, on constate à la fin février 2018, une dégradation significative des conditions d'investissement sur les marchés des actions dans 28 pays sur les 40 suivis. L'alerte provient de différents facteurs cumulés : la baisse de la liquidité mondiale en USD, la remontée des cours du pétrole qui affecte les pays importateurs, et l'accélération de l'inflation.

Les pays qui restent attractifs pour les marchés action sont les exportateurs de matières premières, les pays européens toujours en phase d'accélération de leur activité tels l'Italie et le Portugal, et les pays qui contiennent la remontée de l'inflation en Asie et de leur devises tels l'Inde, Taiwan, et l'Indonésie.

Anticiper les ruptures pour éviter les sociétés qui vont devenir des « losers »

Il faut identifier les ruptures qui affectent tous les secteurs, pour éviter de se retrouver avec des sociétés zombies dans son portefeuille. C'est presque aussi important que de repérer les « winners » Ensuite il faut vérifier que son portefeuille est concentré sur les cinq secteurs de l'économie qui vont connaître un taux de croissance très supérieur à celui de l'économie générale : l'économie de la démographie, l'économie de la connaissance, l'économie verte, l'économie de la souscription et enfin l'économie de la sécurité.

