

La Lettre de la Gestion Privée

Ô sages dosages !

Après une fin d'année 2015 marquée par les risques liés à la transformation du modèle chinois et la chute des matières premières comme accélérateurs de la baisse, ce premier trimestre a connu d'importants dégagements sur les marchés d'actions.

Fidèles à notre approche fondamentale, nous n'avons pas cédé à la pression vendeuse en cette période de forte volatilité, prenant le temps de faire la part des choses entre les différentes forces à l'œuvre.

L'ampleur de la baisse nous a semblé exagérée sur certains secteurs, notamment celui des financières, dont le repli généralisé extrapolait des situations particulières.

Courant mars, alors que les matières premières semblaient avoir atteint un point bas, la Banque Centrale Européenne est venue donner un signal très positif pour les valeurs bancaires, en élargissant le spectre des titres éligibles à ses rachats, plutôt que d'acter une nouvelle baisse des taux, qui risquait d'être contre-productive.

En Etats-Unis, faut-il maintenant craindre une nouvelle entrée en récession, au terme supposé d'un cycle de reprise prolongé ? Nous favorisons la thèse d'un léger fléchissement de milieu de cycle. En effet, les ménages américains ont toujours une situation financière saine, les inscriptions hebdomadaires au chômage continuent de diminuer...et les salaires amorcent une tendance haussière.

En Europe, davantage dépendante du crédit bancaire, la transmission de l'assouplissement monétaire à l'économie réelle constitue le prochain défi.

Certains risques géopolitiques, comme la sortie de l'Angleterre de l'Europe (« Brexit »), ne sont pas encore intégrés dans les cours. Cette menace a déjà entraîné la baisse de la livre sterling, ce qui n'est pas nécessairement un désavantage pour le marché anglais, mais en cas de sortie, la zone euro se trouverait politiquement fragilisée.

Suite p.4

Helicopter Money ?

Un an après le début du « Quantitative easing » de la BCE, les anticipations d'inflation en zone Euro sont au plus bas. Si la nécessité d'un soutien monétaire ne peut être remise en cause, la politique d'assouplissement monétaire montre ses limites. Après avoir soutenu l'offre, n'est-il pas temps de favoriser la demande ?

Dans l'espoir de relancer l'activité économique, les banques centrales occidentales utilisent depuis 2009 la même recette : l'assouplissement quantitatif. L'idée étant que cette injection de liquidités se transmette à l'économie réelle, via les Etats et les entreprises.

Par ce dispositif, on permet aux Etats de se refinancer à des taux plus faibles, ce qui a pour conséquence de faire baisser la charge des intérêts sur les budgets nationaux. On incite également les entreprises à emprunter via les banques ou les marchés financiers pour investir et ce, afin de favoriser l'offre.

En zone euro, le Quantitative Easing (QE) a permis de faire diminuer fortement les taux d'Etat à 10 ans et d'écarter ainsi la crise des dettes souveraines. Du côté des entreprises, il n'a pas eu les effets escomptés : elles ont emprunté mais très peu investi. Car le vrai problème se situe au niveau de la demande, sur laquelle on peut déplorer l'impact limité de cette politique de l'offre.

L'assouplissement monétaire a atteint ses limites

Ces mesures ont certes permis aux entreprises de se (re) financer à de meilleures conditions, mais elles ont engendré deux dérives : un effet d'aubaine et du pragmatisme financier. Car les entreprises ayant besoin de se financer l'auraient tout de même fait, à des conditions certes moins favorables.

Les autres, peu confiantes dans un rebond durable de la demande, ont profité opportunément des taux bas, non pas pour investir mais pour racheter leurs propres actions (gonflant au passage artificiellement le ratio de BPA), augmenter les dividendes (le taux de distribution est au plus haut depuis 2009 aux Etats-Unis) et procéder à des fusions et acquisitions, remontées à un niveau record en 2015 !

Or, cette ingénierie financière a été amplifiée par les récents assouplissements monétaires car une entreprise ne saisissant pas cette période de taux très bas pour optimiser son passif peut se voir sanctionnée par les investisseurs.

Dans l'industrie financière, des voix se sont d'ailleurs récemment élevées pour critiquer la vision « court-termiste » des dirigeants : Larry Fink, le président de Blackrock, plus important gestionnaire d'actifs au monde, a demandé par écrit aux présidents des 500 plus grandes multinationales de ne plus céder à la pression de la publication des résultats trimestriels et les a exhortés à adopter une vision stratégique à long terme, fondée sur l'investissement et sur l'innovation, seuls capables de générer une croissance future soutenable.

On peut également reprocher aux « QE » d'avoir accru les inégalités. L'agence de notation S&P vient de publier une étude dont les conclusions sont sans appel : au Royaume-Uni, la politique monétaire accommodante a augmenté les inégalités entre riches et pauvres en gonflant le prix des actifs (actions, obligations et immobilier) essentiellement détenus par la minorité la plus riche.

Avant la crise financière, l'OCDE estimait qu'au Royaume-Uni les 10 % des plus riches foyers détenaient 2/3 des actifs financiers et 1/3 des actifs immobiliers. Et cette statistique est confirmée en France et en Allemagne, où les 10 % des plus riches foyers détiennent plus de 60 % des actifs financiers et plus de 40 % des actifs immobiliers. Ce sont donc ces 10 % qui ont le plus profité de la progression des marchés.

Malgré des conditions financières extrêmement favorables aux entreprises, il faut reconnaître que cela n'a pas permis de soutenir la demande ni de relancer les anticipations d'inflation. Sur ce dernier point, l'impact du contre-choc pétrolier est indéniable, mais même en excluant les effets de la baisse du prix du pétrole, les anticipations d'inflation sont au plus bas historique.

Plutôt décevant, un an après le début du « QE » européen et quelques 700 milliards d'euros de dettes rachetées par la Banque Centrale. Partant de ce constat, M. Draghi a décidé en décembre dernier de prolonger le dispositif de six mois, jusqu'en mars 2017. Et lors de sa dernière allocution, il a annoncé porter à 80 milliards d'Euro le montant d'achats mensuels et élargir ce programme d'achat aux obligations d'entreprises dont la notation de crédit est « *Investment Grade* ».

La nécessité d'une relance par la consommation ?

Doit-on persister et augmenter toujours plus les assouplissements monétaires, dans l'espoir d'un retour de l'inflation alors que nous n'avons pas le recul nécessaire pour évaluer leurs effets néfastes ? **Loi de toute idéologie keynésienne, le pragmatisme voudrait qu'on essaie de favoriser la demande.**

Par le biais de la consommation des ménages d'abord, qui représente 55 % du PIB de nos économies développées et dont plus de la moitié est orientée vers les services.

Ces deux ans de « QE » en zone Euro représentent environ 1.700 milliards d'euros. Si cette somme était distribuée directement à chaque citoyen des 19 pays de la zone, cela représenterait 5.000€ par habitant ! Une somme considérable sachant qu'en zone euro, le revenu disponible des ménages par tête était légèrement supérieur à 22.000€ en 2014 .

Cette distribution favoriserait indéniablement les dépenses de consommation des ménages, puisqu'elle équivaldrait à 30 % de leurs dépenses annuelles. Si la mesure peut paraître extrême, elle n'est pas forcément absurde. M. Draghi a même brièvement évoqué ce sujet lors de sa conférence de presse du 10 mars, en prononçant le terme d'« *helicopter money* ». Néanmoins, il serait nécessaire d'optimiser cette distribution afin d'éviter les écueils habituels des aides à la consommation que sont, d'une part, l'augmentation ponctuelle de la consommation de produits importés, dont la zone euro ne tire pas assez bénéficiant et la thésaurisation sur des produits d'épargne courts, d'autre part .

Afin de limiter l'augmentation des importations, on pourrait imaginer la création d'un « bon conso-service européen » utilisable pour acheter des produits *made in* zone Euro ou payer quelconque service : formation, services à la personne, restauration et hôtellerie, transports... Il ne faut pas pour autant y voir du protectionnisme, l'idée étant simplement de rendre plus efficace la politique monétaire.

Et pourquoi ne pas aller encore plus loin, en adoptant une approche nouvelle de consommation qui favoriserait des produits locaux, de meilleure qualité et dont la production serait plus respectueuse de l'environnement ?

Mais pour que la mesure soit totalement efficace, il faudrait éviter que les ménages n'épargnent. Pour cela, le « bon » devrait avoir une date limite d'utilisation fixée à un an. De ce fait, la vitesse de circulation de la monnaie, concept cher aux économistes, serait plus forte que *via* les marchés financiers et les banques, d'où une accélération de l'inflation.

Calculer les effets d'une telle mesure n'est néanmoins pas aisé, mais considérant que les services représentent 44 % et l'alimentation 20 % de l'indice des prix à la consommation, nul doute qu'une augmentation de la demande serait suivie d'une stabilisation des prix, avant d'entamer une progression.

Sans compter l'effet positif sur l'emploi que pourrait induire un tel soutien, dans une zone où près de deux emplois sur trois sont issus des services.

Ce sujet entraînerait probablement des débats houleux. D'abord au sein du peuple allemand, marqué par l'hyperinflation de la République de Weimar entre les deux guerres du XXème siècle. Se poserait ensuite la question de l'éthique d'une telle distribution, tout comme ses possibles effets négatifs (dépendance à une forme d'assistantat ?).

En ces temps où le sentiment d'appartenance à la zone euro s'effrite, cela pourrait contribuer à redorer le blason des institutions européennes. Le jeu en vaut peut-être la chandelle, sachant que seules des réformes structurelles restaureraient l'équilibre financier des Etats de la zone euro.

Joffrey Ouafqa

Gérant

L'aberration des taux d'emprunt négatifs

La BCE a une nouvelle fois abaissé son taux directeur en mars. Suède, Danemark, Suisse et Japon ont franchi le pas pour stimuler l'économie et l'inflation. Plusieurs états et même quelques entreprises empruntent désormais sur 5 ans à des taux négatifs.

Mais est-ce raisonnable ?

Les autorités semblent avoir trouvé la martingale pour imposer la consommation et l'investissement, en favorisant la distribution de crédit tout en décourageant la thésaurisation. **Cependant, investir à des taux négatifs n'est-il pas antinomique par rapport à la définition même de l'investissement ?** Le signal envoyé n'a-t-il pas une portée négative de nature à entamer la confiance ? Car les effets pervers sont nombreux : cela accroît les inégalités, - en gonflant l'effet richesse des actifs financiers - et conduit à une mauvaise allocation du capital; l'argent étant gratuit, des projets autrefois non rentables le deviennent. Enfin, cela génère des bulles spéculatives... jusqu'à l'éclatement ?

Le concept de taux d'usure a été institué pour protéger les emprunteurs de créanciers trop gourmands. En effet, le remboursement est quasiment impossible lorsque les intérêts sont trop élevés.

Donner aujourd'hui la possibilité d'emprunter à des taux négatifs, en laissant croire qu'on peut emprunter indéfiniment... tout en gagnant de l'argent n'engendre-t-il pas une désresponsabilisation, qui peut conduire les agents économiques à une situation bien plus périlleuse dans le futur, si les actifs financés viennent à perdre brutalement de la valeur ?

Rappelons, si nécessaire, qu'emprunter à un taux négatif revient à recevoir de l'argent pour emprunter !

On observe que, depuis 2008, la Réserve Fédérale américaine a injecté des liquidités de manière quasi illimitée dans l'économie, mais n'a jamais osé adopter des taux monétaires négatifs. Elle a certainement compris que cela nie la notion même d'investissement et peut donc être de nature à ruiner la confiance et la reprise de l'investissement.

Les fondements de l'investissement résident dans la rémunération du risque

Le taux négatif, bien loin d'une solution miracle empêchant la thésaurisation, peut avoir des effets inverses, créer des doutes sur la pérennité du modèle économique et décourager l'investissement. La confiance dans l'avenir est primordiale pour relancer la croissance. Or, le risque de déflation est permanent dans des économies déjà sclérosées par la dette. Il faudra être plus ingénieux dans les solutions apportées à la crise, sinon les effets secondaires du remède des taux négatifs risquent d'être pires que la maladie...

Alexandre Hezez

Directeur de la Gestion Collective

La parole à Comgest SA

Depuis la création d'Auris, nous gérons pour nos clients des portefeuilles en titres vifs, mais aussi en fonds soigneusement sélectionnés parmi les gérants aguerris et qui partagent notre philosophie d'investisseurs. Nous invitons aujourd'hui Vincent Strauss, co-fondateur de Comgest SA à exposer leur méthode :

"Notre gestion en actions est fondée sur une sélection de valeurs de qualité et de croissance à travers le monde, extraite du choix le plus concentré de nos équipes locales.

Nous nous focalisons sur des titres dotés d'un potentiel de croissance soutenable à long-terme avec une grande visibilité, des avantages compétitifs et de fortes barrières à l'entrée.

Ces entreprises savent pérenniser leur croissance par des efforts d'investissement constants. En 2015, cette approche a permis aux sociétés retenues de délivrer en moyenne une croissance à deux chiffres de leurs bénéfices, contre un repli de 1,4 % pour les sociétés du MSCI World AC.

Dans un contexte conjoncturel incertain, chaque histoire d'entreprise compte

Nous devons nous attendre à une croissance faible, du fait de la résorption progressive des surcapacités de production déployées au cours du dernier cycle économique et d'une dette quasi-gratuite, publique ou privée. Dans un tel contexte, le maintien de profits en croissance dépend de chaque histoire d'entreprise.

Nos convictions sectorielles nous maintiennent à l'écart du secteur bancaire, des matières premières et de l'énergie car ces sociétés sont trop dépendantes des fluctuations macro-économiques, ce qui les disqualifie au regard de notre exigence de visibilité sur la croissance durable et régulière des profits.

A l'opposé, les sociétés technologiques, de santé et de consommation ont notre préférence car elles peuvent offrir une très forte croissance des bénéfices, grâce à leur capacité d'innovation ou à la force de leur marque.

Au plan géographique, qui ne guide pas notre allocation a priori, nous pensons que le marché américain comporte des valeurs de haute qualité, mais que leur modèle de croissance semble avoir atteint ses limites. Les marges touchent leur pic cyclique et l'endettement a beaucoup augmenté, parce que de nombreuses sociétés ont préféré recourir à la dette pour augmenter leur bénéfice par action, au lieu d'accroître leur chiffre d'affaires.

Sur les marchés émergents, la défiance des opérateurs a marqué les dernières années. Investisseurs de long-terme, nous y saisissons des opportunités à contre courant. Pourquoi, par exemple, ne pas investir dans une entreprise chinoise en forte croissance dans le secteur des spiritueux, qui dégage une marge de 50 % de son chiffre d'affaires et n'est valorisée que 13 fois ses bénéfices attendus ?

Enfin, notre construction de portefeuille, s'appuie sur des considérations de long-terme, car nous sommes des investisseurs, non des spéculateurs et nous connaissons à fond nos sociétés, ce qui explique pourquoi nous avons conservé les deux tiers de nos positions plus de trois ans."

Ô sages dosages ! (suite)

Quant aux marchés émergents, le plan quinquennal chinois devrait en améliorer la visibilité, mais les situations restent disparates en fonction de la dépendance des industries locales aux cours pétroliers.

Globalement, pétrole, Chine et banques centrales restent des facteurs d'appréciation déterminants de la volatilité des marchés. La publication imminente des résultats du premier trimestre, si elle est de bonne facture, permettra aux marchés de reprendre une tendance positive à court terme.



Pour nos portefeuilles gérés dans le cadre d'un mandat équilibré, nous avons décidé de maintenir constante notre exposition aux actions, ainsi que sa répartition géographique, qui présente toujours une surpondération naturelle aux actions européennes.

Nos principaux arbitrages du premier trimestre ont consisté à réduire la position monétaire pour accroître légèrement la part allouée au risque crédit, y compris, pour certains portefeuilles, à la dette subordonnée bancaire.

Nicolas Walther

Directeur Général

Quelques repères

INDICATEURS	Niveau au 31/03/2016	Performance 2016 (%)	Variation 1 an (%)	Variation 3 ans (%)	Variation 5 ans (%)	Variation 10 ans (%)
CAC 40(pts)	4 385,06	- 5,43	- 12,88	+ 17,52	+ 9,92	- 16,01
STOXX Europe 600 (pts)	337,54	- 7,73	- 15,04	+ 14,90	+ 22,34	+ 0,93
S&P 500 (\$)	2 059,74	+ 0,77	- 0,39	+ 31,26	+ 55,35	+ 59,07
NIKKEI 225 (¥)	16 758,67	- 11,95	- 12,75	+ 35,17	+ 71,79	- 1,76
MSCI Emergents (\$)	836,8	+ 5,37	- 14,14	- 19,14	- 28,53	+ 6,22
EUR/USD	1,138	+ 4,77	+ 6,05	- 11,23	- 19,62	- 6,09
Pétrole BRENT (\$)	39,6	+ 6,22	-28,14	- 64,01	- 66,26	- 39,92
Once d'OR (\$)	1 232,75	+ 16,18	+ 4,16	- 22,83	- 13,93	+ 111,21
EURO MTS Global (%)	228,89	+ 3,48	+ 0,74	+ 21,60	+ 39,40	+ 63,67
EONIA Capitalisé (%)	- 0,303	- 0,06	- 0,16	+ 0,0012	+ 0,97	+ 13,98

Source : Bloomberg

Ce document est exclusivement conçu à titre d'information et ne revêt aucune valeur contractuelle ou légale. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document sont délivrés de bonne foi. Ils reflètent le sentiment d'AURIS GESTION PRIVÉE sur les marchés et leur évolution, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient, toutefois, constituer un quelconque engagement ou une quelconque garantie d'AURIS GESTION PRIVÉE. En outre, les informations contenues dans ce document ne doivent, en aucun cas, être interprétées comme une affirmation selon laquelle un placement, une stratégie d'investissement ou un service d'investissement serait adapté(e) à tous. Préalablement à toute décision d'investissement dans un organisme de placement collectif ou souscription d'un service d'investissement, chaque personne est invitée à consulter ses propres conseils juridiques, fiscaux ou financiers afin de s'assurer de l'adéquation de ce produit ou de ce service à sa situation personnelle et à ses objectifs d'investissement.