Les marchés sont-ils complaisants ?

*Par Dominique MARCHESE, Head of Equities & Fund Manager, Pure Capital S.A.**

Hormis dans quelques secteurs de la cote (automobiles, banques, semi-conducteurs), l'été boursier aura été dans l'ensemble moins chaotique que prévu, même si la crise financière turque est venue, durant quelques jours, tirer les marchés de leur torpeur estivale. Depuis la fin du mois de juin, les marchés d'actions américaines ont battu de nouveaux records alors que les actions européennes et les principales bourses émergentes sont au mieux en légère progression et au pire à leurs niveaux d'il y a deux mois. Les lecteurs pourraient s'étonner de cette volatilité plutôt modérée, malgré les nombreux nuages qui continuent d'assombrir le ciel.

La saison des publications des résultats du second trimestre a réussi à calmer quelque peu les craintes des investisseurs. Soutenues par une réforme fiscale de grande envergure, les entreprises américaines ont largement battu les attentes du consensus qui, pour l'ensemble de l'année, prévoit une croissance des profits des entreprises de l'indice S&P 500 de l'ordre de 22% pour des ventes en progression de 8,5%, soit un rythme de progression jamais égalé depuis la crise des subprimes de 2007-2008.

Poussés par une économie domestique en grande forme (progression du P.I.B. en volume proche de 3% en 2018), certes largement dopée aux dépenses budgétaires - le revers de la médaille qu'il faudra bien garder à l'esprit -, les actifs américains continuent d'attirer les flux d'investissement mondiaux au détriment de l'Europe et des pays émergents.

De nombreux investisseurs, surtout européens, ont sous-estimé deux phénomènes essentiels qui expliquent la forme insolente des actions américaines : d'une part la forte génération des cash-flows libres - qui s'observe aussi en Europe - , et d'autre part la hausse conséquente des programmes de rachat d'actions alimentée par la réforme fiscale. En 2018, environ 1.000 milliards de dollars (contre 400 milliards en 2017), soit environ 3% de la capitalisation boursière américaine, devraient être rachetés par les entreprises. Ce montant faramineux, ajouté aux dividendes distribués, représente plus de 5% de la capitalisation, un pourcentage proche du rendement des excédents de trésorerie de l'indice S&P 500. Ces flux, qui soutiennent les marchés américains et en particulier les secteurs technologiques très friands des programmes de rachat d'actions, expliquent largement la hausse des indices. Certains lecteurs auront lu dans la presse que la hausse du marché américain s'expliquerait avant tout par la performance exceptionnelle de quelques poids lourds technologiques tels que Apple, Amazon et Microsoft, fortement pondérés dans les indices. Cette idée très répandue n'est pas exacte. Un indice composé des mêmes valeurs que celles du S&P 500 mais équipondéré - les petites et les grandes capitalisations ont un poids identique - serait en hausse de quelques pourcents depuis le début de l'année, ce qui témoigne de la performance positive de très nombreux titres dans des secteurs très divers, notamment dans l'énergie, l'industrie et la santé. Malheureusement, une partie de cette hausse est également le résultat de la désaffection des investisseurs à l'égard des actifs européens et des pays émergents.

Les chances accrues d'un Brexit sans accord, les craintes au sujet d'un éventuel dérapage du budget italien, la proximité géographique de la Turquie, et pour finir la crise migratoire sont autant de facteurs qui ne militent pas, aux yeux des grands gérants d'actifs internationaux, pour un pari franc et massif sur les actions européennes, et ce malgré leur faible valorisation. Quant aux pays émergents, force est de constater que l'habituel discours des professionnels sur le côté incontournable de leurs actifs financiers dans la gestion diversifiée d'un portefeuille est de peu de poids face aux flux financiers internationaux malmenés par la hausse du dollar. C'est pourquoi les marchés d'Asie du Sud-Est dont les fondamentaux économiques sont pourtant robustes, contrairement à ceux de la Turquie, de l'Argentine et de l'Afrique du Sud, souffrent de leur proximité avec la Chine en pleine dispute commerciale avec les États-Unis.

Si les marchés ont bien résisté durant l'été, c'est aussi parce que les investisseurs n'ont cessé de crier au loup depuis le printemps. Car si la grande majorité des professionnels a déjà adopté une stratégie de repli, les évènements tant redoutés, lorsqu'ils se réalisent, n'ont plus la même portée sur les prix des actifs. La prime de risque des actions européennes est déjà fort élevée (environ 6%). Ce qui ne veut pas dire que la combinaison de tous ces dangers (budget italien refusé par la Commission européenne, crise financière turque, absence d'accord sur le Brexit, aggravation significative des conflits commerciaux,…) n'aurait aucun impact sur les marchés financiers. Une correction des indices est parfaitement envisageable dans les prochaines semaines.

Les marchés émergents demeurent fragiles face à la hausse des taux américains. Néanmoins, les questions pertinentes à se poser sont les suivantes : est-il possible que tous ces risques se matérialisent au même moment ? Quel est le potentiel de baisse des marchés si les gérants sont déjà sous-investis en actions de la zone euro et ont réduit leur allocation aux pays émergents ? Mais surtout, quelle serait la réaction des indices si les dangers ne se matérialisaient pas ? Après tout, les contacts entre les officiels américains, chinois et européens ont le mérite de prouver que des négociations bilatérales ont bien lieu au plus haut niveau. Donald Trump n'a-t-il pas envie de présenter triomphalement de nouveaux traités commerciaux à ses électeurs avant les élections de mi-mandat du 6 novembre prochain ?

Dans un scénario où le pire ne surviendrait pas, une réaction positive des marchés est probable. Une accalmie sur le front des tensions commerciales et le retour d'un certain apaisement dans la zone euro dont les fondamentaux économiques restent bons propulseraient à la hausse les indices européens et émergents de quelques pourcents, tandis que la devise américaine perdrait rapidement une grande partie du terrain gagné depuis février. Est-ce un scénario par trop optimiste ? Gardons bien à l'esprit le pire scénario : un relèvement généralisé de 10 points de pourcentage des droits de douane à l'importation. Selon la Banque de France (étude publiée le 19 juillet), la conséquence serait une contraction du P.I.B. mondial de 5% en volume en deux ans, soit une sévère récession qui s'accompagnerait d'un krach des marchés financiers. L'hypothèse des 10% renvoie bien sûr aux évènements des années Trente. Heureusement, nous n'en sommes pas encore là.

Mais puisque les dangers ne peuvent être ignorés, que peuvent faire en pratique les investisseurs ? Dans un portefeuille actions, il n'est pas absurde de renforcer l'exposition aux métiers les moins corrélés au commerce mondial, dans les secteurs de la santé et des biens de consommation non cycliques par exemple. Nous y trouvons des titres peu valorisés, voire délaissés depuis longtemps par des investisseurs davantage attirés par les histoires de forte croissance. Les actifs américains jouent également un rôle de valeurs refuges ; un stock picker y trouvera encore des actions raisonnablement valorisées.

Néanmoins, ce qui nous semble être aujourd'hui la stratégie la plus pertinente est de profiter de l'incroyable faiblesse des volatilités implicites des options sur indices pour protéger les portefeuilles contre les scénarios les plus extrêmes (baisse des marchés de plus de 10%). Avec un coût relativement réduit, cette technique permet à l'investisseur de rester investi et de profiter d'un éventuel redressement des marchés boursiers.

L'été boursier devait être «chaud». Il n'est pas encore terminé qu'une nouvelle antienne se fait déjà entendre chez les gérants d'actifs : «la fin du cycle économique et boursier est proche». Les prévisions de croissance des économistes ne tiennent en effet plus compte que de faibles gains de productivité dont l'atonie observée dans les pays de l'OCDE depuis fort longtemps explique la faiblesse de la croissance potentielle (le rythme de croisière de l'économie, autour de 2% en volume aux États-Unis et à peine 1% dans la zone euro). Or, dans des économies proches du plein emploi, la seule manière de lutter efficacement contre l'inflation salariale et la baisse des marges des entreprises est bien d'investir pour accroître les gains de productivité.

La Chine qui souffre d'une inflation salariale de 10% par an l'a très bien compris en investissant massivement dans les nouvelles technologies et la modernisation de son outil de production. Les entreprises n'ont plus d'autre choix que d'investir intelligemment plutôt que de consacrer l'essentiel de leurs excédents de cash-flow à des acquisitions et à des rachats d'actions. Quelles seraient les conséquences d'investissements massifs de productivité ? Une prolongation du cycle économique, une absence d'inflation et donc des taux d'intérêt raisonnables, le maintien des marges des entreprises à des niveaux élevés malgré des salaires en hausse, et finalement une poursuite de la progression des indices boursiers.

Étrangement, les gérants d'actifs parlent peu des dernières statistiques plutôt encourageantes des gains de productivité enregistrés aux États-Unis. C'est pourtant un facteur capital d'explication de la croissance potentielle. Il serait tout de même fort décevant et pour tout dire contraire au bon sens que le rapide développement du cloud computing, du Big Data, de l'intelligence artificielle, de la technologie de la blockchain, de la robotique, ainsi que l'émergence de l'ordinateur quantique et la poursuite de la validité de la loi de Moore (semi-conducteurs) n'aient que peu d'impacts sur la productivité et partant sur le potentiel de croissance de nos économies. A présent que les entreprises font face à des pénuries de main d'œuvre dans de nombreux métiers et à un début de tension sur les salaires, leurs dépenses doivent se tourner prioritairement vers les investissements productifs et les nouvelles technologies. C'est le prix à payer pour que les marchés puissent poursuivre leur chemin haussier.

* dmarchese@purecapital.eu

Bank of Singapore ouvre une filiale d'investissement au Luxembourg

Bank of Singapore a annoncé avoir obtenu une licence d'entreprise d'investissement pour exploiter une filiale d'investissement au Luxembourg – une première pour une banque privée singapourienne.

Grâce à cette nouvelle filiale, BOS Wealth Management Europe Société Anonyme (S.A.), Bank of Singapore sera en mesure d'offrir une gamme complète de solutions personnalisées de banque privée et de conseil en investissement à ses clients fortunés dans l'Espace économique européen («EEE») et au Royaume-Uni («UK»). L'EEE comprend les pays de l'Union européenne (UE) ainsi que l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège.

Actuellement, Bank of Singapore sert ses clients européens depuis son siège social de Singapour et depuis le bureau de Londres de sa société mère, OCBC Bank. Les actifs gérés par les clients de l'EEE ont fortement progressé au sein du Groupe, Singapour étant considérée comme un centre financier de premier plan en Asie grâce à sa stabilité économique et politique et son accès aux marchés financiers mondiaux et régionaux. L'entreprise basée au Luxembourg sera dirigée par Anthony Adriano Simcic, qui rendra compte directement à Olivier Denis, responsable des marchés Singapour, Malaisie et International chez Bank of Singapore. M. Simcic, qui a 18 ans d'expérience dans le secteur bancaire, était auparavant responsable de la banque privée HSBC Private Bank au Luxembourg.

Avec le démarrage des activités de BOS Wealth Management Europe S.A. au troisième trimestre de cette année, et avec une ouverture officielle au deuxième trimestre de l'année prochaine, Bank of Singapore est prête à faire passer ses activités européennes au niveau supérieur et à améliorer la couverture bancaire du segment des gérants indépendants «Independent Asset Manager» (IAM) en Europe, où le concept d'IAM est monnaie courante. Le feu vert pour l'exploitation d'une filiale de gestion de fortune au Luxembourg arrive à un moment opportun, l'Europe ayant connu une augmentation significative du nombre d'individus fortunés (HNWI) en 2016, selon le rapport Capgemini World Wealth 2017. Le nombre de HNWI en Europe a augmenté de 7,7% atteignant la somme de 4,5 millions et dépassant la hausse de 7,4% enregistrée pour la région Asie-Pacifique. En ce qui concerne la richesse individuelle des HNWI, l'Europe a enregistré la troisième croissance la plus élevée par région (8,2%), à égalité avec la région Asie-Pacifique et juste derrière l'Amérique latine et l'Afrique.

Bahren Shaari, directeur général de Bank of Singapore, a déclaré : «Depuis la crise financière mondiale de 2008, les family office et les HNWI européens s'intéressent de plus en plus à l'Asie, et particulièrement à Singapour, en tant qu'alternative pour leurs investissements. Banque privée basée à Singapour ayant une connaissance approfondie et intime de l'Asie, Bank of Singapore est un choix naturel pour eux. Notre capacité à les aider dans leurs investissements en Asie – via un large éventail de services bancaires et commerciaux depuis le réseau régional et international d'OCBC Bank, ainsi que des solutions de pointe de banque privée – constitue une proposition de valeur attrayante. La création de BOS Wealth Management Europe S.A. au Luxembourg souligne notre engagement à mieux servir les family office et les HNWI de la région. Nous sommes convaincus que notre modèle d'entreprise – qui est également florissant à Hong Kong et à Dubaï – soutiendra la prospérité croissante et l'augmentation des activités économiques dans l'EEE.»

Le Luxembourg, situé stratégiquement au coeur de l'Europe occidentale, se classe régulièrement parmi les trois premiers centres financiers de l'Union européenne dans l'indice Global Financial Centers publié par la société de renseignements commerciaux Z/Yen. Avec plus de 4.000 milliards d'euros d'actifs sous gestion, c'est le plus important centre de fonds d'investissement en Europe et le deuxième au monde derrière les États-Unis. Avec des fonds d'investissement luxembourgeois distribués dans plus de 70 pays à travers le monde, c'est aussi le plus grand centre de distribution mondial de fonds d'investissement.