

Brexit: le temps presse pour Theresa May

Theresa May a publié le document le plus controversé de son mandat. Comment l'UE réagira-t-elle? Il ne reste plus beaucoup de temps pour arriver à un accord de sortie.



JULIEN STAEHLI
Gérant discrétionnaire de la Banque Bonhôte & Cie SA

Jeudi passé, malgré la démission de deux ministres du cabinet pro-Brexit et une rébellion grandissante au sein de son propre parti, Theresa May a publié le document le plus controversé de son mandat de deux ans, promettant de faire passer son plan pour garder le Royaume-Uni étroitement lié au marché unique de l'Union européenne après le Brexit. L'article de 98 pages expose en détail le partenariat commercial que le Royaume-Uni voudrait maintenir avec l'UE.

Quid de l'Irlande?

Pourtant, le test critique est encore à venir: comment l'UE réagira-t-elle? Il ne reste plus beaucoup de temps pour parvenir à un accord de sortie avant la date limite en octobre. La proposition de May ne dit rien de nouveau concernant les éventuels contrôles douaniers à la frontière avec l'Irlande. L'UE n'a pas rejeté immédiatement le plan de May. De plus, elle fait face à une réaction croissante des eurosceptiques dans son parti des Conservateurs alimentée par les démissions du secrétaire aux Affaires étrangères, Boris Johnson, et du secrétaire du Brexit, David Davis, en protestation contre son plan. Le président des Etats-Unis Donald Trump n'a pas manqué de

s'en mêler. Quelques heures avant son atterrissage au Royaume-Uni, il a lancé une attaque verbale à son hôte, disant qu'elle ne donnait pas aux électeurs l'accord Brexit qu'ils souhaitent.

Ces nouvelles ne sont pas en faveur de la livre sterling dont la chute, déjà pénalisée par la force du dollar sur l'ensemble des marchés des changes, s'est encore aggravée. Actuellement, la livre s'échange près de son niveau le plus faible depuis novembre de l'année passée.

La saison des résultats

Les investisseurs ressentiront un certain soulagement à l'approche de la saison des résultats, ce qui permettra de détourner l'attention des relations commerciales. Le conflit a paru se détendre

LES INVESTISSEURS
RESENTIRONT UN CERTAIN
SOULAGEMENT AVEC
LA SAISON DES RESULTATS,
CE QUI VA DETOURNER
L'ATTENTION DES
RELATIONS COMMERCIALES.

quelque peu car Pékin semble modérer ses réponses aux menaces tarifaires de Trump dans un contexte de ralentissement de l'économie, de baisse du marché boursier et d'affaiblissement de la monnaie. ■

RECOMMANDATIONS

EFGN (ISIN: CH0022268228, prix: CHF 7.32)

La reprise par EFG de la banque privée tessinoise BSI entre dans sa dernière phase après un an et demi de difficultés et de rebondissements. Les sorties d'argent enregistrées depuis l'annonce de la reprise dépassent les CHF 13 milliards et 2018 devrait être la dernière année affichant des retraits estimés à environ CHF 2 milliards.

Par-delà cette échéance, le groupe EFG se retrouvera dans une situation normalisée. Dès 2019, le flux de nouvelles devrait tourner positif: avec des entrées d'argent frais et un ratio coûts/revenus inférieur à 70% (ce qui est tout à fait honorable en regard de la concurrence). L'élément le plus intéressant est sans doute l'excellent ratio actifs sous gestion/capitalisation boursière qui s'inscrit à un niveau deux fois supérieur à la moyenne de ses pairs.

Avec des synergies de près de 240 millions de francs attendues dès 2019 avec la BSI, un système informatique flambant neuf et performant et un ratio de fonds propre supérieur à 18%, EFG figure parmi les financières pouvant réellement créer la surprise au niveau de sa performance boursière.

MORGAN STANLEY CHINA A SHARE FUND (ISIN: US6174681030, prix: USD 22.73)

Les actions chinoises ont enregistré une forte correction depuis le début de l'année. Elles ont été impactées par les mesures prises par les autorités pour réduire le levier d'endettement et leur effet sur la liquidité, par les craintes de ralentissement économique ainsi que par le conflit commercial avec les Etats-Unis. Leur évaluation est devenue attractive.

Le Morgan Stanley A Share est un fonds de placement fermé qui a pour univers les actions classe A des sociétés chinoises listées sur les marchés domestiques de Shanghai et Shenzhen. Le processus d'investissement combine une analyse de type macroéconomique avec une approche fondamentale des sociétés, basée notamment sur leurs perspectives de croissance et leur évaluation boursière.

La performance historique est impressionnante par rapport à celle de l'indice MSCI China A Onshore. Ainsi sur cinq ans, elle est proche de 18% (annualisés) contre 7% pour l'indice. En outre, le cours boursier offre actuellement une décote de 16% par rapport à la valeur d'inventaire.

C'est un véhicule d'investissement intéressant en vue d'un rebond du marché chinois. ■

Microfinance: des sources de rendement alternatives

Les placements dans ce domaine ont à la fois un impact social et une attractivité financière.



DAVID KEEL
Head Business Development BlueOrchard Finance Ltd

Ces dernières années, la microfinance s'est établie comme une catégorie de placements autonome. L'association de rendements non corrélés usuels sur le marché et d'un impact social positif important interpelle aussi bien les amateurs d'investissements à impact social que les investisseurs traditionnels, ces derniers ajoutant de plus en plus souvent des placements en microfinance à leurs portefeuilles au titre de la diversification.

Part du capital privé en augmentation

Même si le marché global de la microfinance reste dominé par les banques de développement et les organisations internationales, la part du capital privé à cette catégorie de placements augmente régulièrement. Les banques de développement reconnaissent le fait que le marché est suffisamment mûr pour le capital privé et se consacrent à d'autres activités de financement moins établies et donc plus fortement dépendantes des capitaux publics.

Des investisseurs institutionnels tels que des banques, des fonds de pension ou des assurances comptent parmi le groupe d'investisseurs dans la microfinance connaissant la croissance la plus rapide. Ceci résulte d'une part de l'entrée sur le marché de nouveaux investisseurs institutionnels, et d'autre part du développement des investissements d'autres acteurs.

Trois critères

La microfinance présente en particulier trois critères qui interpellent ce groupe: des qualités de diversification intéressantes, des rendements corrigés du risque attractifs et un impact social mesurable.

Dans des marchés financiers efficaces et liquides, les ajustements de prix sont immédiats et globaux. Il en résulte une corrélation croissante entre de nombreux actifs à risque qui baissent précisément en situation de crise. Il n'est donc pas étonnant que les investisseurs recherchent des sources de rendement alternatives non corrélées. Les placements microfinanciers évoluent largement de manière in-dépen-

dante des catégories de placement traditionnelles comme les actions et les obligations globales. Au cours des vingt dernières années, les stratégies de microfinance largement diversifiées ont été globalement épargnées par les effets négatifs des liquidations globales sur les marchés (bulle technologique, crise financière globale, eurocrise). Outre ses qualités de diversification, la catégorie de placements a convaincu par le passé grâce à une faible volatilité, des taux de défauts très bas (en moyenne moins de 1%) ainsi que des rendements annuels nets supérieurs

de développement durable des Nations Unies.

Des risques bien présents

Comme tous les placements permettant d'obtenir une prime par rapport au marché monétaire, les investissements dans la microfinance ne sont pas exempts de risques. La prise en compte des risques financiers, par exemple les risques de crédit et de liquidité n'est pas seule déterminante pour le succès des placements. L'appréciation correcte des risques politiques et réglementaires dans les pays émergents et en développement l'est tout au-

LA MICROFINANCE PRÉSENTE EN PARTICULIER
TROIS CRITÈRES QUI INTERPELLENT CE GROUPE:
DES QUALITÉS DE DIVERSIFICATION INTÉRESSANTES,
DES RENDEMENTS CORRIGÉS DU RISQUE ATTRACTIFS
ET UN IMPACT SOCIAL MESURABLE.

à 4% en dollars. Les durées de crédit courtes protègent par ailleurs des risques d'évolution des taux. A cela s'ajoute un impact positif qui interpelle en particulier les investisseurs soucieux non seulement d'obtenir des rendements financiers mais également de lutter contre la pauvreté et de contribuer à la réalisation des objectifs

tant. Ces derniers sont particulièrement importants dans les pays émergents. Des fonds de placements spécialisés gérés de manière professionnelle par un gestionnaire d'actifs chevronné disposant d'une présence locale et de connaissances correspondantes du marché sont donc conseillés pour les placements en microfinance. ■

Les géopopulismes et le ralentissement mondial

Le cycle mondial poursuit son ralentissement face à un resserrement de la liquidité et à la montée des incertitudes politiques.



RAPHAEL GALLARDO
OSTRUM AM

Le cycle mondial poursuit son ralentissement sous les effets combinés d'un resserrement de la liquidité mondiale (virage restrictif des grandes banques centrales) et de la montée des incertitudes politiques (populismes occidentaux, tensions géopolitiques Chine/Etats-Unis).

BCGE: resserrement dès cet automne

La BCE a annoncé, avec un mois d'avance, la fin de son programme de QE (EAPP) pour décembre 2018. Il semble que la décision d'avancer l'annonce ait été précipitée par les critiques véhémentes formulées par des membres de la coalition au pouvoir en Italie, mettant en défaut l'impartialité des achats de titres souverains par la BCE. Certes, la BCE a cherché à minimiser l'impact de cette décision en musclant son guidage prospectif des taux courts: il n'y aura pas de hausse des taux directeurs avant l'été 2019. Il n'empêche que l'institut de Francfort devra opérer un resserrement procyclique de sa po-

litique monétaire dès cet automne, alors que l'économie italienne sera probablement entrée dans une phase de ralentissement sensible. Les spreads souverains pourraient donc rester sous pression.

Pas de laxisme budgétaire

La Commission Européenne devrait se montrer conciliante avec Rome afin d'éviter un bis repetita de 2011, mais l'Allemagne ne saurait tolérer un laxisme budgétaire «mal» ciblé (création d'un revenu universel plutôt qu'une recapitalisation bancaire): un tel précédent serait catastrophique pour la discipline fiscale en Europe. Pour l'heure, Salvini concentre ses efforts sur la dynamique porteuse de l'immigration, ce qui permet à Bruxelles de gagner du temps sur les questions budgétaires, mais exporte la crise italienne au Bundestag, où la grosse coalition est menacée d'éclatement sur le thème migratoire.

La Fed a enfin intégré dans son discours le risque avéré de surchauffe de l'économie américaine l'an prochain. Le FOMC a semblé longtemps privilégier

la remontée des anticipations d'inflation à long terme. L'impact de la crise de 2008 sur les breakevens est désormais effacée, et il est temps de se rapprocher d'un taux réel neutre pour les Fed funds. Le problème est que la Fed contribue ainsi à la remontée du dollar sur les marchés des changes, au risque d'aggraver les difficultés des Etats et corporates émergents lourdement endettés en dollars. La Fed ne communique toujours pas sur les effets négatifs de la contraction de son bilan sur un monde émergent structurellement short USD.

Les effets néfastes du protectionnisme

Enfin, le MPC britannique a vu la balance des votes pencher un peu plus vers une hausse de taux à court terme, malgré une conjoncture maussade et des négociations sur le Brexit toujours au point mort. Au total, la liquidité mondiale poursuit son repli, dans un mouvement de contraction monétaire procyclique vis-à-vis du monde hors Etats-Unis.

L'escalade des menaces protectionnistes entre l'Amérique d'un côté, la Chine et l'Europe de l'autre, détruit les «esprits animaux»

entrepreneurs dans chaque camp, ce qui se retrouve dans le retournement des enquêtes de confiance industrielles outre-Atlantique. En outre, l'effet du protectionnisme américain est une remontée du dollar qui aggrave mécaniquement le déficit extérieur américain, et invite Trump à encore plus de protectionnisme.

Un dollar fort soutient l'Europe

Un dollar fort soutient à court terme la croissance européenne, et notamment italienne, mais place la question des excédents commerciaux allemands en bonne place sur le bureau du Trade Secretary Wilbur Ross. Trump a dès lors menacé l'UE de tarifs de 20-25% sur ses exportations automobiles. Cette taxation serait catastrophique pour l'industrie allemande et sa chaîne de fournisseurs déjà menacée par un hard Brexit. Pour la mercantiliste Allemagne, un surplus commercial est le lot de consolation pour partager sa monnaie avec des «délinquants» budgétaires comme l'Italie. Mais si ces excédents ne sont plus tolérés par l'Amérique, la popularité de l'euro changera en Allemagne. ■