



Tendance des marchés

Une année paradoxale

Septembre 2018

Même si l'année est loin d'être terminée, il est temps après cette rentrée de dresser un bilan du comportement des marchés au cours des derniers mois.

Sur le front de la croissance économique, le résultat est globalement conforme aux attentes, avec une moyenne de 3.4-3.5% qui devrait être atteinte pour l'ensemble du monde en 2018. L'élément très positif provient de l'économie américaine qui a continué à tirer la demande globale (avec bien sûr la Chine et d'autres économies émergentes) alors que l'Europe, le Japon et certains pays émergents, réputés plutôt en retard sur le cycle américain, ont commencé à ralentir. Force est de constater que ni la remontée des taux courts, ni celle des taux longs, ni celle du dollar, ni celle du pétrole, ni les prises de position de Donald Trump en matière de défense, de protectionnisme, de politique énergétique ou de santé, n'ont eu d'impact majeur sur la tendance américaine.

En matière de taux d'intérêt, si l'évolution des taux directeurs a suivi ce qui était prévu par la Réserve Fédérale et les autres banques centrales, les taux d'intérêt à long terme n'ont connu qu'une hausse modérée en dépit du maintien d'une croissance soutenue, d'un chômage en baisse dans la plupart des grands pays, de prix de matières premières en hausse et de taux d'inflation repassant largement la barre des 2%. Le taux à 10 ans américain est finalement resté en moyenne autour de 3% depuis le début de l'année, ce qui a permis d'éviter pour l'instant les risques inhérents à un rebond plus fort qui aurait pu se produire dans ce contexte macroéconomique soutenu.

Concernant la performance des marchés, le paradoxe est le même. Les indices boursiers américains se situent en tête des palmarès, à des records historiques, alors qu'ils semblaient en début d'année les plus susceptibles de marquer une inflexion : leur valorisation était la plus élevée relativement et historiquement, alors que la hausse passée paraissait prendre déjà en compte les bonnes perspectives de 2018 et l'effet de la réforme fiscale. Les flux sont restés positifs, notamment grâce aux rachats d'actions (plus de 1000 milliards de dollars attendus pour les sociétés du S&P 500 en 2018), et les rapatriements de fonds ont certainement eu un impact, alors que la croissance des bénéficiaires dépassait les attentes, pourtant élevées (plus de 15%).

A contrario, les marchés européens et asiatiques affichent à quelques exceptions près des performances négatives, alors que la tendance des bénéficiaires n'a pas déçu et que la hausse du dollar a procuré un effet positif inattendu. Ces pays ont en effet subi de façon plus directe les craintes liées au protectionnisme et au Brexit ainsi que l'instabilité financière réapparue dans certains pays d'Europe du Sud ou émergents (Turquie, Italie, Argentine...). Cette sous-performance reflète notamment la difficulté du continent européen, comme de l'Asie et de l'Amérique Latine, à mettre en œuvre des politiques communes voire à résister aux menaces de fragmentation. Elle est sans doute aussi due à une aversion au risque moins élevée aux Etats-Unis qu'ailleurs, phénomène accru par ce que certains appellent la « prime de risque Trump » qui

affecte moins Wall Street que les autres marchés.

Parallèlement, la volatilité, après son énorme pic de février, n'a connu que de petits mouvements de hausse ponctuels, est restée en deça de 20% et s'est stabilisée sur un niveau de 12-13% depuis mai pour la plupart des grands indices actions (S&P 500, CAC 40, DAX,...). Ceci s'explique sans doute par la croissance de la liquidité mondiale qui reste positive, ce qui contrebalance la montée des risques.

L'examen attentif des tendances sectorielles donne quelques éléments d'explication supplémentaires. La hausse s'est concentrée sur les secteurs toujours en forte croissance (luxe, technologie, certains segments industriels cycliques comme la chimie spécialisée ou l'aéronautique) justifiant toujours des multiples relativement élevés, particulièrement représentés dans les indices S&P 500 et CAC 40, alors que les secteurs apparemment sous-évalués comme les

financières, l'automobile, la construction et les industries de base (à l'exception des pétrolières) ont subi des corrections plus sévères que la moyenne. Ceci signifie que les marchés commencent à anticiper un ralentissement économique mondial du fait notamment des mesures protectionnistes à venir ainsi que le maintien à long terme des facteurs déflationnistes, ce que corrobore l'aplatissement des courbes de taux.

Pour le cas particulier du marché français, ces tendances expliquent la surperformance des indices, proches de l'équilibre à l'exception des petites et moyennes valeurs, et, paradoxalement encore, la performance négative cette année des obligations d'entreprises qui leur sont habituellement corrélées. En effet, l'exposition sectorielle et les rendements devenus historiquement plus faibles, notamment que ceux des actions, ont été défavorables aux obligations. L'étroitesse du leadership sectoriel doit cependant amener à s'interroger sur sa durabilité..

Stéphanie de Carné

Achévé de rédiger le 12 décembre 2018