



## Tendance des marchés

Des bulles et des failles

Septembre 2019

Nous avons continué cet été à voir se succéder un chapelet de bulles prêtes à éclater, mais tout a été mis en œuvre pour éviter que cela ne se produise.

Les indicateurs économiques continuent à donner des signaux de ralentissement, mais c'est justement ce qui a amené la Réserve Fédérale à effectuer une baisse des taux directeurs en juillet et l'ensemble des banques centrales à prendre des mesures d'assouplissement. La BCE a notamment annoncé jeudi dernier une baisse de 10 points de base du taux de dépôt et la reprise des achats d'actifs à partir de novembre. Des politiques de relance budgétaires sont également à l'œuvre ou à l'étude, tant aux Etats-Unis qu'en Chine ou en Europe. Les craintes de récession sont donc de nouveau repoussées, mais pas totalement écartées. En 2020 ou 2021, peut-être... En attendant, le consommateur américain va bien et la Chine ne faiblit pas tant que cela. Mais chacun se doute que les banques centrales ne pourront pas soutenir les marchés éternellement si les données économiques ne sont pas positives, à l'aune de décisions politiques versatiles, sinon défavorables.

Le Brexit sans accord n'est toujours pas écarté, mais les manœuvres se poursuivent pour l'éviter tandis que chacun se prépare au pire sans oser y croire vraiment. Quelques mesures isolées sont envisagées pour éviter des conséquences trop dramatiques (universités, transports, etc...). La livre est faible mais le marché tient.

Dans la guerre commerciale sino-américaine, les rebondissements se suivent et se ressemblent, entre menaces et apaisements,

entraînant une baisse sensible de la croissance dans certains secteurs (automobile, chimie, ...). Mais aucun des protagonistes n'ose aller trop loin et la baisse du yuan par rapport au dollar a un effet stabilisateur. Le ralentissement n'est donc pas encore trop prononcé, mais les perspectives restent défavorables.

L'inflation a commencé à remonter et pourrait clairement s'accroître si les politiques budgétaires se confirment, notamment dans les pays déjà au plein emploi, ce qui aurait un effet néfaste sur les taux d'intérêt. Mais la baisse des matières premières du fait des hausses de production et de l'apaisement des tensions géopolitiques a contrebalancé cette tendance. Les derniers événements en Arabie Saoudite restent à surveiller de près.

Alors que tout le monde craignait une poursuite de la remontée des taux d'intérêt cette année, ceux-ci se sont au contraire retournés à la baisse, entraînant à la hausse la valorisation des actions. Pourtant, les résultats des entreprises sont plutôt en ralentissement au premier semestre, à l'exception de quelques secteurs de croissance défensive et cela ne pourrait être qu'un début. Mais la baisse des taux ramène la confiance, voire l'appétit pour le risque, et entraîne de nouveaux flux vers les actions et les obligations d'entreprises, largement sous-pondérées dans les allocations des grands investisseurs institutionnels, y compris le « high yield », et bien sûr vers l'immobilier et l'or.

En outre, le coût de refinancement est devenu très faible, ce qui permet aux entreprises

d'emprunter facilement soit pour faire baisser leurs frais financiers, soit pour financer des acquisitions, parfois avec des primes significatives sur les cours boursiers. Les corrections de mai et d'août ont fait long feu. Et surtout les Etats empruntent à des taux négatifs (jusqu'à 15 ans pour la dette française) et les certaines banques commencent à faire payer les dépôts bancaires, tout cela en espérant que l'argent va plutôt s'investir dans l'économie réelle.

Il n'empêche qu'à ce jour, les indices actions européens plafonnent et ont à peine dépassé les plus hauts de la mi-2018, encore moins ceux de 2007. Cette faiblesse technique doit être surveillée, tout comme l'étroitesse du « leadership » sectoriel et de la liquidité (profondeur) du marché, qui sont souvent des signaux avant-coureurs de retournement. Et dès que les flux se tarissent, le retournement devient vite une tendance baissière.

Dans la situation actuelle, la difficulté principale consiste à trouver des actifs décorrélés, réellement protecteurs en cas de retournement. En dehors de quelques devises comme le yen ou le dollar australien lié à certaines matières premières, on constate en effet ces derniers mois une corrélation très élevée entre les actifs : actions, obligations, dollar, immobilier, dette privée, fluctuent en même temps à la hausse cette année, comme

à la baisse au dernier trimestre de l'année dernière.

L'autre difficulté est de raisonner avec des taux d'intérêt négatifs. Certains affirment qu'ils s'expliquent par un excès de pessimisme en Europe. Mais ne conduisent-ils pas à survaloriser les actions ? Est-il sain d'attendre une plus-value sur une obligation dont le taux deviendra encore plus négatif ? Jusqu'à présent, cette logique se vérifie dans la réalité, mais pour combien de temps encore ?

La gestion « value », habituellement protectrice dans les phases de correction, ne l'a pas été dans les deux dernières. Son heure est-elle venue ? Pas nécessairement, ou de façon très sélective, car les secteurs financiers, cycliques ou de services publics, ne seront favorisés ni par un ralentissement économique plus marqué, ni par une remontée des taux d'intérêt. Mais parmi les secteurs de croissance, il convient sans doute d'alléger les valeurs dont le multiple est le plus élevé, surtout si leur croissance commence à ralentir.

Car la robustesse du marché, largement liée à la bonne volonté des banques centrales, cache des failles qui pourraient s'élargir. Mais nous ne joindrons pas nos voix à celles des sibylles qui annoncent les pires conséquences de cette politique visant à les combler.

Stéphanie de Carné

*Achévé de rédiger le 12 décembre 2018*