



Faut-il faire Charlemagne ?

Après une année 2018 difficile, 2019 montre des performances élevées des marchés actions comme des marchés obligataires. Mais le vent pourrait commencer à tourner...

- Sur les trois premières semaines d'août les marchés s'affichent en recul : les principales zones perdent entre 3% en Europe et 6% dans les pays émergents. De surcroît, les valorisations sont élevées (notamment pour les sociétés dites "quality growth") et les profits réalisés ont parfois déçu, même s'ils tendent encore à progresser.
- Les taux des obligations d'Etat ont atteint des niveaux toujours plus bas. En Europe, le Bund 10 ans s'est installé autour de - 0,70% !
- Côté crédit, la dynamique haussière se poursuit, nourrie par la recherche de rendement.

Ce contexte de marché s'explique notamment par la politique volontariste des banques centrales. Alors qu'en début d'année on était sur un durcissement général, chaque jour qui passe confirme que **le ton est partout à l'assouplissement**. Certes la Fed n'a réduit son taux directeur "que" de 25pb en juillet, mais Powell a été clair, ce n'est qu'un premier pas, surtout si le ralentissement devait se confirmer. Au sortir de la convention annuelle de Jackson Hole, la posture rassurante de l'ensemble des banquiers centraux a été saluée par tous les observateurs. La BCE ne devrait pas décevoir lors de son prochain comité.

Ce contexte n'en est pas moins inconfortable car les dynamiques de flux ont tendance à prendre le dessus sur les fondamentaux, alors même qu'il serait facile de matérialiser des plus-values. D'où la tentation de « faire Charlemagne ». Faut-il choisir de couper les positions dans l'attente d'un craquement des marchés actions et obligataires ? Les optimistes diront que, sauf catastrophe, les mauvaises nouvelles sont déjà à peu près toutes anticipées par les marchés. Les pessimistes rétorqueront qu'aucun des voyants économiques ne semble être passé au vert...

Aux Etats-Unis, l'inversion de la courbe des taux inquiète, les craintes de récession s'amplifient. Toutefois, **même si les indicateurs avancés d'activité faiblissent**, l'économie ne donne que peu de signes tangibles de ralentissement et la pente des taux reste positive au-delà de 5 ans. Sur le sujet de **la guerre commerciale sino-américaine**, alors que le G20 avait laissé croire à une trêve, le ton est monté. Les annonces de durcissements tarifaires dits "de représailles" se multiplient de part et d'autre. Le cours du Yuan a également décalé, d'environ 6,90 en juin-juillet, vers une fourchette de 7,01 à 7,07, autour de la mi-août et même 7,15 le lundi 26, c'est-à-dire au plus haut depuis mars 2008, soit **une dépréciation du Yuan de 3,5% en un mois ou 15%** par rapport à début 2014, ce que le trésor américain a décrit comme une "manipulation". Ailleurs, les foyers de tension internationale ne se sont apaisés nulle part. Néanmoins, il n'est pas trop tard pour enrayer les effets de crises créées de façon exogène par des décisions politiques.

Plus largement, **l'ensemble du commerce mondial présente des signes clairs de ralentissement**. La croissance chinoise s'essouffle et l'économie japonaise reste fragile. En Europe, la détérioration du climat économique est sensible ; **l'Allemagne est aujourd'hui au bord d'une récession**, modeste mais probable. L'économie ralentit dans presque tous les pays, de l'Italie qui stagne à l'Espagne qui semble s'essouffler malgré le regain de l'immobilier. Seule l'économie française, moins sensible au commerce mondial, résiste, avec l'aide d'une

relance budgétaire (bien qu'elle soit en partie absorbée par l'épargne des ménages). Un plan de relance allemand ou européen significatif, aurait une rationalité forte ! Ne comptons toutefois pas trop sur son ampleur ni sur son immédiateté. **Enfin, l'avenir économique du Royaume-Uni est plus incertain que jamais** et sa majorité gouvernementale, qui n'existe que sur le papier, ne tient que par un fil (ou un siège en l'occurrence), sans que les marchés ne paniquent.

Au total, on voit bien une économie qui ralentit, ce qui risque de peser sur la croissance des entreprises mondiales, dont les valorisations sont parfois tendues. Pour autant, les valorisations des entreprises dites "value" sont plus raisonnables et pourraient bénéficier de manière importante d'un certain retour au calme des tensions internationales et surtout d'un plan de relance budgétaire en Europe.

Revenons maintenant à la nécessité de prendre plus de risque sur les obligations et les actions pour espérer générer une performance positive à terme. Cette nécessité est rendue impérieuse par le niveau des taux d'Etat. **A première vue, l'évolution du prix des obligations pourrait ressembler à une bulle. Mais**, si le mouvement a été violent jusque mi-août, la correction est restée modérée ou inexistante quand les marchés actions se sont stabilisés. Alors que les bulles éclatent d'habitude au moment où elles enflent le plus vite, **la situation actuelle semble plutôt témoigner d'un nouvel équilibre**. Et il est peu probable que les prochaines initiatives de la BCE conduisent à une hausse des taux. Cette situation a donc toutes les chances de durer ! **Les taux négatifs**, longtemps réputés impossibles, sont devenus monnaie courante. Cela devrait peut-être nous conduire à **réviser les principes mêmes de valorisation des actifs. Il n'existe plus un taux sans risque, mais un risque de perte presque assuré**, dès lors à partir de quel niveau les multiples des actions deviennent-ils excessifs ?

Tant que la croissance mondiale ralentit mais ne cède pas, tant que les acteurs de la guerre commerciale savent respecter les limites, l'environnement de flux constitue un soutien aux marchés actions. Si en revanche la croissance lâchait, les multiples de valorisation apparaîtraient trop élevés. Une fois encore, **c'est par la politique monétaire que les marchés espéreraient être sauvés. La Fed ne manque pas de marge de manœuvre**. En revanche **l'équation est plus compliquée au Japon et en Europe continentale** : les taux sont déjà bas et la reprise du QE par la BCE s'annonce complexe techniquement et politiquement. Les marchés ne comptent-ils pas trop sur les banquiers centraux ?

Depuis 10 ans **les marchés sont dopés à la liquidité et tout indique que cette situation va durer**. Le monde traverse un bouleversement anxiogène, technique, économique, social, climatique et donc aussi financier. Dès lors où investir devient une question problématique. En dépit des feux rouges, bien identifiés par les marchés, et tout en reconnaissant les risques de volatilité, **les marchés actions ne sont pas nécessairement le plus mauvais endroit où placer son argent. Restons prudents tout de même** en diminuant les expositions et en mettant en place des couvertures qui permettraient de protéger les gains si les marchés corrigeaient.