

## Parfois, il faut surtout savoir limiter la casse !

Au cours d'une semaine pauvre en nouvelles économiques, mais riches en nouvelles politiques, **les marchés actions ont repris leur mouvement de baisse**, même si les émergents ont fait bonne figure. **La volatilité sur les actions a de nouveau augmenté**, témoignant d'une inquiétude persistante. **Du côté de l'obligataire**, le marché américain a bien performé et **les rendements se sont détendus**. Cette baisse des rendements n'est pas attribuée à un facteur spécifique, politique ou économique. La violente chute des cours du pétrole, -7% le mardi 13 novembre, est un élément favorable, mais il n'a pas été déterminant. La baisse des marchés actions, potentiel signe avant-coureur d'un retournement de cycle d'ici quelques trimestres, vient évidemment à l'esprit.

**D'où la question qui se pose : la sévère correction démarrée en octobre signe-t-elle la fin du grand "bull market" boursier tiré par les actions américaines depuis 2009 ?**

Revenons sur le cycle économique américain, déterminant dans la réflexion. **L'activité aux Etats-Unis reste soutenue**, même si les chiffres inquiètent dans certains secteurs, comme l'immobilier. Surtout, **l'économie étant maintenant en plein-emploi, la croissance aura grand mal à se maintenir** sans provoquer une dérive inflationniste. Même si la hausse des prix à la consommation est pour le moment contenue en deçà des points hauts atteints en juillet, les tensions en amont s'accumulent comme en témoignent les prix à la production.

**La baisse des taux d'imposition dans le cadre de la grande réforme fiscale de D. Trump** fin 2017 justifie largement la surperformance des marchés actions américains depuis un an (voire deux si l'on intègre les anticipations). Mais il s'agit là d'une mesure dont l'effet est maintenant intégré dans les cours. En outre, cet élément n'est d'aucun secours pour les marchés européens, japonais ou des pays émergents. Dans le domaine boursier, les arbres ne montent pas aux cieux. D'autant moins que **la Fed, qui tient à éviter la surchauffe économique, mène une politique monétaire doublement restrictive**, par la hausse du taux directeur (25 pb par trimestre) et par la réduction de l'encours de son bilan (-50 milliards de dollars par mois).

**Les indices actions européens n'ont fait guère mieux que les indices américains**, en repli de 1,5% pour l'Euro Stoxx. En zone euro la hausse décevante du PIB au T3 a été confirmée à 0,2% t/t et 1,7% sur un an (après 0,4% et 2,2% respectivement au T2). Le dynamisme économique est plombé par l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie. **Le PIB allemand s'est replié de 0,2% t/t au T3**, notamment en raison du secteur automobile, qui souffre d'un alignement défavorable des planètes (menaces sur les exportations, Brexit, durcissement des normes d'émissions, hausse du prix des carburants, limitation de la circulation des véhicules diesel dans les grandes villes). Tout cela impose aux industriels une coûteuse refonte technologique et organisationnelle, à marche forcée.

**Le marché obligataire européen, quant à lui, a peiné à suivre son homologue américain**. Surtout les spreads entre les souverains se sont élargis. L'Italie a souffert des incertitudes persistantes autour du budget, le gouvernement n'amendant pas sa copie. Sur les obligations d'entreprises, on observe une poursuite de l'ouverture des spreads dans un contexte de faible

liquidité. Les spreads de crédit ont ainsi tendance à s'élargir par paliers sans lien nécessairement avec les fondamentaux. **Les niveaux atteints aujourd'hui apparaissent dorénavant comme attractifs à beaucoup** : ils intègrent le début de la remontée d'un vrai cycle de défaut qui serait causé par un retournement américain proche, hypothèse trop pessimiste selon nous. **Nous trouvons ainsi de la valeur dans les spreads de crédit investment grade, BB et financiers**.

Au Japon, la baisse a été encore plus marquée: -2,6% pour le Nikkei 225 la semaine dernière. **Le Japon souffre de problèmes similaires à ceux de l'Allemagne**. C'est vrai pour le secteur l'automobile, comme au niveau macro pour le marché du travail (le taux de chômage est tombé à 2,3% en septembre, sachant que l'immigration n'y est pratiquement d'aucune aide). Le pays a vu également son PIB se contracter au T3, de 0,3% t/t.

**Au Royaume-Uni**, la présentation du projet d'accord conclu par Theresa May et Michel Barnier a été **accueillie fraîchement**. Certains membres de la majorité parlementaire ne voteront pas cet accord, si bien que l'approbation de Westminster dépendra des députés de l'opposition ; pas impossible, mais risqué. **La livre a sérieusement reculé**, pendant que le rendement des emprunts d'Etat à long terme (Gilts) se détendait. Ces deux mouvements, à première vue antagonistes, peuvent s'expliquer par un effet valeur refuge pour les Gilts aux yeux des investisseurs britanniques, voire par l'anticipation de nouvelles actions de la Banque d'Angleterre, qui pourrait reprendre le QE.

**L'indice FTSE 100, celui des grandes valeurs cotées à Londres, a résisté en ne cédant que 1,3%** sur la semaine. Ce sont essentiellement des entreprises multinationales. La baisse du sterling améliore leur compétitivité, leurs profits réalisés en devises, et les fait paraître moins chères aux yeux des investisseurs étrangers. **En revanche, l'indice FTSE 250, celui des 250 capitalisations suivantes, a reculé de 2,7%**. L'indice FTSE 250 est composé de valeurs un peu plus domestiques et avec des capacités d'adaptation moins fortes que celles des géants du FTSE 100. Le Brexit devrait donc les pénaliser davantage.

Sur le plan économique, les indicateurs britanniques indiquent une inflation stable, mais aussi une dégradation des ventes au détail (-0,5% en octobre après -0,4% en septembre). Surtout, **le marché du travail se désorganise** : l'emploi faiblit, alors que le taux de chômage progresse à 4,1% au T3 (et cela ne va pas s'arranger avec 20 200 demandeurs d'emploi supplémentaires en octobre, la 5<sup>e</sup> hausse mensuelle d'affilée). La main-d'œuvre britannique n'est souvent pas substituable à la main-d'œuvre étrangère, dont les effectifs reculent de plus en plus nettement.

En conclusion, oui les actions ont commencé à baisser significativement, mais **les incertitudes fondamentales et les conditions de marché demeurent mauvaises**. Nous préférons conserver notre positionnement prudent et ne pas reprendre de risque avant éclaircies politiques notamment, quitte à ne pas profiter du potentiel rallye de fin d'année.