



La fin de l'année va être longue...

La semaine dernière a été plutôt terne sur les marchés actions, mais **le mois de septembre reste dans l'ensemble nettement positif**. Il vient consolider une année globalement très favorable aux investisseurs, qui semblent devenir assez défensifs pour s'assurer de profiter du beau rebond de 2019. **Toutefois septembre est atypique** comparé aux tendances de long terme, et l'on se prend à penser que la fin de l'année va être longue.

Ainsi, **le marché japonais a surperformé** en septembre la plupart de ceux des autres pays développés. A contrario, les marchés américains, et le NASDAQ en particulier, ont sous-performé, avec notamment **un repli de 2,2% pour les valeurs technologiques** sur la semaine écoulée. Depuis longtemps **la bourse américaine doit une partie essentielle de ses performances aux valeurs technologiques** (les fameux GAFA, devenues GAFAM quand on leur a adjoint Microsoft, puis FAANG lorsque ce dernier a été remplacé par Netflix). Mais au-delà d'une demi-douzaine de pépites, qui ont su bâtir un empire sur la base d'une position technologique dominante, le dynamisme boursier est moins impressionnant. La plupart des valeurs technologiques sont surcotées ; les déboires récents d'Uber ou d'Airbnb, pour prendre deux exemples, montrent qu'il n'est **pas aisé de bâtir de nouveaux business models**. D'une part, il est presque impossible de distinguer les pépites des futurs cailloux dans les chaussures des investisseurs. D'autre part, on ne fait que parler des problèmes monopolistiques, sans que, pour le moment, les marchés s'inquiètent vraiment d'une éventuelle action des autorités anti-trust américaines...

En attendant, ce qui a rendu ce mois de septembre atypique c'est aussi **la surperformance des valeurs classées comme "value" ou "fondamentales" et, surtout, "à dividende élevé"** ; au détriment notamment des groupes dits "*momentum*" ou "croissance" qui s'étaient mieux comportées depuis le début de l'année, surtout en Europe. Cela pourrait-il être le signe d'un **mouvement durable de rééquilibrage** ? Il existe en effet des valeurs délaissées dans **des secteurs traditionnels**, comme l'automobile ou la banque qui semblent bon marché. Certes ces domaines font face à des défis technologiques majeurs, mais pas insurmontables. Surtout ils offrent **des multiples faibles**, de l'ordre de 5 à 7, malgré des résultats positifs récurrents, ou encore des ratios **capitalisation sur actif net** souvent bien inférieurs à l'unité en Europe alors qu'ils peuvent être bien supérieurs dans d'autres zones économiques. **Ces titres peuvent apparaître attractifs, en cette ère de rendements négatifs pour les actifs sans risques**.

Justement, du côté des rendements obligataires on a observé ces derniers jours une détente qui atténue la hausse sur le mois. Il peut sembler paradoxal d'avoir eu, une hausse des rendements courant septembre, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, alors que la BCE et la Fed, ont annoncé **des mesures d'assouplissement de leur politique monétaire**. Du fait des principes de transparence et de "*forward guidance*" (annonce à l'avance), qui sont mis en œuvre depuis des années maintenant, les nouvelles mesures de politique monétaire étaient très largement anticipées. La déception des marchés tient, peut-être, à ce qu'**aucune des deux banques centrales n'a laissé présager de nouvelles mesures au cours des toutes**

prochaines réunions. De ce point de vue la BCE a été claire, l'heure est aux politiques structurelles et, là où c'est possible, budgétaires.

Du côté de la FED, il faut rappeler que **la situation économique américaine demeure satisfaisante**. Justifie-t-elle un vrai cycle baissier ? La croissance est ferme, que l'on en juge par la hausse modérée mais inattendue des commandes de biens durables ou par les données de l'immobilier résidentiel toujours solides. Le repli de l'indice de confiance des ménages établi par le *Conference Board* observé en septembre à 125,1 n'a rien d'alarmant. Ce sont les niveaux exceptionnels atteints en juillet (135,8) et août (135,1 révisé à 134,2) qui étaient anormaux ; d'ailleurs, aucun chiffre supérieur à 125 n'a pu être observé de 2001 à septembre 2017. **Les ménages américains restent très confiants** dans la situation économique, ce n'est pas une surprise puisque le taux de chômage est au plus bas depuis un demi-siècle. On en attend la confirmation vendredi prochain, à **l'occasion de la publication du rapport sur l'emploi de septembre**. **Nous surveillerons aussi l'évolution des salaires**, en gardant en tête que les différentes sources officielles américaines nous donnent des tendances très différentes, qu'il faudra bien un jour réconcilier. Nous sommes enclins à penser que c'est le salaire horaire qui pourrait être un jour révisé en hausse pour mieux refléter la progression plus rapide des coûts salariaux. Et ce pourrait être un caillou dans la chaussure des investisseurs obligataires cette fois.

En Europe, la très légère amélioration de **l'indice Ifo** est imputable aux conditions économiques actuelles, tandis que les perspectives qui, en août, étaient déjà au plus bas depuis la grande crise de 2009, se sont encore dégradées en septembre. En termes de niveau absolu, **les résultats allemands sont globalement mauvais et tranchent avec les enquêtes de confiance de l'INSEE** qui montrent des niveaux satisfaisants et surtout en amélioration. Du côté des ménages l'indice synthétique de l'enquête de septembre s'améliore encore, pour le 9^e mois consécutif, à 104 (soit au-dessus de la moyenne de long terme, par définition fixée à 100) et loin du point bas de décembre dernier à 87. Les mesures prises en faveur du pouvoir d'achat fin 18 et début 19 portent leurs fruits sur la perception de la situation financière tant présente que future, comme sur les intentions d'achats importants, elles aussi sont en hausse pour le 9^e mois consécutif. Pour les entreprises aussi le climat de confiance s'améliore.

Mais la France fait figure d'exception et **le ralentissement allemand déteint sur l'ensemble de la zone euro**, en particulier sur le secteur manufacturier, mais, de plus en plus, sur le secteur des services. A court terme, la faillite de Thomas Cook va avoir des répercussions bien au-delà du Royaume-Uni, sur l'ensemble de l'activité touristique, surtout autour de la Méditerranée, puisqu'il semble que l'opérateur ait laissé partout un grand nombre de factures impayées.

Difficile donc de choisir où investir dans **un monde où presque tous les actifs semblent déjà trop chers, mais où les liquidités abondent** ; il est tentant se tourner vers les valeurs délaissées, qui sont toutefois plus volatiles. Décidément, la fin de l'année va être longue !

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 30/09/19 à 17h00