

## QUE PENSER DES MARCHES ?

Depuis le début du mois d'octobre, en dépit d'une croissance des bénéfices, exceptionnelle aux Etats-Unis, 22%, et satisfaisante en Europe et au Japon, près de 10%, et en dépit de perspectives économiques toujours favorables, les indices boursiers des grands pays ont en moyenne baissé d'une dizaine de points.

Pour appréhender les marchés, voyons si les 4 motifs d'inquiétudes, - remontée des taux, éventualité d'une récession, coûts de la guerre commerciale et ralentissement de la croissance chinoise- sont justifiés. On délaissera l'inflation, 2% aux Etats-Unis, 0.9% en Europe, car elle va encore baisser, les prix du pétrole que l'Arabie Saoudite aura à cœur de contenir pour satisfaire Trump, le risque émergent puisque des trois maillons faibles, le premier, l'Argentine est sous contrôle du FMI avec un prêt de \$57 milliards, le second, la Turquie a une « créance » sur les Etats-Unis et l'Arabie Saoudite, le 3<sup>ème</sup>, le Pakistan discute avec le FMI.

- *La remontée des taux* : on peut relativiser cette menace et certains escomptent même une pause de la FED. Entre la FED qui réduit son bilan de \$50 milliards/mois, la BCE qui stoppera fin décembre ses injections de Euros 15 milliards, la Banque du Japon qui peine à acheter autant qu'elle le souhaiterait, la crainte, après \$15000 milliards d'injections depuis 2008, est un tarissement de la liquidité, donc une hausse des taux longs, une contraction de la marge des entreprises, une fragilisation des entreprises ou des Etats endettés, un ralentissement du secteur immobilier, donc l'amorce d'une fin de cycle. L'enchaînement est connu mais la panique est prématurée : aux Etats-Unis, les taux réels, ce qui compte, restent faibles et les taux nominaux, 3.11% à 10 ans, n'excèdent guère le taux de croissance attendu du PIB, 3% cette année. En Europe, le dérapage ne sanctionne que la politique économique italienne, il épargne les pays d'Europe du Sud et les marchés, prime avec l'Allemagne tombée à moins de 3 points, misent sur un compromis avec l'Italie. Dans le même temps, en Allemagne ou en France, les taux longs sont à des niveaux historiquement bas, plus faibles qu'au début d'année. Dusseraient-ils monter à 3,50%, les taux longs américains, en termes réels ou en termes relatifs par rapport au niveau d'endettement ne mettraient pas en péril la croissance.

- *L'éventualité d'une récession* : la récession ne menace pas dans les pays de l'OCDE. La croissance ralentit en Europe et, ralentira aux Etats-Unis, dès le prochain trimestre, l'effet du dopage fiscal, \$200 milliards cette année, et des rapatriements de liquidités étant absorbé. D'évidence, les mises en chantier aux Etats-Unis régressent, 1.1Million, et la hausse des prix s'amoindrit. Mais il n'y a ni stocks d'inventus, ni bulle sur les prix car ils ne dépassent que faiblement leur niveau de 2006. D'évidence, la croissance américaine au 3<sup>ème</sup> trimestre doit peu ou pas à l'investissement des entreprises ou l'investissement immobilier et beaucoup à un restockage, fatalement temporaire mais la consommation demeure bien orientée et devrait continuer à bénéficier de la faiblesse du chômage à 3.7% et d'une légère accélération des salaires à 2.8%.

- *Les coûts de la guerre commerciale* : relativisons cette menace. La politique menée par Donald Trump pénalise les sociétés consommatrices d'acier, Caterpillar, Ford l'ont rappelé ; elle décourage l'investissement international, ce qui explique la révision à la baisse par le FMI de ses attentes sur la croissance mondiale. Gageons que Trump ne pourra rester sourd aux plaintes des milieux d'affaires, une composante de son électorat et que les Démocrates, s'ils reprennent le contrôle de la Chambre des représentants ne ratifieront pas les accords avec le Canada ou autres.

- *Le ralentissement de la croissance chinoise* : la Chine, riche de son épargne domestique qui finance 90% de la dette du pays, peut encore user de subterfuges. Mais les faisceaux inquiétants se croisent, qu'il s'agisse du chiffre de croissance du PIB, 6.5% au 3<sup>ème</sup> trimestre, le plus faible depuis 2008, les ventes automobiles en baisse de 5% en septembre, les profits des industrielles, seulement +4%, le manque d'élasticité du crédit aux abaissements successifs du taux des réserves obligatoires, l'endettement des collectivités, 40% du PIB, et des entreprises, 140% du PIB, qui gêne la poursuite d'une telle politique et qu'il s'agisse enfin des surcapacités existantes dans de nombreux secteurs, de l'immobilier aux infrastructures. Des 4 facteurs étudiés, là est le plus tangible motif d'inquiétude car la Chine, ces dernières années, est à l'origine d'1/3 de la croissance mondiale.

### **Conclusion :**

- Pour nos portefeuilles, l'inconfort, conjoncturel, réside dans la fragilité des marchés attestée par l'analyse graphique des indices, le confort, structurel, repose sur les valorisations, la sous-évaluation des valeurs qui entrent majoritairement dans la composition de nos fonds.
- Fondamentalement, en ce moment agité, nous apprécions la composition de nos portefeuilles, c'est-à-dire leur liquidité, leur transparence, leur absence de levier, leur dominante de fonds qui a permis d'éviter les reculs, parfois de 30 à 50%, constatés sur des titres de qualité.
- Enfin, rappelons l'absence d'alternatives aux actions, qu'il s'agisse des liquidités en Euros à -0.40%, en CHF à -0.70%, des obligations peu attractives quand elles ne sont pas libellées en \$, de l'or qui n'a pas joué son rôle de refuge, de l'immobilier qui souffre d'illiquidité, du vieillissement de la population et de l'alourdissement des taxations dans de nombreux pays. Dans un monde où la dette représente trois fois le PIB de la planète, où la valorisation de cette dette a été biaisée par les injections mentionnées, on ne peut que concentrer la stratégie de placement sur les actions car la création de richesses est opérée par les entreprises. Certes la croissance des bénéfices sera moindre qu'elle ne l'a été, certes les entreprises usent et parfois abusent d'artifices comme les rachats d'actions, \$1200 milliards cette année aux Etats-Unis, et la distribution de super dividendes, éventuellement financées par l'endettement, pour doper leur performance boursière, certes elles jouent parfois de positions monopolistiques ou absorbent des concurrents pour trouver des relais de croissance, certes on peut déplorer l'exigence de publications de résultats trimestriels qui entrave le déroulement d'une stratégie de long terme mais quoiqu'il en soit, dans une économie capitaliste, c'est une tautologie de rappeler le rôle de l'entreprise.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.