

CETTE OBSCURE CLARTE :
LES CRAINTES SUR LES MARCHÉS ET LA CROISSANCE SONT-ELLES
JUSTIFIÉES ?

« *Apprendre à voir, à distinguer, à décrire, ce qui se trouve sous nos yeux* ». *Husserl*

- 2018 restera, pour presque toutes les classes d'actifs dans le monde, comme la pire année depuis 2008 et le mois de décembre comme un des pires depuis 1900. Pour ne pas se laisser gagner par la panique, essayons comme le conseillait le philosophe Husserl de voir, de distinguer, de décrire ce qui se trouve sous nos yeux. Rappelons qu'entre 1900 et 2017, les travaux de *Dimson* et *Staunton* montrent que dans chacun des 23 grands pays étudiés, les actions ont été la meilleure classe d'actifs et que la rentabilité nette des actions a été en moyenne annuelle de 6.5%, celle des obligations de 2%. Souvenons-nous que *les quatre inquiétudes qui empoisonnaient le marché à l'automne se sont dissipées* : loin la crainte sur les prix du pétrole et les tensions avec l'Iran. A l'issue des 9 premiers mois, le Brent était en hausse de 30%, aujourd'hui, il est en baisse de 20%. Loin l'idée d'une reprise de l'inflation et d'une hausse des taux longs qui découragerait les crédits, loin la crainte sur le budget italien, loin la crainte de relations envenimées entre les Etats-Unis et la Chine, même si elle pourrait ressurgir en avril.

- La clarté s'est donc faite sur ces éléments d'inquiétude *mais, victimes de pressentiments obscurs, l'ensemble des marchés et des classes d'actifs ont poursuivi leur recul* : en cause, des indicateurs d'activité parfois moins favorables qui accèdent l'appréhension d'un ralentissement. En cause, l'inquiétude lancinante sur la réalité du risque chinois mais si 6.5% de croissance, c'est faible par rapport aux 10% auxquels nous fûmes habitués, cela équivaut chaque année au PIB de la Suisse. Nous pensons que redouter une récession relève d'un pessimisme qui n'est étayé, ni par la communication des entreprises, ni par l'analyse macroéconomique. Les politiques monétaires sont modérément restrictives, les politiques budgétaires, en Italie, en France, aux Etats-Unis, en Allemagne, en Inde et dans beaucoup d'autres pays sont modérément expansionnistes, les politiques fiscales sont souvent enclines à l'allègement des taxes.

- Alors que faire ? Après un repli de 20% en moins de deux mois sur certains grands marchés, après un repli de 35% sur l'année d'un secteur comme les banques européennes, après un repli de plus de 50% de certaines belles valeurs, on sera tenté d'écouter Estragon qui dans *En attendant Godot de Beckett* dit « *Ne faisons rien, c'est plus prudent* ». Les volumes sont souvent trop faibles et on préférera attendre un peu avant de réaménager les portefeuilles. Gardons néanmoins à l'esprit que les *liquidités* en CHF coûtent 0.75%, les liquidités en Euros 0.40%, celles en \$ offrent désormais un rendement intéressant, un indubitable confort pour un client \$ mais un incontestable risque pour un client Euro ou CHF. S'agissant des *obligations*, on peut réfléchir à des échéances courtes en \$ pour des comptes en \$ mais en Euros et en CHF, elles restent peu attractives et, dans la ligne de nos conseils de prudence des deux dernières

années, on déconseillera les lignes directes sur les obligations haut rendement des sociétés endettées qui récemment ont beaucoup souffert. S'agissant des *matières premières*, à l'exception du pétrole, elles apparaissent peu attractives au regard de la maturité du cycle économique. *L'or* ? Sa performance décevante ces dernières années, son plus haut, \$1920/once, date déjà du 30 septembre 2011, son évolution erratique alors même que les multiples troubles géopolitiques auraient justifié un tel investissement laissent dubitatif. L'or ne saurait représenter plus de 5 à 10% d'un portefeuille. *L'immobilier* ? Ces dernières années, dans un contexte de taux réels négatifs, les grandes capitales occidentales ont attiré les investisseurs russes, chinois et moyen-orientaux mais les temps changent. Sanctions à l'encontre des premiers, restrictions à l'étude contre les seconds et baisse des recettes des troisièmes, sans oublier les évolutions réglementaires, monétaires ou fiscales, tous ces éléments invitent à la prudence. *Le private equity* ? On recommandera la prudence. La belle performance récente ne saurait augurer de celle des prochaines années. L'abondance des liquidités détenues par les firmes du secteur, la concurrence sur les cibles, pousse les prix à la hausse et hypothèque la rentabilité future. Ne restent que *les actions*, car la création de richesses dans une économie, la réactivité, la capacité d'adaptation ce sont les entreprises. Le recul a été violent, la volatilité va persister mais aussi longtemps qu'on ne lâche pas, la perte reste virtuelle et l'histoire boursière a toujours établi des nouveaux hauts. Sans aveuglement sur la durée du cycle mais avec lucidité et objectivité, on peut rappeler que les indicateurs PMI globaux de confiance restent partout, sauf en Chine, supérieurs à 50, même à 59 aux Etats-Unis, 55 au Canada, 53 en Grande Bretagne, 52 au Japon et 51.8 dans la zone Euro, ce qui devrait rassurer.

I. Les perspectives de l'économie américaine :

Certains tirent argument de la longueur du cycle, un record depuis 1945, pour annoncer et s'alarmer d'une récession en 2020 mais on soulignera que la croissance cumulée depuis 2009 n'a pas excédé 40% alors qu'elle fut de 60 à 80% lors des cycles précédents et une analyse objective ne permet pas à ce jour de valider l'hypothèse d'une récession :

- *La consommation*, 70% du PIB, ne montre pas de signe de faiblesse. Les ventes de détail depuis le 1^{er} novembre sont en hausse de 5%, le meilleur chiffre des six dernières années, le taux de chômage, 3.7%, est au plus bas des cinquante dernières années et les créations d'emplois, 207 000 en moyenne mensuelle sur 11 mois, sont dans la ligne des années 2015, 2016, 2017, respectivement 226 000, 195 000 et 182 000/mois. Ajoutons que les salaires, +3.1%, augmentent plus rapidement que l'inflation « core », actuellement de 2.2% et la baisse récente des prix de l'essence vient offrir un pouvoir d'achat supplémentaire.

- *L'immobilier*, un peu plus de 15% du PIB, a perdu de sa dynamique mais il y a toujours une légère appréciation des prix. Le niveau des stocks est bas, les mises en chantier de logements, ces dernières années, n'ont jamais dépassé 1,2 million, loin des 2.2 millions de 2007 et le spectre de 2010, 12 millions de logements d'une valeur inférieure à la dette supposée les financer, n'est pas prêt de se présenter.

- *Les effets des politiques monétaire et fiscale* : 6 remarques peuvent être de nature à rassurer.

Si le taux nominal officiel est à 2.50%, après quatre hausses de taux en 2018, le taux réel n'est que de 0.25%, loin des 2% constatés lors des précédents hauts de cycle. Pas de quoi décourager l'investissement et on ne déplore pas de hausse des licenciements ou une aggravation des mauvaises créances (encore inférieures à 1%). Même remarque

pour le taux à 10 ans, à 2.63%, inférieur au taux de croissance économique de 3% en 2018 et à peine supérieur au taux de croissance de 2.3% anticipé par la banque centrale pour 2019.

Si le différentiel de taux entre les obligations à 2 ans et celles à 10 ans atteignait encore 78 points de base en février, et aujourd'hui seulement 15 points de base, les inversions de la courbe depuis 1945, le 18/8/78, le 16/12/88, le 12/6/98, le 4/2/2000 et le 30/12/2005 ont été suivies d'une récession que suite à des délais approchant parfois trois ans (en moyenne 2 ans) et dans l'intervalle, le marché s'est souvent apprécié.

Si la FED poursuit la contraction de son bilan au rythme de \$50 milliards/mois, elle a allongé ses achats et cela afin d'éviter un dérapage des taux longs qui serait justifié par l'aggravation de la dette et des déséquilibres extérieurs.

Si les effets de la politique fiscale, abaissement du taux d'impôt sur les sociétés de 35 à 21% s'épuisent, beaucoup d'Etats américains accroissent leurs dépenses d'infrastructure.

Si la FED augmente encore deux fois ses taux en 2019, les taux restent négatifs dans les grands pays européens et au Japon.

Si la croissance des bénéfices va fatalement retomber de 22% à 8%, le recul de 15% du S&P500 en décembre exagère la tendance.

- La bataille des droits de douane n'a pas profité aux Etats-Unis : les droits de douane ne réduisent pas les importations américaines et au contraire le commerce se développe toujours entre les Etats-Unis et la Chine. Au cours des dix derniers mois, le déficit commercial américain s'est détérioré de 11% et au mois d'octobre, il a même atteint \$55 milliards. Le seul déficit avec la Chine a atteint un nouveau haut de \$38 milliards en octobre. Dans le même temps, les chinois ont légèrement réduit à \$1.13tn leur stock d'obligations publiques américaines, les réserves de change chinoises ont enregistré une érosion à \$3000 milliards, le Yuan s'est redressé à 6.86 contre le \$ mais l'année prochaine pourrait franchir les 7.

II. Les perspectives de l'économie chinoise :

- Indubitablement, la Chine, depuis 2009, contribue chaque année à plus de 30% de la croissance mondiale. Incontestablement la croissance récente des ventes de détail est la plus faible des 15 dernières années et l'indice Caixin de confiance des entreprises est tombé en-dessous du seuil fatidique de 50. Indéniablement les méfaits du surinvestissement sont perceptibles dans de nombreux secteurs. Pour ne prendre qu'un exemple, si le pays absorbe 29 millions de véhicules automobiles, bien plus que les 17.5 millions vendus aux Etats-Unis, la capacité de production atteint 43 millions !

- Néanmoins, si chacun a raison de s'inquiéter des surcapacités, de la baisse de la rentabilité des investissements, de la montée des créances douteuses et de la dérive de l'endettement des provinces comme des entreprises publiques, le pays a encore la capacité de stimuler et il a choisi d'alléger les impôts et d'abaisser le coût du crédit. Le

gouvernement choisit d'encourager le crédit et l'on sait que dans ce pays où, à la différence des Etats-Unis et de l'Europe le financement par la Bourse ou par l'émission d'obligations peine à se développer, la voie de financement de l'économie demeure les prêts bancaires.

- La relation de la Chine, puissance montante, avec ses partenaires, puissances relativement déclinantes restera heurtée. Quand on se souvient qu'en 2001, le PIB chinois mesuré en parité de pouvoir d'achat, représentait 40% de celui des Etats-Unis et en 2016, 115%, on comprend l'irritation ou la jalousie, on comprend moins que la Chine préserve son statut de pays émergent obtenu en 2001 lors de son entrée à l'OMC (Organisation mondiale du commerce). La Chine doit admettre qu'elle est une économie développée et donc supprimer les barrières à l'entrée apposées à de nombreux secteurs, c'est-à-dire qu'elle doit faciliter les investissements étrangers majoritaires sur son territoire.

III. Les perspectives de l'Europe :

Les élections européennes de mai inquiètent car les courants populistes semblent gagner du terrain mais, à la différence de l'année dernière, nul n'aspire à une sortie de l'Euro.

- *Sous l'angle boursier*, les titres ont baissé d'environ 25% sur leurs plus hauts des douze derniers mois et pourtant la rentabilité des entreprises est élevée, les taux de défaut sont faibles et l'endettement diminue.

- *Sous l'angle économique*, les salaires ont augmenté de 2.2% au troisième trimestre alors même que l'inflation « core » n'est que de 1%.

- *Sous l'angle monétaire*, la BCE stoppe ses injections de liquidités mais va continuer à réinvestir le produit des obligations à échéance, éventuellement sur des maturités plus longues pour éviter la hausse des taux longs. La croissance du crédit est encore ferme, le coût du crédit est bas, la perspective d'une suppression des taux négatifs de la BCE ne saurait intervenir avant le deuxième semestre et une prorogation du TLTRO II, Euros 725 milliards, au-delà de l'échéance de 2020, est envisageable pour aider les banques espagnoles et italiennes dans leurs efforts de financement.

- *Sous l'angle budgétaire*, l'Italie et la France, laissent légèrement dériver leurs déficits, ce qui profitera à la consommation.

- *Sous l'angle politique*, le réconfort vient de l'Italie, l'incertitude du Brexit :

En *Italie*, le taux à dix ans qui avait atteint 3.45% à l'automne n'est plus que de 2.73% car l'objectif de déficit budgétaire initialement annoncé à 2.4% a été abaissé à 2% et les calculs ont été établis en révisant les perspectives de croissance d'un 1.5% irréaliste à un objectif de 1% validé par la Banque d'Italie. Le revenu de citoyenneté a presque disparu et la « flat tax » de Salvini ne va bénéficier qu'à une poignée de très petites entreprises. En fait, chacun des deux partenaires de la coalition se prépare à des élections anticipées après les élections européennes de mai.

En *Grande Bretagne*, entre l'hypothèse du plan de Theresa May, celle d'un « hard Brexit » ou celle d'un nouveau référendum, les vaticinations sont vaines. On se gardera du moindre pronostic. « ***L'ignorance vaut mieux qu'un savoir affecté*** » disait **Boileau dans ses Epîtres**. Si une sortie sans accord devait prévaloir, le coût porterait avant tout sur le Royaume-Uni et secondairement sur l'Europe. N'oublions pas quelques données chiffrées essentielles : si près de 50% des exportations britanniques sont à destination de l'Europe, seulement 10% des exportations des 27 sont destinées au Royaume-Uni. Si ces exportations représentent 12% du PIB anglais, les exportations des 27 vers la Grande Bretagne n'atteignent que 3% de leur PIB. Si depuis le début de l'année 2016, la £ s'est dépréciée de 20% contre l'Euro et 15% contre le \$, le déficit commercial ne s'est pas résorbé et le pays s'est donc appauvri. Si, le Royaume-Uni se retrouve seul, il ne représentera qu'un marché d'une soixantaine de millions peu à même d'inciter des pays tiers à lui offrir des avantages commerciaux comparables à ceux de l'UE. Si le Brexit intervient, alors l'automobile souffrira car 80% des voitures sont exportées vers l'Europe et les taxes s'élèveront à 10%. Plus généralement que peut-on escompter d'un secteur industriel qui ne représente que 10% du PIB. Certes le pays ne devra plus partager ses zones de pêche avec la France mais le secteur ne représente que 0.5% du PIB, le gouvernement devra, jusqu'en 2022, prendre en charge les contributions de la PAC et subira des taxes de 20 à 40% sur ses exportations vers l'Europe.

La croyance que la Chine fera de la Grande Bretagne son relais en Europe n'a guère de sens si le pays quitte l'U.E. Croire, comme **Marc Roche**, que le Brexit sera un succès relève de la méprise. Il a raison de rappeler que l'attractivité du pays repose sur une protection sociale faible, une indemnisation du chômage limitée à six mois et à un montant faible, un nombre de jours de vacances limité à 20 plus 8 jours fériés. Le pays ne consacre que 9% du PIB à la santé, le montant forfaitaire de la retraite est bas à Euros 675/mois, le système éducatif est de qualité avec trois universités dans le top10 du classement de Shanghai. Mais imaginer un Singapour sur la Tamise, un paradis fiscal n'est pas convaincant car la force de l'électorat de Corbyn montre un refus d'un recul de cette protection sociale déjà faible.

Conclusion : « Les amis de la vérité sont ceux qui la cherchent et non ceux qui se vantent de l'avoir trouvée » Condorcet.

Sans doute, pourra-t-on juger optimistes ces lignes au regard de la confusion politique, des convulsions des marchés et de la dégradation brutale de toutes les classes d'actifs. Mais, modestement, nous avons juste essayé de colliger des éléments objectifs.

- L'aléa financier : c'est structurellement le plus prégnant dans un monde qui porte une dette supérieure à trois fois le PIB. Sans croissance économique, il serait impossible de rembourser cette dette et sans taux bas, des problèmes de solvabilité apparaîtraient dans de nombreux Etats et beaucoup d'entreprises. Les Etats, également au risque de conflits sociaux, feront tout pour préserver la croissance et les banques centrales jongleront pour contenir les taux longs.

- *L'aléa politique* : les Etats-Unis vont entrer rapidement en campagne électorale, Trump ne fera rien qui puisse entraver la croissance du pays et évitera des mesures trop coûteuses contre la Chine. Cette dernière devrait concéder une ouverture plus large de ses frontières aux prises de participation et à l'abaissement des droits de douane. L'aléa politique, c'est aussi la montée du populisme, une conséquence décalée de la nationalisation de certaines dettes privées, de la hausse de l'endettement public et de l'austérité budgétaire après la crise de 2008. La contestation de l'ordre libéral, l'aspiration à de moindres inégalités et à un arrêt de la paupérisation des classes moyennes affecteront la croissance des bénéficiaires, donc l'appréciation des marchés mais ne saurait provoquer un « bear market » structurel.

- *L'aléa économique*, la croissance mondiale va s'infléchir mais c'est logique après l'épuisement du stimulus fiscal aux Etats-Unis. Comme tempérament, on retiendra la chute du cours des matières premières qui va se traduire par une baisse des taux d'inflation, en-dessous de la moyenne faible de 2% observée depuis 2012 pour l'inflation « core ». Un tel infléchissement permettra une détente des taux d'intérêt, un allègement des coûts de crédit donc facilitera la croissance et favorisera le pouvoir d'achat.

- *L'aléa des politiques monétaires* fait craindre au pire deux hausses de taux aux Etats-Unis en 2019 et une faute irrémédiable si Donald Trump révoquait Powell qu'il a nommé en janvier ! Ailleurs, au Japon la politique d'injections persiste potentiellement au rythme annuel de 13% du PIB mais, le déficit budgétaire étant de 8%, les obligations disponibles manquent parfois. En Europe, il n'est pas sûr que la BCE parvienne à supprimer les taux négatifs d'ici la fin de l'année.

- *L'aléa international* : la crise syrienne n'est pas dans les radars des marchés, les tensions entre la Russie et l'Ukraine en mer d'Azov, la triste faillite du Venezuela non plus. Les tensions avec l'Iran pourraient renaître mais, probablement elles n'auraient guère d'autres incidences que le redressement des prix du pétrole.

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.