

## Baisse des Bourses : et si « la main invisible » annonçait une récession américaine ?

La distorsion entre les évolutions des grandes Bourses et les données macroéconomiques publiées est une marque de ce début d'année. Les statistiques qui forment la base des prévisions des économistes ne sont pas de nature à expliquer le recul de 7 % des grandes actions américaines et britanniques, de 10 à 12 % de celles du Japon, du Nasdaq ou du CAC 40, et des amplifications en Europe allant à 16 % à Francfort à 23 % à Milan. Cette situation peut venir d'un effet de sympathie avec des variations « fondamentales » observées sur d'autres actifs et à leurs conséquences attendues sur les flux. C'est le premier réflexe d'analyse. Le second prend plus de recul : les Bourses sont des instruments d'anticipation. Est-ce que leur repli annonce un tournant invisible du cycle économique ?

### Des facteurs fondamentaux qui pèsent sur les valorisations

Ce que les investisseurs craignent avant tout c'est l'instabilité. Les périodes de rupture de conjoncture, celles qui remettent en cause des certitudes sur lesquelles reposent des valorisations, des scénarios, des stratégies, sont marquées par un accroissement de la volatilité. Les arbitrages à réaliser pour s'adapter ne sont pas faciles à déterminer, puisque, d'une certaine façon, on saute dans l'inconnu. La violence des mouvements est d'autant plus forte que les certitudes remises en cause étaient bien accrochées.

La crise de croissance chinoise et l'excédent de production d'hydrocarbures entrent sans conteste dans la catégorie des certitudes mises à mal. La croissance mondiale tirée par la Chine et l'ensemble des économies émergentes – exportant des biens

manufacturés comme des matières premières – a été très soutenue à partir du milieu des années 1990. La récession de 2007-2008 a été a posteriori considérée comme un accident purement financier (la crise des emprunts hypothécaires américains, puis des banques occidentales, puis des dettes souveraines européennes) et le début des années 2010 a semblé donner raison à ce scénario. Le démenti est arrivé l'année dernière.

Les cours du pétrole sont finalement une assez bonne mesure de cette période d'après crise des subprimes. Le choc de 2008 (baril revenant de 150 dollars à 40 dollars) a été effacé et, dès janvier 2009, le seuil de 100 dollars a servi de cours pivot, jusqu'au début de l'automne 2014 : on se croyait revenu dans la période de croissance menée de Chine. Depuis, une chute de près des deux tiers en deux temps s'est développée, et a été suivie de façon pratiquement homothétique par l'ensemble de la classe des matières premières. Ces évolutions sont simplement le constat de la révision des taux de croissance de l'ensemble des pays émergents, qui est cumulatif puisque la baisse des matières premières est très fortement récessive pour les pays « de rente »

Le début 2016 est ainsi celui d'un rendez-vous avec la réalité économique. Le cycle mondial, dépendant désormais des États-Unis et à un moindre degré de l'Europe, est sévèrement recadré avec une stabilisation autour d'un rythme annuel compris entre 2 % et 2,5% par an pour le PIB de la planète.

Les conséquences purement financières sont de nature à provoquer des vagues : révision drastique des allocations d'actifs de la part des mains longues (les gérants d'engagements de retraite américains et japonais en tête), inversion des flux

provenant de pays exportateurs, tensions sur les écarts de rendement (spreads) supportés par les emprunteurs de l'industrie pétrolière et des pays émergents.

Le gros temps sur les Bourses depuis la mi-août et sa recrudescence depuis le début de l'année est donc dû, au moins pour une part, à un effet logique d'ajustement de valeurs des actifs. Il est amplifié par les fonds d'arbitrages et de spéculation (Hedge Funds), qui modifient très brutalement leurs positions dans les périodes de rupture, parfois avec des pertes importantes.

## Les actifs éligibles aux QE trop chers : les actions anticipent plus correctement le cycle

Au bilan de janvier sur les marchés, il n'est pas illogique d'aller plus loin et de s'interroger sur la sévérité des cours. Est-on en face d'un simple ajustement et de la pression des flux qui en ressort ? Au contraire, les investisseurs sont-ils en train d'annoncer une évolution que les analyses économiques ou les indicateurs, même avancés, ne permettent pas de voir ?

Les facteurs de soutien des cours des actifs sont toujours là : taux d'intérêt très bas, énergie qui a encore chuté et, pour l'Europe et le Japon, dollar fort. Mais ce qu'on avait appelé la conjonction des planètes ne produit plus d'effet et n'enraye pas la tendance négative.

Evidemment, tous les actifs ne sont pas traités de la même façon. A l'extrême de la valorisation on trouve les obligations des États solvables et à l'autre borne, précisément, les matières premières. Les obligations allemandes offrent (si on peut dire) un intérêt négatif jusqu'à l'échéance de 7 ans, les françaises jusqu'à 6 ans, les japonaises jusqu'à 9 ans. Les cours des obligations n'ont jamais été aussi élevés et, aux États-Unis, la hiérarchie montre une appétence pour le placement : le 15 ans affiche un niveau voisin de 2 % pour une échéance à 3 ans qui dégage un peu plus de 1 %. A l'inverse, on l'a dit, les matières premières qui répliquent les évolutions du pétrole semblent se stabiliser dans leurs niveaux du début des années 2000, plus de 60 % au-dessous de leur niveau d'il y a dix-huit mois.

La conséquence sur les actifs que sont les devises et les dettes des pays émergents est directe. Les rendements des emprunts émergents libellés en dollar se sont tendus alors que les monnaies locales ont dévalué. On a là une classe d'actif qui a nettement corrigé. On peut y trouver des raisons d'ordre fondamental : la dette des entreprises de ces pays a été multipliée par 10 depuis 2009.

Il faut noter que la dégradation de la valorisation des emprunts privés touche la catégorie du « haut rendement » en Europe et aux États-Unis. Depuis juillet 2014, le surplus de rendement de la catégorie avec les emprunts d'État (spread) est passé de 3 % à plus de 6 % pour la zone euro; aux États-Unis de 3,5 % à plus de 8 %. 2015 a été la première année de pertes sur l'investissement dans le secteur depuis la crise de 2008. Au sein des obligations concernées, il faut compter avec les emprunts émis par les producteurs de gaz et de pétroles non conventionnels. Le spread va jusqu'à 10 %, ce qui correspond à une situation de défaut, annonçant des restructurations de dettes.

Il en va ainsi des obligations en fonction de la capacité des banques centrales de les racheter (cas en Europe, au Japon voire en Chine pour les emprunts d'État ou les créances bénéficiant de la notation « d'investissement ») ou de maintenir l'encours en réinvestissant les remboursements (cas aux États-Unis). La qualité minimale pour l'éligibilité aux programmes de QE fixe le cours entre deux excès (trop de rendement d'un côté ou pas assez de l'autre).

Ce sont les actions qui traversent aujourd'hui la phase la plus négative et qui pose le plus de questions. Si les facteurs fondamentaux ne manquent, pas, on ne peut que noter que les ratios de valorisation sont loin d'être excessifs. Comparés aux niveaux de taux, ils font même apparaître des décotes sensibles par rapport aux moyennes historiques. On n'en revient au côté prédictif des marchés : si la confiance des investisseurs n'est pas au rendez-vous, au contraire, la main invisible qui les guide les conduit-elle à prendre en compte une baisse des profits à venir ? C'est la question du moment : est-ce que le cycle américain est en train de tourner et que la croissance va se réduire, sinon tourner à la récession ?

Dans ce contexte, la réponse devra venir des entreprises et de leurs profits : les banques centrales ont fait le maximum et vont continuer à le faire, mais le transfert à l'économie réelle va devoir être prouvé.