

Des cailloux dans les chaussures des prévisionnistes qui bousculeraient les scénarios...

La crise de croissance chinoise a marqué la première semaine sur les marchés financiers. C'était attendu et, depuis les premiers ajustements de la parité yuan-dollar en août dernier, les plus fidèles laudateurs de la politique économique du parti communiste chinois se sont résolus à prendre en compte un tournant conjoncturel à l'ampleur des enjeux de l'Empire du Milieu. Peut-être peut-on aller plus loin et chercher si les investisseurs ne risquent pas d'être surpris de trouver cette année d'autres cailloux dans leurs chaussures. De constater des évolutions qu'ils n'anticipent pas ou, pire encore, qui iraient dans un sens inverse à leurs scénarios. Nous proposons de prendre du champ vis à vis de trois mouvements qui sont hautement probables aujourd'hui, mais qui, évidemment, ne peuvent être tenus pour certains.

Et si le dollar ne montait plus et ne valait pas un euro ?

Pourquoi la poursuite de la hausse du dollar est-elle considérée comme presque certaine, sinon acquise ? En premier lieu en raison de l'écart de croissance entre les États-Unis et les deux grandes zones monétaires en compétition : l'Europe et plus encore le Japon. Mais sans doute au moins autant en anticipation de la poursuite des actions des banquiers centraux.

Ces banquiers centraux se sont assez largement exprimés : le discours est la première de leurs armes.

Du côté de la Réserve Fédérale, la perspective est un retour à une politique monétaire orthodoxe à un terme plus ou moins indéterminé et, après le relèvement d'un quart de point des taux directeurs en décembre – la première en huit ans – le mouvement de normalisation est lancé. Les ambitions apparaissent tenables, car elles sont finalement assez réduites : les comptes rendus des débats du comité de

politique monétaire de l'institut d'émission (les fameuses « minutes ») définissent en moyenne un rythme de remontée des taux de 1 % par an, ce qui est deux fois moins rapide que celui des sorties de crise précédentes et, singulièrement, celui de la période 2004-2006. Les anticipations fixent ainsi autour de 3 % l'objectif de rendement des fonds fédéraux fin 2018. On notera que cette projection est, pour le moment très sensiblement supérieure à ce qui est constaté sur le marché des échanges d'anticipations (swap).

Du côté de la Banque du Japon et de la Banque Centrale Européenne, le discours est symétriquement inverse : la politique de taux longs et d'injections massives de liquidités est confirmée pour des trimestres et, finalement, tant que le besoin s'en fera sentir. Et Mario Draghi, le patron de la BCE a été assez clair : il utilisera tous les outils pour pousser l'euro à la baisse, en premier lieu contre le dollar.

Tout cela justifie le scénario dominant de hausse de la devise américaine, avec, en perspective la parité face à l'euro. Pourquoi l'euro s'accroche-t-il malgré tout au niveau 1,07-1,10 \$? On doit en premier lieu prendre en compte le mouvement accompli : 10 % en un an, 27 % en deux ans. Pour aller plus loin, il faudra plus que les 0,25 % de hausse des taux de la Fed de décembre : il faudrait que les 1 % de hausse par an se confirment. Ce n'est pas ce qu'anticipent les marchés financiers. Surtout, cela demanderait une croissance économique américaine qui s'emballe et des pressions inflationnistes qui se manifestent. Hors, le cycle d'expansion se stabilise simplement au niveau de 2,5 % dans le meilleur des cas, et, malgré un taux de chômage inférieur 5 % de la population active, les tensions sur les prix et les salaires sont quasi inexistantes.

Alors, si le dollar ne montait pas cette année jusqu'à la parité d'un euro ? Ce n'est qu'un risque. Mais un vrai risque.

Les emprunts d'État vont-ils vraiment rapporter plus ?

La hausse des taux directeurs américains entraîne en général une remontée des rendements obligataires avec un décalage de six mois. Et les obligations européennes suivent – même de façon atténuée – la conjoncture américaine.

Ainsi, les portefeuilles ont une tendance naturelle à gérer les positions en emprunts d'État américain de façon très défensive et, en zone euro, en prenant en compte une légère hausse des rendements au deuxième semestre. La convergence entre les pays du Sud (Italie, Espagne, Portugal) et les pays solides de la zone euro (Allemagne et France) trouverait ainsi ses limites dans les six mois.

En plus des incertitudes concernant le volontarisme de la Réserve Fédérale américaine, le scénario est en quelque sorte déjà pris à rebours par l'anticipation constatée. Au dernier trimestre 2015, le rendement des Treasury Bonds à 10 ans s'est tendu de 0,20 %. Situé à 2,25 %, il prend assez largement en compte les fondamentaux actuels. En zone euro, l'année a connu la consolidation de la baisse des taux et, sur un an, les taux ont monté de 0,08 % (Allemagne) à 0,24 % (Espagne) en passant par 0,16 % en France, mais ils ont sensiblement reculé en Italie.

Doit-on éviter la classe de l'actif obligataire? Doit-on aussi considérer que les tensions sur les obligations d'entreprises annoncent une accélération des dégradations sur les créances de qualité moyenne (High Yield) en euro comme en dollar, et, aux États-Unis, même sur la qualité meilleure (Investment grade) aux États-Unis ?

Rien de cela n'est certain et, finalement la modération de l'action de la Fed et les programmes d'injections monétaires au Japon en Europe et même en Chine ont de quoi préserver les marchés obligataires. L'inflation toujours très faible pourrait encore protéger les portefeuilles cette année.

La baisse des Bourses émergentes est-elle inéluctable ?

La chute a été d'autant plus dure que les excès avaient été élevés. La chute de l'indice MSCI EM des pays émergents ressort à 19,5 % en un an et 28 % depuis avril dernier. Mais les déchets sont beaucoup plus sévères dans la réalité, les actions

chinoises (aux cours manipulés artificiellement) et de Corée du Sud qui pèsent à elles deux pour un tiers de l'indice affichant une résistance qui a tenu la moyenne. La classe a de plus essuyé une nouvelle année de tempête sur les changes, avec des dévaluations en série.

Le moteur de la croissance mondiale était la Chine et il a calé : les économies liées aux matières premières ont subi la baisse de plus de 50 % des cours; les exportateurs manufacturiers sont les victimes de la « démondialisation », qui ramène durablement des productions dans les pays consommateurs.

Va-t-on aller plus loin ? Les fondamentaux ne sont guère encourageants : la croissance mondiale est révisée à la baisse et va se situer entre 2 et 2,5 % ; on ne voit pas de facteur de redressement rapide des cours des matières premières; les difficultés de financement des pays émergents ne vont pas se résorber et une hausse des taux directeurs américains impliquerait même une dégradation.

Deux éléments peuvent permettre une certaine mise en perspective qui pourrait expliquer finalement un (assez improbable) redressement des Bourses émergentes.

D'abord la diversité de la classe d'actif. Des zones de croissance assez solide comme l'Asie du Sud Est et l'Inde permettent des investissements qui reposent sur de vrais fondamentaux. Le retour en force de la Russie dans le grand jeu géopolitique mondial donne à ce pays et peut être surtout à l'Europe centrale des perspectives de retournement économique.

Ensuite et surtout, la comparaison. L'indice MSCI EM a perdu près de 40 % depuis avril 2011. Dans le même temps, le Stand & Poor's 500 a progressé de 44 %. Les marchés financiers corrigent toujours les excès et remettent les valeurs à leurs prix de long terme. Mais, justement c'est sur le (très) long terme. On n'y est pas, mais il faut peut-être garder ces proportions à l'esprit. Si deux investisseurs avaient consacré la même somme en avril 2011, l'une aux actions américaines, l'autre aux actions émergentes, le premier serait aujourd'hui 2,3 fois plus riche que le second... Ça va durer ?