

Ce qui sous-tend la vogue des valeurs refuges

Les marchés financiers – en particulier les européens – semblent frappés d'immobilisme depuis le début de l'année. À l'inverse, on relève dans les palmarès un regain en faveur de valeurs refuges ou considérées comme telles. Au moment où les tendances générales de l'économie mondiale sont nettement à l'amélioration, le changement de ton dans les salles de marché prend un peu les stratégies d'investissement à contrepied. Derrière le constat, les causes peuvent être réelles.

Les bons résultats et la dynamique économique n'entraînent pas les Bourses ; l'or progresse et les souverains sont fermes

C'est dans la période des publications des comptes 2016 des sociétés cotées que l'apathie s'est installée. Les résultats sont bons, c'était attendu. Ils sont dans l'ensemble au-dessus des estimations des analystes financiers, aux États-Unis comme en Europe et au Japon. Et, globalement, ils ont été suivis par des relèvements des projections 2017 et 2018 et des objectifs de cours par les cabinets d'étude.

Les publications les meilleures sont saluées par des hausses de cours ; les décevantes sanctionnées : il n'y a rien d'anormal à cela. Mais les simples confirmations ou les performances seulement un peu meilleures sont aussi répercutées par un recul des cours : les investisseurs sont particulièrement exigeants. La maxime boursière du fait accompli (achetez la rumeur, vendez la nouvelle) joue

évidemment. Mais les nouvelles macroéconomiques comme celles en provenance des entreprises permettent justement d'anticiper une accélération et auraient pu lancer une nouvelle étape de valorisation des actions.

Pourtant, les faits sont là. Face à des indices européens tournant autour de leur valeur de la fin 2016 (Dow Jones et Stoxx 600 en hausse, Eurostoxx 50 en baisse) et à des appréciations très modérées à Wall Street ou à Tokyo, l'once d'or inverse une tendance baissière de six mois et affiche une progression de 7,5 %. Et le phénomène de fuite vers la qualité se retrouve sur les marchés obligataires : malgré des indicateurs montrant une légère dérive inflationniste et malgré des annonces de politiques budgétaires gonflant les déficits, le rendement des Treasury Bonds américains à 10 ans est pratiquement inchangé (recul de 0,02 %) depuis le début de l'année, tout comme les équivalents japonais et britanniques (hausse de 0,03%). Et le Bund allemand à 10 ans limite son appréciation à 0,10 % de taux en sus.

Le début du mandat Trump et la politique française incitent à couvrir le risque. Un nouveau refuge : le yen

Quel message adressent les investisseurs avec cette prime aux valeurs refuges au moment où l'économie accélère un peu partout ?

Bien sûr, le parcours accompli et le ratio d'évaluation atteints expliquent cette exigence des investisseurs : les marchés sont chers, en particulier les actions américaines après 8 ans de hausse. Depuis le début du mois de mars 2009, l'indice

Dow Jones a été multiplié par trois. A ce stade, les multiples se sont rapprochés sur les grandes Bourses sous la pression des politiques très accommodantes des banques centrales. La dynamique bien réelle de l'activité et ses conséquences sur les profits des entreprises sont déjà dans les cours.

Cependant, aussi atone qu'elle puisse paraître la tendance boursière est plus à la consolidation qu'à la correction dictée par des inquiétudes. On observe d'ailleurs que la prudence s'exprime surtout au travers des grands indices et que les valeurs moyennes affichent des avances assez sensibles, le Nasdaq gagnant plus de 6 %. On tient là un premier indice de ce mouvement d'arbitrage : la classe d'actifs qui bénéficie le plus directement de la conjoncture de sa zone économique est recherchée, en Europe comme au Japon ou aux États-Unis. D'une certaine façon, les investisseurs prennent en compte la démondialisation et même des politiques protectionnistes.

Le recours aux valeurs refuges n'est donc pas isolé. Il trouve sa source dans la politique comme la faveur pour les Midcaps. Au-delà des mesures du programme Trump favorables à la consommation, à l'investissement et aux levées pro-business de réglementations diverses, le premier mois de la nouvelle administration est marqué par une certaine imprécision. Elle suscite des contestations parfois fortes, très largement reprises par des médias souvent franchement en opposition. L'ensemble entretient un climat d'incertitude et il est naturel que les marchés recherchent la protection.

L'Europe présente un profil différent, mais la politique inquiète aussi. Le point central est la France, le pivot indispensable à la gouvernance de l'Union Européenne et à la persistance de montage de l'euro, monnaie unique qui est le grand support de l'économie allemande. Huit mois après le Brexit, c'est la situation politique de notre pays qui bouleverse les certitudes. Un scénario de deuxième tour de l'élection présidentielle opposant deux programmes de rupture défendus par Mme Le Pen et M. Hamon n'est plus exclu. Un président ne disposant pas de majorité parlementaire en juin prochain non plus.

Ces incertitudes politiques – auxquelles la Chine va participer à huit mois du XIXe congrès du parti communiste qui doit renouveler Xi Jinping- se retrouvent finalement assez logiquement dans la vogue des valeurs refuges. Le retour de la politique sur les marchés est sous tension. On retrouve un nouvel actif de la fuite vers la qualité : le yen. La monnaie japonaise s'est appréciée de près de 3 % contre dollar depuis le début de l'année. Stabilité politique, économie basée sur la consommation très assurée, banque centrale qui finance l'État : les ingrédients d'une fuite vers la qualité face aux risques américains et européens sont réunis.