

Ce que les marchés financiers nous disent de la conjoncture.

Au tournant de l'année, les questions économiques se posent avec plus d'inconnues qu'en début d'exercice. La géopolitique s'est invitée de façon assez brutale en Europe centrale et au Proche Orient. Les marchés émergents ont toujours traversé des crises financières liées aux perspectives d'inflexion de la politique monétaire américaine, et se traduisant ponctuellement par de véritables krachs de leurs devises ou de leurs indices boursiers. Aux Etats-Unis, le moteur de l'activité mondiale, un premier trimestre de croissance négative (-1 %) a été enregistré, et, depuis, les statistiques économiques publiées semblent parfois contradictoires. En Europe, le mot de déflation pour la zone euro n'est plus tabou. Les banques centrales américaine et européenne ont fortement modifié leurs politiques. Les pays ayant engagé des réformes de structure ont encore des preuves à faire, au Japon pour «la troisième flèche du plan Abe», en Italie pour la réforme du marché du travail annoncée par le président du Conseil Matteo Renzi, ...

La liste peut s'allonger et, peut-être, pour chercher les conséquences de toutes les interrogations, on peut regarder de plus près l'indicateur avancé, le siège des anticipations: les marchés financiers.

En apparence, le scénario économique se confirme

Depuis le début de l'année, les indices boursiers sont en hausse : 4 % aux Etats-Unis, 6 % en Europe en moyenne (4 % en Allemagne, 6 % en France, 12 % en Espagne et 17 % en Italie), et même 4 % pour l'indice MSCI World malgré les reculs des poids lourds asiatiques (-3 % en Chine, -8 % au Japon). Les taux d'intérêt sont pratiquement stables aux Etats-Unis (+0,40 % de rendement pour l'emprunt du Trésor à 10 ans) et en baisse sur les autres devises, avec une convergence très forte entre l'Europe du Sud et les pays les plus solvables de l'euro que sont l'Allemagne et la

France. Les cours du baril sont pratiquement stables (+2 %). Que se cache-t-il derrière ces (bonnes) tendances ?

La confirmation des scénarios du début de l'année semble-t-il : une croissance mondiale modérée tirée par les Etats-Unis, gérée par la Chine pour atterrir sans trop de casse, manœuvrée par la BCE pour trouver plus de symétrie entre les pays dans un policy-mix pénalisé par des programmes fiscaux néfastes.

A un mois des publications des résultats semestriels des entreprises, les marchés financiers valident ainsi une croissance mondiale de l'ordre de 2,6 %, conforme à celle des Etats-Unis, et conservent l'espoir de 3 % en 2015.

Le rendez-vous des semestriels est une période de risque pour les Bourses

Ce rendez-vous des résultats semestriels va se jouer sur l'air du retour à la réalité et a cependant beaucoup pour inquiéter. Les indications du premier trimestre ont été décevantes en Europe comme aux Etats-Unis. La nervosité des investisseurs peut se mesurer aux réactions à des alertes sur les résultats à venir, la semaine dernière par exemple à la Bourse de Paris pour Vallourec (- 15%) ou Lufthansa (-18 %, provoquant la baisse de 11 % d'Air France).

Le besoin de confirmation des anticipations est fort en raison de multiples de valorisation élevés (16 fois les projections 2014 en moyenne dans les Bourses des pays de l'OCDE) alors que les estimations des bénéfices sont, chaque année revues à la baisse. Les +8 % affichés pour les profits attendus cette année à Wall Street, en Europe et au Japon pourront-ils être confirmés à l'analyse des publications de juillet et août? Sans doute pas en totalité, mais de l'ampleur des révisions en baisse

dépendra tout de même la tendance, d'autant qu'il y a une véritable prime à la progression des profits, notable non seulement dans l'OCDE, mais aussi dans les pays émergents comme en témoignent les ratios des marchés indiens (19 fois les estimations qui prennent en compte une avance des profits 2014 estimée de 19 %) et brésiliens (17 fois, pour une avance estimée de 10 %).

Sans conteste, le rendez-vous avec la réalité correspond à une entrée dans une zone de risque, mais, semble-t-il, pas de danger.

Les flux financiers : un effet d'entonnoir qui s'amplifie

L'analyse des évolutions notées en Bourse ne surprendra pas : les marchés financiers sont gouvernés par les liquidités plus encore qu'ils ne traduisent des anticipations économiques. Les banques centrales, qui ont bien du mal à organiser une inflation des salaires, des biens et des services ont en tout cas, avec leurs politiques accommodantes, valorisé les actifs : actions, immobilier, obligations. Les marchés financiers bénéficient depuis près de cinq ans d'un véritable effet d'entonnoir: Pour qu'un peu de liquidités ou de concours subventionnés des banques se retrouvent dans l'économie, les instituts d'émission ont accepté que beaucoup se retrouvent pour soutenir les actifs.

On peut aller plus loin dans l'analyse. Malgré six ans de hausse des Bourses américaines, et deux ans pour les européennes, les investisseurs finaux, les ménages, ne sont pas revenus et poursuivent même un certain désengagement. C'est une tendance longue qui se confirme, du fait des pyramides des âges dans les pays développés. C'est l'argent qui tourne, celui dont les institutions financières bénéficient par le bais de financements des banques centrales illimités et pratiquement gratuits, qui fait le gros du mouvement.

Le plus frappant dans cette affaire de flux, c'est que les grands groupes mondiaux eux-mêmes amplifient l'effet entonnoir. Le rendement des dividendes versés aux actionnaires est compris entre 2,5 % et 3 %. Cela est élevé, mais n'est pas exceptionnel, même rapporté à des cours de Bourse qui ont beaucoup progressé. Cependant, en sus des dividendes, les rachats de leurs propres actions par les sociétés cotées doublent pratiquement le niveau du retour aux actionnaires. Ainsi, en

cinq ans, les actions américaines ont perdu 1,5 milliard de capitalisation (solde entre les émissions d'actions et les rachats par les sociétés ou opérations d'acquisitions) *. Cela représente près de 7 % de la capitalisation boursière d'aujourd'hui.

Economie de rentiers, potentiel de croissance mondiale qui va durablement baisser

Cette constatation appelle deux remarques. En premier lieu, le défaut de perspectives des entreprises, qui à court d'idées ou de retour pour les investissements, ne trouvent pas, pour une part de leurs autofinancements, de meilleurs placements que de profiter de leurs (trop) hautes marges propres. En second lieu, à l'inverse, il n'est pas malsain que les marchés financiers qui ont financé les entreprises reprennent les liquidités investies, mais c'est une tendance malthusienne de rentier qui se replie sur lui-même.

La leçon concerne la croissance potentielle : un de ses quatre principaux éléments constitutif est en panne. Il s'agit des investissements de recherche et de développement, des retombées qui amplifient des progrès technologiques. Comme, par ailleurs les autres facteurs comme la démographie, les dettes publiques et la coopération internationale (qui est sous la pression de la montée généralisée des égoïsmes) sont loin de compenser, les marchés financiers nous annoncent aujourd'hui, une révision durable des taux d'expansion.

* Source BoFA Merrill Lynch 2013 cité par Invesco.