

Des marchés en pleine contradiction :

Le dollar est fort, le pétrole peu cher, les taux bas, les liquidités abondantes, les marges de entreprises américaines au plus haut, la croissance mondiale proche de 3%, mais rien ne va plus sur les marchés boursiers en ce début d'année.

Cherchez l'erreur.

Nous ne savons pas prédire l'avenir mais nous pouvons analyser.

Quelles sont les tendances dominantes ?

1) Les USA, toujours principale boussole du monde sont-ils au bord du retournement cyclique ?

7 ans après la grande crise de septembre 2008, les USA se sont relevés et leur économie, même si elle croît à un rythme plus lent que d'ordinaire, est robuste avec + 2,5% en 2015 (prévision pour 2016 entre 2,5% et 2,7%) et des sous jacents positifs :

- Secteur immobilier vigoureux (sur 2015, hausse de 16,5% des mises en chantier) Chômage au plus bas (taux de 5% ce qui signifie pas de chômage) et salaires commençant à monter.

- Endettement des entreprises stable par rapport à 2008 :

Le total des actifs s'élevait en 2008 à 29 500 milliards de dollars et en 2015 à 38 900 milliards de dollars. Les dettes sont passées de 13200 milliards de dollars en 2008 à 16850 milliards de dollars en 2015. Ceci donne un taux constant de 44%.

- Désendettement des ménages en valeur relative :

Cet endettement est presque revenu au niveau record de 2008 en valeur absolue, soit 12 000 milliards de dollars **mais est bien plus faible relativement aux actifs**. La richesse s'est elle aussi beaucoup accrue depuis 2008 (immobilier et actions) passant de 51 000 milliards de dollars en 2008 à 85 000 milliards de dollars en 2015. En relatif l'endettement ne pèse donc plus que 14% de la richesse des ménages contre 23,5% en 2008.

- Déficit budgétaire réduit

(439 milliards de dollars, soit 2,5% du PIB pour l'année budgétaire 2015 contre 484 milliards de dollars et 2,8% du PIB en 2014).

- Révolution énergétique qui rend les USA indépendants et même exportateurs.

- Révolution technologique avec l'informatique, le cloud, et ses conséquences.

C'est aux USA que tout se joue.

Les nuages sont présents bien sûr et il faut évaluer la puissance de leur menace :

- Dollar très fort après une nouvelle hausse de 10% face à l'euro en 2015. Gênant pour les exportations. Mais les exportations pèsent peu dans le PIB (9%)

- Fin du quantitative easing et première hausse des taux (+0,25% en décembre 2015). Avec ses conséquences sur la psychologie des investisseurs, sur les mouvements de capitaux des pays émergents (Chine, Moyen Orient). Mais il est probable que *le marché n'anticipe pas* le fait que les forces déflationnistes mondiales empêcheront la FED de poursuivre la normalisation de la politique monétaire. Les taux resteront bas. Les politiques monétaires resteront très accommodantes.

- Marges des entreprises au plus haut (supérieures à 10% en 2015) sans doute difficiles à tenir. Certes on est probablement en haut de cycle mais les diverses révolutions technologiques constituent un fort soutien.

- De nouveaux risques liés à l'endettement apparaissent avec l'expansion très vive des prêts accordés aux étudiants et aux consommateurs peu solvables (ex achat de voitures). Un relâchement certain à surveiller mais dans un contexte sain.

- Le prix du baril de brut en chute libre déstabilise le secteur du pétrole et du gaz de schiste. Même si le secteur est plus résilient que prévu.

Au final les USA, malgré un ralentissement manufacturier lié à la crise dans le secteur pétrolier paraissent être en bonne santé économique grâce à la force de la consommation et pas encore au bord d'un retournement cyclique. On voit mal à ce stade une récession survenir.

2) *Le dollar s'est considérablement apprécié vis à vis de l'euro en 2015. Le mouvement va-t-il se prolonger ? Est-ce un élément favorable ?*



Les soldes des balances des paiements sont en faveur d'une poursuite du renforcement du dollar. Le décalage des politiques monétaires également.

La situation de la devise dollar soutient la croissance des bénéficiaires des entreprises de la zone euro et explique, pour partie, des rendements relativement attractifs comparés à d'autres classes d'actifs, comme les actions américaines et asiatiques, ou plus encore des rendements obligataires.

3) *Le pétrole s'est effondré. C'est bien ou pas ?*

C'est très favorable aux pays très consommateurs de pétrole (USA, Europe, Chine), mais défavorable aux pays producteurs (Moyen Orient, Russie, Nigéria, Algérie...).

C'est mauvais pour les producteurs de pétrole de schiste américains. Après une envolée spectaculaire de ce secteur depuis 2014, et un abaissement des coûts de production, une partie des entreprises est en quasi faillite. La production a diminué de 500 000 barils/jour depuis juin 2015, c'est à dire à peu près ce que l'Iran va mettre sur le marché. Une bulle s'était formée dans le secteur du High Yield puisque les entreprises de gaz de schiste représentent près de 20% du total des obligations high Yield ! Les prix des obligations chutent et les fonds de high Yield ne pouvant vendre ces titres vendent d'autres actifs, notamment des actions. C'est ainsi que le désarroi du secteur du pétrole et du gaz de schiste crée *une grosse tempête sur les marchés des obligations d'entreprises et d'actions*. *C'est aussi mauvais* pour les pays du moyen orient qui ne disposent plus de capitaux à investir. *Les fonds souverains du Moyen Orient qui ont besoin d'argent sortent des marchés expliquant en partie leur chute.*

Conclusion difficile. Un mouvement trop brutal comme celui que nous connaissons est très déstabilisant. Un rééquilibrage se produira par des faillites inéluctables et par une réduction de l'offre mais quand ?

Pas de doute, c'est le pétrole qui mène les marchés aujourd'hui comme c'était la Chine cet été et le dollar il y a un an.

On devrait un jour redécouvrir les vertus d'un pétrole bon marché.

4) *La Chine ralentit. Est-ce grave ?*

C'est un moteur qui tirait et qui freine. Mais ce n'est pas nouveau. C'est une mutation qui se produit en Chine. Le secteur industriel va mal mais les services tirés par une consommation en croissance (+11% en annualisé en décembre 2015) et une classe moyenne en pleine expansion, se portent solidement. Les emplois détruits dans l'industrie ont été intégralement remplacés par des emplois dans les services.

La poursuite inexorable de l'exode rural devrait résorber le déséquilibre de stocks de logements. Par ailleurs, les exigences écologiques semblent prises en compte amenant peu à peu au remplacement des vieilles installations industrielles par de nouvelles usines. Ce sera un vecteur de croissance important.

La Chine est moins l'atelier du monde, les salaires sont moins compétitifs, les prix de production se renchérissent, mais la masse de population est toujours là et consommera toujours plus.

Finalement, c'est plutôt une bonne nouvelle pour l'Europe et les USA à main d'œuvre chère que cette concurrence moins rude de la Chine.

5) *L'Europe se redresse-t-elle ?*

A l'exception de la France seul pays avec la Belgique et la Roumanie où le taux de chômage a encore augmenté, la croissance repart tout doucement mais reste molle : +1,5% en 2015 et +1,7% prévu en 2016.

Le pouvoir d'achat des consommateurs bénéficie nettement de la baisse du pétrole et une bonne surprise pourrait se manifester notamment grâce aux pays « périphériques ».

Que conclure de ces tendances ?

Le monde ne va pas si mal (je ne parle pas des multiples tensions géopolitiques, sociales, dans un monde de plus en plus urbanisé souvent en perte de repères et en proie aux « crispations identitaires »).

La bourse est de plus en plus volatile tirillée par toutes ces informations en temps réel difficiles à digérer et ne sachant plus valoriser dans cet environnement de taux zéro et après 20 ans de baisse continue des taux.

Après la baisse, la hausse ; c'est toujours ainsi. Quand le pétrole se sera stabilisé, les marchés reprendront leurs esprits.

Les consommateurs, perdus entre la nouvelle religion du « durable » qui jette l'anathème sur le modèle de croissance des dernières décennies, et l'attraction pour le plus, le mieux, le nouveau, surtout dans les pays en développement, font des crises par à-coups puis retrouvent le nord. En réalité de nouvelles révolutions technologiques sidérantes (génétique, objets connectés...) et de nouveaux consommateurs sont là. Beaucoup d'entreprises vont en profiter et prendre la place des acteurs obsolètes. D'où l'impérative nécessité d'avoir une stratégie de « stock picking » et de réactivité aux périodes de stress, qui prennent bien en compte ces perspectives. Qu'il s'agisse des actions ou des obligations de ces entreprises. C'est bien sûr notre objectif.