



L'année a commencé dans un climat de panique, personne ne le niera. Les marchés ont été surpris par de fortes baisses de cours, une hausse des taux de long terme et une volatilité soudainement accrue. Pour la première fois depuis longtemps, les investisseurs ont été confrontés à l'incertitude. Si les nuages se sont dissipés ces dernières semaines, on ne peut en dire autant de la situation géopolitique ni des risques de guerre commerciale. Entre-temps, les investisseurs attendent impatiemment la saison des résultats, et les premiers chiffres incitent à l'optimisme.

Un trimestre mouvementé

Commençons par une petite rétrospective d'un trimestre que nous ne sommes pas près d'oublier. En janvier, tous les feux étaient encore au vert, et 2018 s'annonçait comme une réédition de 2017 : des cours en progression régulière et de nouveaux records. Ce scénario favorable a soudainement pris fin début février. La publication du rapport sur l'emploi américain, le vendredi 2 février, a jeté le trouble à tous les niveaux. Plus forte que prévu, la croissance des salaires a suscité la crainte de l'inflation aux États-Unis, poussé les intérêts à la hausse, déclenché de grosses prises de bénéfices sur le marché des actions et réveillé la volatilité après une longue période de léthargie.

À la faveur de ces prises de bénéfices, l'indice américain Dow Jones a perdu en un rien de temps 10% sur son dernier pic. Quant à la volatilité, mesurée par l'indice VIX, elle a atteint son niveau le plus haut depuis 2015. Ce courant vendeur a été renforcé par des stratégies de négoce fondées sur des algorithmes, qui, en période de stress, empruntent des détours parfois surprenants.

Poussée d'inflation, revue à la hausse des perspectives d'inflation : dans ces conditions, il n'a pas fallu attendre longtemps pour voir le taux de long terme faire un bond aux États-Unis comme en Europe. C'est surtout la hausse du taux américain à 10 ans, désormais proche des 3 %, qui impressionne. Nombreux sont ceux qui y voient une « limite de la douleur » qu'il vaut mieux ne pas dépasser. La gigantesque dette américaine n'a pas rétréci ces dernières années, et peu de débiteurs verraient d'un bon œil des charges d'intérêts plus lourdes.

Mi-février, cependant, un calme relatif s'est instauré sur les marchés, avec une détente des taux d'intérêt et une reprise (technique) des marchés, à tel point que l'indice technologique Nasdaq a battu un nouveau record absolu. Mais ce n'était pas encore la fin des mauvaises nouvelles. Une fois de plus, les marchés d'actions ont eu fort à faire. C'est le président Donald Trump qui a remis le feu aux poudres en instaurant des droits sur l'importation d'aluminium et d'acier. On a craint une guerre commerciale, surtout quand, quelques semaines plus tard, le leader américain a dirigé ses flèches sur la Chine. Ce pays, véritable moteur économique, occupe une place très importante dans le commerce mondial. Trump n'apprécie pas du tout l'énorme déficit commercial des États-Unis vis-à-vis de la Chine.



Et comme si cela ne suffisait pas, le secteur des technologies a subi de fortes pressions. Le Nasdaq a perdu quelque 10 % en mars. C'est le scandale de l'abus des données par Facebook qui a déclenché les hostilités. Des doutes quant à la solvabilité de Tesla et les spéculations sur de possibles sanctions publiques contre la domination d'Amazon ont fait le reste.

En Europe, la victoire électorale du mouvement Cinq Étoiles en Italie a causé quelques sueurs froides, la formation d'un gouvernement avec ce parti antieuropéen promettant de vifs débats. Il est vrai que la situation de l'homme malade de l'Europe (la 3^e économie de la zone euro) s'est améliorée, mais il reste du chemin à faire, et l'Italie n'a pas intérêt à perdre du temps dans de longues négociations gouvernementales, ou pis, dans un nouveau scrutin. La décision du SPD de former un nouveau gouvernement allemand avec la CDU d'Angela Merkel a cependant ramené le calme. L'Allemagne reste en effet la locomotive de la zone euro.

Sur les marchés obligataires, on ne note pas de nouvelle hausse de taux en mars, parce que l'inflation

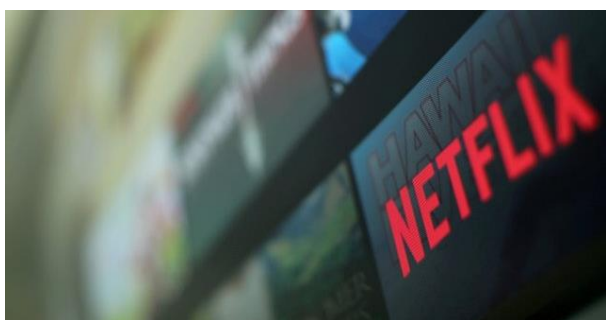


se fait moins menaçante et que certains chiffres macro-économiques suggèrent un léger tassement, surtout en Europe. Pourtant, aux États-Unis, deux phénomènes incitent à la réflexion : l'aplatissement de la courbe des taux et l'élargissement du spread TED. Cette conjugaison de tendances n'annonce en général rien de bon.

Une courbe des taux plus plate signifie que le spread entre les taux publics à 2 ans et à 10 ans se contracte. Normalement, cela veut dire que les perspectives économiques sont moins favorables. Quant au spread TED, il s'agit de la différence entre le LIBOR à 3 mois, le taux que les banques s'appliquent entre elles, et le taux public (sans risque) à 3 mois. Son augmentation souligne que la méfiance se réinstalle entre les banques, présage d'une volatilité accrue et de spreads de crédit plus importants. On dit souvent que l'argent intelligent se trouve sur les marchés obligataires. Mauvais augure... ?

Nuages ou éclaircies ?

Mais comment les choses vont-elles évoluer en 2018 ? Début avril, les marchés semblent en tout cas se reprendre. Les investisseurs commencent à tourner leurs regards vers la saison des résultats. De nombreux acteurs du marché s'attendent à voir la plupart des entreprises présenter des bénéfices solides. Ils en concluent que malgré la récente volatilité et les incertitudes, les fondamentaux boursiers sont intacts. Netflix l'a confirmé en publiant des chiffres de croissance vigoureuse. Ces dernières semaines, l'aversion au risque a reculé, ce qui explique la chute de l'indice VIX. Pour les entreprises européennes, en revanche, le tableau est un peu moins rose en raison du renforcement de l'euro. On attend les effets de cette évolution sur les chiffres du premier trimestre.



Les marchés financiers ne se laissent pas décontenancer par les nombreux événements géopolitiques et les péripéties commerciales que traverse le monde. Le fait que les Américains et d'autres puissances occidentales se retrouvent à couteaux tirés face à la Russie en Syrie n'a pas manqué de susciter l'inquiétude, mais celle-ci s'est vite estompée. Le Moyen-Orient a toujours été une poudrière ; cela ne va pas changer, semblent raisonner les observateurs. Et la crainte d'une escalade de la guerre commerciale est également passée au second plan. Le marché semble penser que les pires scénarios qui se font jour ici et là ne sont pas des phénomènes durables.

Le président américain Donald Trump fait l'objet d'une surveillance étroite, c'est le moins que l'on puisse dire, car il influence directement les événements, à la fois sur le plan (géo)politique et sur les marchés financiers. Les analystes vont jusqu'à suivre avec attention son compte Twitter : c'est en effet par ce moyen qu'il oriente constamment les marchés. Cela ne devrait pas changer à court terme.

Économiquement, la situation est plutôt favorable, et si certains chiffres macro-économiques indiquent un ralentissement de la croissance, celle-ci reste saine. L'inflation (notamment salariale) est tout compte fait satisfaisante, raison pour laquelle les taux de long terme des marchés obligataires ont mis fin à leur ascension. Le taux américain à 10 ans fluctue actuellement autour de 2,82 %, un niveau acceptable pour les marchés, alors que son homologue allemand ne dépasse pas 0,50 %.

On attend avec intérêt de savoir si les États-Unis vont à nouveau frôler la frontière des 3 %. Cela aurait pour effet d'énerver les marchés. La clé se trouve dans les chiffres d'inflation. Celle-ci pourrait recevoir une nouvelle impulsion de la part du prix du pétrole, qui repart à la hausse (le prix du pétrole WTI est à son niveau le plus haut depuis fin 2014). En Europe, au stade actuel, on ne craint pas l'inflation. Reste à voir si la croissance économique va encore ralentir.

Autre élément important, les décisions que la Banque Centrale Européenne prendra dans les prochains mois. Va-t-elle changer son fusil d'épaule et renoncer entièrement à son programme de soutien monétaire, jusqu'à envisager une première hausse de taux ? Dans



ce cas, cela pourrait donner un nouveau coup de pouce à l'euro. De la part de la Réserve fédérale, il ne faut pas s'attendre à des surprises, sauf si l'inflation (salariale) devait dérapier. La FED entend en effet poursuivre la normalisation de sa politique monétaire.

Le deuxième trimestre va-t-il connaître autant de retournements de situation que le premier ?

Actions d'abord

À cause des récents événements sur les marchés des actions et des taux, sans oublier une incertitude accrue, nous avons adopté une attitude moins positive, un peu plus prudente, à l'égard des actions. La menace de guerre commerciale n'y est pas étrangère. Cela dit, nous continuons de préférer les actions aux obligations souveraines et d'entreprises.

Actions d'Europe, du Japon et des pays émergents : nous restons positifs

Nous restons positifs à l'égard des régions sous-évaluées qui sont moins avancées en termes cycliques, comme le Japon, l'Europe ou les pays émergents, ce qui ne nous interdit pas une certaine prudence. En Europe, en effet, la croissance semble s'essouffler, notamment en raison d'un euro cher, tandis que les restrictions commerciales imposées ne jouent pas en faveur des pays émergents. Cependant, le contrepoids est assuré par une valorisation moyenne toujours attrayante sur ces marchés.

Les actions européennes ont rencontré quelques vents contraires ces derniers temps. D'abord, l'économie européenne affiche depuis peu des chiffres macro-économiques en léger recul. L'incertitude mondiale actuelle n'y est pas étrangère. La croissance économique reste bonne mais il n'est plus question d'accélération. Ensuite, l'euro fort pèse sur les entreprises européennes, en particulier les exportateurs, qui ont du mal à combler les attentes. Sous l'effet de cette récente faiblesse, les actions européennes sont à présent cotées avec un rapport cours-bénéfice moyen intéressant de 15,5.

À l'égard des actions japonaises (en JPY), nous adoptons une attitude légèrement positive. Le marché fait en effet l'objet d'une valorisation intéressante et pourra continuer à profiter d'une politique monétaire très souple. De plus, l'économie japonaise, qui devrait

croître cette année de 1,3 %, inspire toujours la confiance. Il faut cependant constater que la bourse japonaise, en dépit de ce contexte favorable, s'est montrée très faible depuis deux mois, et 2018 commence avec une perte de plus de 5 % en JPY.

Nous maintenons notre perspective positive face aux marchés émergents, avec une nette préférence en faveur des économies asiatiques. Néanmoins, comme indiqué plus haut, nous nous montrons un peu plus prudents, en attendant de voir ce que devient la menace d'une guerre commerciale mondiale. Tout cela étant dit, les perspectives restent bonnes. En 2018 et 2019, la plupart des économies émergentes vont vraisemblablement générer une forte croissance. Leur valorisation actuelle, avec un ratio c/b de 15,3, reste attrayante comparée à celle des marchés industrialisés.

Les actions américaines restent chères : neutralité

Les actions américaines, en revanche, ne nous séduisent pas. Nous conservons notre position neutre à leur égard. Le rapport cours-bénéfice moyen du S&P500, malgré une récente faiblesse, affiche toujours un généreux 21, bien au-delà de la moyenne historique de 17,4. Les autres grands marchés sont nettement moins chers. Si les derniers mois ont montré une chose, c'est qu'il n'en faut pas beaucoup pour faire plonger des actions chères. La chute soudaine de 10 % de l'indice technologique Nasdaq en mars dernier l'illustre très bien.

Ajoutons que le marché doit faire face à certains risques. D'abord, l'économie américaine se trouve à un stade avancé de la haute conjoncture, alors que le taux de long terme est plus orienté à la hausse qu'à la baisse. Ensuite, un regain d'inflation n'est pas exclu, auquel cas la FED pourrait recourir plus vite à l'arme des taux. Enfin, le président américain applique un programme qui n'est pas toujours apprécié par le marché. Cela pourrait accroître la volatilité.

Côté positif, les perspectives de résultats des entreprises se présentent bien. La baisse des impôts de Trump, la faiblesse du dollar et les dépenses de consommation qui restent solides donneront vraisemblablement une impulsion aux chiffres des entreprises pour le premier trimestre.

Obligations : neutre à négatif

Actuellement, l'univers des obligations ne propose pas grand-chose d'intéressant. D'abord, les intérêts ont tendance à augmenter, ensuite, le risque est insuffisamment rétribué. Les obligations liées à l'inflation sont la seule catégorie qui trouve grâce à nos yeux. Nous adoptons une attitude opportuniste, attendant l'occasion d'entrer à peu de frais.

Obligations américaines (en USD) : négatif

Vu la maturité actuelle du cycle de crédit, nous ne pouvons être que neutres à l'égard des obligations d'entreprises émanant d'excellents émetteurs (« investment grade »). La haute valorisation moyenne ne laisse guère de potentiel de hausse. L'offre de ce type s'est récemment contractée sous l'effet du récent rapatriement de liquidités par des entreprises américaines.

Quant au rendement sur le papier à taux élevé, il est trop bas comparé aux obligations d'entreprises de qualité, même si le pourcentage de débiteurs douteux est très faible. Nous n'achetons toujours pas ce type d'obligations d'entreprises.

Et nous évitons les obligations publiques parce que nous nous attendons toujours à une hausse des taux de long terme. Nous restons convaincus que le marché ne tient absolument pas compte d'une possible augmentation de l'inflation et que ce risque n'est pas rémunéré.

Obligations européennes : pas grand-chose d'intéressant

Notre position est neutre vis-à-vis des obligations d'entreprises de bonne qualité comme du papier privé à taux élevé. Les fondamentaux macro-économiques sont encore favorables à ces deux segments mais les rendements sont insuffisants. En ce qui concerne les obligations d'entreprises de bonne qualité, il n'y a presque pas de matelas en cas de hausse de taux, et le risque du papier à taux élevé n'est pas assez rémunéré aujourd'hui.

Quant aux obligations souveraines, nous sommes négatifs à leur égard. Les rendements actuels de ces titres ne sont pas attrayants. En cas de hausse de taux, le matelas serait insuffisant. La fin du programme

d'assouplissement quantitatif de la BCE étant en vue, nous en tiendrons compte à terme. Simultanément, la persistance d'une inflation réduite n'oriente pas les taux à la hausse au stade actuel. Bien que nous évitions les obligations d'État européennes en général, nous restons positifs envers les valeurs italiennes et espagnoles.



Devises et matières premières

S'agissant du dollar, nous sommes neutres à court terme mais négatifs à long terme. Notre attitude est positive à l'égard du yen japonais et de la couronne norvégienne.

À court terme, nous n'attendons pas grand-chose du dollar, qui pourrait fluctuer par rapport à la monnaie unique européenne dans une fourchette de 1,21-1,26 avant de se stabiliser aux environs de 1,24. Mais si l'on tient compte des projets de relèvement de taux de la FED et d'un vraisemblable resserrement monétaire de la part de la Bank of England, la BCE sera incitée à normaliser sa politique. Dans les 6 à 12 prochains mois, ce changement de cap de la BCE va renforcer l'attrait relatif de l'UE vis-à-vis des États-Unis et à plus long terme, renforcer l'euro par rapport au dollar. Il faut ajouter à cela que le président américain Trump préférerait un dollar plus faible pour booster les exportations et contribuer à résorber un déficit commercial record. À longue échéance, nous prévoyons un rapport EUR/USD dépassant 1,28.

En ce qui concerne le yen japonais (JPY), notre vision reste neutre avec une perspective positive. Dans le cadre d'une éventuelle guerre commerciale, l'aversion au risque pourrait persister, auquel cas les positions courtes en JPY seraient réduites, avec un possible effet de renforcement sur la devise japonaise. La vague de ventes boursières soutient également le yen, considéré



comme un havre de sécurité. Le fait que la banque centrale japonaise ne modifiera pas sa politique monétaire en 2018 n'y changera rien.

Du côté des matières premières, nous prévoyons pour 2018 une hausse limitée. Nous restons cependant négatifs vis-à-vis des prix pétroliers. La production de pétrole de schiste a retrouvé son niveau. Elle va alimenter l'offre à moyen terme, et à coup sûr à long terme.

L'or, enfin, n'a que modérément profité du récent affaissement du marché. Cela ne l'a pas empêché de jouer son rôle de valeur refuge. Un portefeuille diversifié peut comporter une position en or limitée, en guise d'assurance contre une nouvelle faiblesse du marché.



Ce bulletin d'information est une publication de Shelter Investment Management, dont l'éditeur responsable est Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxembourg. Sous réserve d'exceptions expressément définies par la loi, aucun élément de cette publication ne peut être reproduit et stocké dans un fichier de données automatisé ni divulgué publiquement de quelque manière que ce soit, sans l'autorisation écrite et explicite préalable de l'éditeur. La présente publication fournit des informations commerciales et ne peut en aucun cas être assimilée à un conseil en investissement. L'information fournie ne constitue aucunement une offre concernant des produits ou services financiers, bancaires, d'assurance ou autres. L'information contenue dans la présente publication provient de sources soigneusement sélectionnées. Shelter Investment Management ne donne cependant aucune garantie quant à l'actualité, à la précision, à l'exactitude, à la complétude ou à l'opportunité de l'information, des données ou des publications. L'éditeur ne peut en aucun cas être tenu responsable de la non-réalisation des attentes et prévisions.