



Sur les marchés financiers, la période estivale est en général relativement calme. Cependant, vu les innombrables défis qui sont à venir, les prochains mois risquent fort de ne pas respecter la tradition. La guerre commerciale, en particulier, a donné fin juin des sueurs froides à de nombreux observateurs. Entre-temps, l'UE et les États-Unis ont conclu un accord qui doit atténuer les tensions entre Bruxelles et Washington sur le plan commercial. Entre les États-Unis et la Chine, en revanche, l'escalade n'est pas exclue.

Retournements inattendus

Le deuxième trimestre a commencé sous de bons auspices : après les péripéties du premier trimestre, les marchés financiers retrouvaient le calme en avril. Un calme éphémère toutefois. Dès le mois de mai, la crise politique italienne a ravivé la nervosité, au point de faire trembler sur leurs bases les marchés d'actions et d'obligations. La forte hausse du taux italien à 10 ans, qui a dépassé à un certain moment de 300 points de base son homologue allemand, réveillait le souvenir de la crise européenne de la dette de 2011. Cette tempête passée, après la formation d'un gouvernement italien ayant arrondi ses angles les plus anti-européens, le président américain Donald Trump attisait la guerre commerciale. Ce sont surtout les marchés émergents, Chine comprise, et leurs monnaies qui en ont fait les frais. Ces pays étaient déjà touchés depuis mi-avril par la vigoureuse progression du dollar quand Trump a déclenché les hostilités. Les économies ouvertes n'ont en effet aucun intérêt à voir brider la liberté des échanges.



Malgré l'inquiétude ambiante, les marchés d'actions américains et leurs grands homologues européens ne s'en sont pas trop mal tirés au deuxième trimestre. Sur la période, le Dow Jones a gagné 3% en dollars tandis que l'Eurostoxx 50 enregistrait une petite progression de

1%. Cependant, après chaque recul, on a assisté au retour d'acheteurs avides : la pratique « buy on the dip » (acheter en phase de repli) n'a pas encore disparu. Les bourses européennes continuent de puiser leur énergie dans une forte croissance économique et dans la vigoureuse augmentation des bénéfices des entreprises. Au deuxième trimestre, l'économie américaine a réalisé une belle croissance de 4,1%. En revanche, de ce côté-ci de l'Atlantique, la croissance a légèrement ralenti, mais la dynamique sous-jacente restait favorable.



Le dollar est incontestablement le grand gagnant de Q2 : la monnaie américaine a gagné du terrain sur presque toutes les autres grandes devises. Le billet vert a profité à fond de la performance économique américaine et du fait que la Federal Reserve a encore relevé ses taux directeurs (ce qu'elle va continuer à faire dans un avenir proche). La plupart des autres grandes banques centrales n'ayant rien changé à leur politique monétaire très souple, les placements en dollars sont devenus plus intéressants, au point d'aspirer toujours plus de ressources. Notons à titre d'illustration la baisse sensible du rapport EUR/USD de 1,23 à moins de 1,15. Cela a contribué à soutenir le cours des actions européennes. Un euro plus faible améliorerait en effet la position concurrentielle des exportateurs.

Les conséquences sur les marchés émergents n'ont pas tardé. L'afflux d'argent vers les États-Unis a mis en difficulté diverses devises de ce segment de marché. La guerre commerciale déjà citée n'a rien arrangé. On peut en dire autant des problèmes politiques de pays comme l'Argentine, la Turquie ou le Brésil, qui ont affecté toute la classe d'actifs. L'indice d'actions MSCI Emerging Market a déjà perdu non moins de 17% (perte de change comprise) par rapport à son point culminant de l'année (le 26/01). Clairement, c'est bien là que se sont situées les difficultés de Q2.



Perspectives : calme ou remous ?

Après ce que nous avons vu ces derniers mois, le plus grand facteur d'incertitude pour les marchés financiers reste sans aucun doute le président américain Donald Trump. S'il encense régulièrement dans ses tweets, la solidité de la bourse et de l'économie américaines, il ne semble pas toujours jouer à fond ces deux cartes. Que penser des barrières commerciales qu'il est en train d'ériger ? Au stade actuel, c'est surtout la Chine qui est visée. Trump affirme vouloir imposer des règles du jeu plus équitables. Simultanément, il entend rectifier le déséquilibre commercial actuel avec la deuxième puissance mondiale en bridant les importations chinoises. Quant à la guerre commerciale entre les États-Unis et l'UE, il n'est pas question d'escalade pour l'instant. Fin juillet, après des mois d'échanges acerbes et d'augmentations réciproques des tarifs, Juncker et Trump ont signé un cessez-le-feu.

Cela ne signifie cependant pas que nous n'entendrons plus parler de litiges commerciaux dans les prochains mois. Donald Trump n'hésite pas à mettre le paquet pour obtenir ce qu'il veut. Les élections législatives de mi-mandat, prévues pour le 6 novembre 2018, n'y sont pas étrangères. Trump doit prouver à son ban qu'il entend mener à bien sa politique America First, car il ne souhaite pas perdre la majorité républicaine au Congrès et au Sénat. Manifestement, l'escalade des conflits commerciaux n'est bonne pour personne. L'histoire l'a déjà montré à plusieurs reprises. Un tel scénario risque de freiner la croissance économique partout dans le monde.

Et que dire des incertitudes politiques en Europe ? Elles pourraient être déterminantes pour l'agenda de 2018. En Allemagne, la chancelière fédérale Merkel a vacillé sous l'effet de la crise migratoire. Une chute du gouvernement allemand ne serait pas la bienvenue à un moment où Trump brandit la menace des tarifs douaniers. À l'intérieur de l'UE, les contradictions et les lignes de faille ne cessent de s'élargir, et une Allemagne affaiblie n'arrangerait rien. Sans parler des négociations sur le Brexit, qui ne donnent pas de signes d'accélération malgré la proximité du très important sommet européen d'octobre.



Heureusement, l'économie américaine n'affiche pas de faiblesses apparentes : le chômage est au plus bas depuis la guerre, la confiance des consommateurs et des entreprises est très forte, et on ne craint pas de dérapage de l'inflation. Pour cette dernière raison, le taux de long terme reste sous contrôle. Son niveau bas peut donc continuer à jouer son rôle de stimulant comme il le fait depuis ces dernières années. De même, en Europe, les taux d'intérêt ne présentent pas de velléités d'augmentation, et la vigoureuse reprise économique peut se poursuivre sans entraves. Sauf si l'inflation devait faire un bond soudain, on ne prévoit pas de mouvements négatifs sur le plan des taux. Il va sans dire qu'un environnement de taux bas est favorable aux bourses.

Selon toute probabilité, les semaines et les mois qui viennent n'apporteront guère de surprises de la part des principales banques centrales : la BCE comme la Federal Reserve ont déjà mis cartes sur table. Début 2019, la BCE va mettre fin à son programme de rachat, et la première hausse de taux est prévue pour septembre 2019 au plus tôt. De son côté, la Federal Reserve va vraisemblablement relever ses taux encore deux fois cette année. En tout état de cause, il faut s'attendre à voir la différence entre les politiques monétaires soutenir le dollar à court terme. Espérons pour autant que la monnaie américaine ne grimpera pas trop, car cela risquerait de grever l'économie des pays émergents.

Bref, la question est de savoir dans quelle mesure les nuages noirs qui s'amoncellent sont de nature à compromettre un scénario économique encore favorable...



Europe : prudence

Au début du troisième trimestre, les marchés européens des actions ont connu quelques péripéties à la suite desquelles les valorisations ont reculé. Le rapport moyen cours/bénéfice se situait à 15,8 et le rapport cours/valeur comptable à 1,81. C'est moins que la moyenne de la période 2010-2018. En d'autres termes, les actions européennes restent relativement bon marché. Parallèlement, nous pouvons dire que les bénéfices des entreprises poursuivent leur évolution favorable, tandis que l'Europe vise pour 2018 une solide croissance de 2,0% malgré le léger ralentissement du début de cette année. Le regain de l'Economic Surprise Index suscite aussi de nouveaux espoirs, d'autant que l'euro a cédé pas mal de terrain et que la capacité concurrentielle de la zone euro s'est renforcée. Le risque existe de voir la monnaie unique européenne s'affaiblir encore à brève échéance par rapport au dollar, vu l'écart croissant entre les taux des deux blocs.

Sur le marché des obligations européennes, peu intéressant au niveau général, relevons une opportunité : les obligations d'État italiennes. La différence entre les obligations publiques italiennes et allemandes à 10 ans reste relativement importante, les risques liés à la péninsule ayant presque entièrement disparu. D'abord, la probabilité d'un nouveau scrutin italien est à peu près nulle. Ensuite, le pays ne fait plus mine de vouloir quitter l'Union européenne. Le seul risque qui reste est celui d'un désaccord politique au sujet de l'élargissement du déficit public. Cette belle rémunération est une excellente occasion pour acheter du papier public italien.



Les autres obligations publiques européennes ne présentent pas d'attrait : les taux sont tout simplement insuffisants. En Allemagne, par exemple, les obligations publiques à 10 ans ne génèrent qu'un maigre 0,43%. Et à court terme, il ne faut pas compter sur des rétributions

plus généreuses. En effet, c'est au premier trimestre 2019 au plus tôt que la BCE va mettre définitivement fin à son programme de rachat. Avant cette date, il n'y aura pas de mouvement ascendant des taux de long terme. Et les obligations d'entreprises à haut rendement ? Nous ne nous y risquons pas davantage. Ce segment est survalorisé. Ces dernières années, à cause des taux très bas des valeurs moins risquées, il a attiré de nombreux investisseurs en quête de rendement, qui n'ont pas leur place sur ce marché et s'empresseront de déguerpir à la moindre alerte. Les conditions d'un accident sont réunies.

États-Unis : les actions d'abord

Même si les défis sont nombreux, notamment dans le cadre de la guerre commerciale, la solidité de l'économie américaine est un fait indéniable. Les chiffres macro-économiques publiés chaque semaine le confirment. Le chômage est au plus bas depuis 50 ans, la confiance des entreprises frôle les sommets en dépit des péripéties commerciales, les ventes de nouvelles maisons ont récemment battu un nouveau record, et nous en passons. Le tout sans augmentation de l'inflation : le scénario Boucles d'or (forte croissance économique et inflation limitée) reste en place.

Sur le front des obligations, rien d'intéressant à signaler, à l'exception éventuelle des senior loans ou emprunts non subordonnés (souvent couverts par des actifs de qualité). Dans l'environnement actuel de fin de cycle, ce type de papier constitue une alternative attrayante aux obligations ordinaires en associant un complément de rendement et un profil de risque plus faible.

En ce qui concerne les obligations d'entreprises à taux élevé, en revanche, nous restons négatifs. Les spreads sont trop réduits pour espérer encore un rendement. Ce segment de marché présente par ailleurs un profil de risque asymétrique : nous ne prévoyons pas d'augmentation du nombre de défauts de paiement dans l'immédiat, mais si cela devait arriver, les pertes ne seraient pas minces.

Nous restons également sous-pondérés en obligations publiques américaines. La Fed pourrait accentuer la pression sur le papier de court terme si l'économie devait surchauffer, tandis que la différence de taux entre le court et le long terme est très faible : le supplément de rendement ne suffira pas à rémunérer le long terme.



Japon : moins positif

Le marché des actions japonaises a reculé depuis mi-juin, essentiellement sous l'effet des désaccords commerciaux, et nous ne prévoyons pas de rétablissement rapide. L'économie japonaise ralentit plus tôt que prévu. Les perspectives de croissance pour 2018 se ternissent. Dans le dernier rapport Tankan, la BoJ constate aussi un recul de la confiance dans l'industrie de production. S'il est vrai que la valorisation moyenne des actions japonaises reste acceptable, cela ne suffira pas à justifier des achats.

À moyen terme, nous sommes positifs à l'égard du yen japonais (JPY) face à l'euro. La volatilité des marchés d'actions, alliée aux risques géopolitiques, est de nature à donner un coup de pouce à la devise japonaise, considérée comme un refuge. La banque centrale du Japon, de son côté, n'a pas l'intention de modifier sa politique monétaire en 2018. C'est seulement à partir de 2019 que l'on s'attend à une normalisation de cette politique.



ces pays pourrait être durement touché. Si, en revanche, les États-Unis, la Chine et les autres protagonistes trouvent un compromis, les pays émergents seront les premiers à en bénéficier. Toutefois, nous n'en sommes pas encore là.



Comme nous le disions en introduction, la plupart des monnaies des pays émergents ont perdu beaucoup de terrain sur le dollar. De nombreux acteurs du marché semblent mettre dans le même sac tous les pays émergents et leurs devises, oubliant que ces pays sont beaucoup plus forts qu'il y a 10 ans. Si les problèmes commerciaux s'estompent, une remontée de ces monnaies n'est pas du tout à exclure.

Pays émergents : frappés par la guerre commerciale

Répetons-le : l'escalade actuelle de la guerre commerciale n'est pas une bonne chose pour les pays émergents, et certainement pas pour la Chine et la plupart des économies asiatiques, très dépendantes - directement et indirectement - des États-Unis. La situation est d'autant plus délicate que l'économie chinoise est en train de ralentir. Si la guerre commerciale persiste trop longtemps, le potentiel de croissance de



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.