



Lettre hebdomadaire n°66, lundi 1 avril 2019

Jean-Noël VIEILLE- Pour HPC membre du Groupe OTCex

Un premier trimestre très favorable aux indices actions

Mouvement haussier en cette fin de semaine qui permet aux principaux indices de terminer le mois sur une note favorable et le premier trimestre 2019 aura pratiquement effacé les pertes du dernier trimestre 2018. Sur une année glissante, les performances restent modérées en Europe alors que les indices US sont plus élevés puisque le S&P est en progression de plus de 7% et le Nasdaq de près de 10%. C'est aux Etats-Unis la meilleure performance trimestrielle depuis 10 ans. Cette différence de comportement indicier est cohérente avec les fondamentaux économiques puisque les Etats-Unis font toujours preuves d'une croissance solide alors que l'Europe montre des signes d'essoufflement. Le retour à une normalité était assez prévisible dans la mesure où la fin de l'année 2018 avait connu une exagération baissière qui a touché toutes les classes d'actifs. Après cette remontée, les marchés reviennent à des niveaux de valorisation cohérents avec les fondamentaux et au cours du trimestre prochain, l'évolution devrait suivre davantage les évolutions macro et micro-économiques.

Ce retour de l'optimisme est d'abord lié aux espoirs de progrès dans les négociations commerciales américano-chinoises qui ont repris à Pékin. Mais les investisseurs sont désormais inquiets de l'assombrissement des perspectives de croissance mondiale. Cette crainte a dernièrement conduit à un « fly to quality ». Les investisseurs se sont ainsi portés sur les marchés des obligations d'Etat, entraînant une baisse des rendements. Le Vix, l'indice de la peur est aussi revenu à 13,9 ce vendredi, certes contre un point haut à 35 en décembre 2018 mais il se situe encore bien au dessus du premier semestre 2018. Le retour des obligations d'Etat à des points bas, taux allemand négatif à 10 ans, confirme le sentiment du risque qui prévaut et qui n'est pas sain pour l'ensemble de l'économie.

Ces éléments ont donc permis une nouvelle tendance haussière des marchés : l'Eurostoxx50 réalise une hausse de +1,39%, de +1,53% pour le CAC 40 et +1,42% pour le DAX. Le Dow Jones affiche une hausse moins prononcée à +1,67% et le Nasdaq à +1,13%. Ce sont surtout les valeurs automobiles et les ressources de base qui ont été les plus dynamiques. Le Nikkei a lui baissé sur la semaine de -1,95%.

Le retour des taux négatifs : risques ou opportunités ?

Ce mouvement de baisse des taux souverains s'est accentué depuis que les banques centrales ont confirmé l'abandon de leur projet de resserrement de la politique monétaire pour l'année 2019. L'idée d'investir dans des obligations pour lesquelles l'investisseur est assuré de perdre de l'argent - si on les conserve jusqu'à l'échéance – est très paradoxal et pourrait s'apparenter à une des nombreuses plaisanteries du 1^{er} avril. Pour avoir du sens, cela signifie que l'investisseur pense qu'il va perdre encore plus dans d'autres investissements. Si cela peut se comprendre pour des obligations souveraines puisque le risque de défaut d'un Etat est faible, il est plus surprenant de constater que certaines obligations d'entreprises ont des rendements négatifs, phénomène qui abaisse considérablement le spread de crédit, évaluation du risque spécifique. Dans ce cas, cela signifie que les investisseurs paient pour le privilège de prêter aux entreprises. Lorsque les obligations d'entreprises à rendement négatif sont apparues en Europe en 2016, elles étaient analysées comme une distorsion temporaire, un effet secondaire du plan de la Banque centrale européenne visant à acheter des montants significatifs de dette d'entreprise. À la fin de ce programme, la logique voudrait que cette déconnexion avec la réalité se termine et que les investisseurs reprennent en compte le risque économique, ce qui n'est pas encore le cas. Les sociétés LVMH et Sanofi ont levé des obligations à des taux inférieurs à zéro. La dette de LVMH s'est ainsi avérée plus populaire que ses sacs à main, la demande pour ce papier ayant été six fois plus fortes que les 300 M€ demandés. La résurgence des taux négatifs est donc significative de la

La plus forte progression trimestrielle des principaux indices depuis 10 ans !

Les investisseurs ont validé la fin de la guerre commerciale.

Les taux souverains indiquent plutôt une prochaine récession

Au travers du crédit obligataire, les entreprises se financent à des taux très bas.

morosité qui règne sur les marchés européens du crédit. Après le fort écartement des spreads de la fin de l'année dernière et des baisses de performance liées, de nombreux gestionnaires de fonds sont sortis de cette classe d'actifs et peu ont profité de l'actuel rally. Cela les oblige maintenant à intervenir et à souscrire à de nouvelles émissions d'obligations plus risquées pour tenter de compenser la perte de performance. Total a ainsi pu lever une obligation perpétuelle à un taux d'intérêt de seulement 1,75%. UniCredit a reçu une demande de 5 Md€ pour ses obligations perpétuelles dans un contexte où les inquiétudes à propos de la solidité des banques italiennes s'estompent. Sur le marché des Junk Bond, Power Solutions, a récemment levé de la dette de maturité 7 ans à un taux de seulement 4,375% pour une société très endettée. Ces exemples signifient que le marché de la dette reste fortement perturbé par les opérations des banques centrales, mais si cela pose des problèmes de performance aux investisseurs, ces taux attractifs sont très intéressants pour les entreprises, d'où le niveau élevé de l'endettement des entreprises mais cela pourrait très vite devenir une bombe à retardement pour l'ensemble de l'économie si un scénario de hausse des taux se combinait à une moindre croissance, ce qui n'est pas le scénario consensuel.

Quel scénario pour le S2 2019 ?

Le débat qui va occuper le deuxième trimestre est de savoir si la faiblesse de l'économie mondiale est temporaire ou si la longue expansion depuis la crise financière de 2008 s'essouffle réellement. Ce débat avait déjà existé en 2015 et au début 2016. Il a été vite contredit d'abord par de fortes mesures de relance budgétaire en provenance de la Chine et par le soutien des marchés orchestré par la Banque du Japon et la Banque Centrale Européenne. Puis, l'élection du président Trump et les réductions d'impôts qui ont suivi, ont donné un nouvel élan à la croissance mondiale. Cette dernière a atteint un sommet au début de l'année dernière. Cette longue croissance peut inquiéter car on a rarement vu des cycles aussi longs. Pour l'instant, les marchés sont dans l'expectative d'où une volatilité un peu plus élevée mais la psychologie des investisseurs est devenue un peu plus négative. Si les données économiques mondiales s'améliorent au cours des prochains mois et si Washington et Pékin concluent un accord commercial, les marchés financiers pourraient être apaisés et il n'est pas exclu que la hausse actuelle se prolonge, même s'il sera tentant alors de « vendre » la nouvelle. Dans un tel scénario, il ne faut pas s'attendre à un renversement spectaculaire de la tendance baissière des rendements obligataires qui s'est produite dans toutes les économies développées, le ralentissement de la Chine laisse des traces. De toute évidence, les turbulences sur les marchés de la fin de l'année dernière ont montré les limites des efforts de la FED pour resserrer sa politique. Cette demande pour les obligations souveraines est le signe que la tension est beaucoup plus forte sur les marchés. Dans une hypothèse inverse, à savoir pas d'accord ou un mauvais accord entre la Chine et les Etats-Unis, les marchés financiers pourraient alors connaître une forte perturbation.

Après une telle performance haussière, les probabilités de consolidation augmentent !

En conclusion, les investisseurs vont scruter avec attention les nouvelles en provenance de Chine puisqu'un accord est nécessaire pour éviter un ralentissement du commerce mondial et surtout la poursuite d'une diminution de la croissance en Chine. La perspective de voir la guerre commerciale s'achever à très court terme devrait doper la confiance des investisseurs. Le retour en territoire positif de l'écart entre le rendement des bons du Trésor à dix ans et celui des titres à trois mois met fin à la première inversion de cette partie de la courbe depuis 2007, phénomène qui a nourri les craintes de récession la semaine dernière mais que quelques indicateurs favorables ont contredit. Aux Etats-Unis, les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 0,1% alors que le consensus les donnait en hausse de 0,3%. En février, les revenus des ménages ont progressé de 0,2%. Le moral du consommateur s'est amélioré plus que prévu en mars selon les résultats définitifs de l'enquête mensuelle de l'Université du Michigan, dont l'indice de confiance est remonté à 98,4 après 93,8 le mois dernier. Du côté du marché immobilier, les ventes de logements neufs ont augmenté de 4,9% en février pour atteindre leur plus haut niveau depuis 11 mois.

Mais après cette belle progression trimestrielle, les marchés pourraient consolider surtout si les chiffres du premier trimestre qui vont être bientôt publiés par les entreprises montraient des fragilités.

La croissance économique future : une question clef pour l'évolution des marchés.

Une économie américaine encore dynamique : une protection pour les marchés ?