

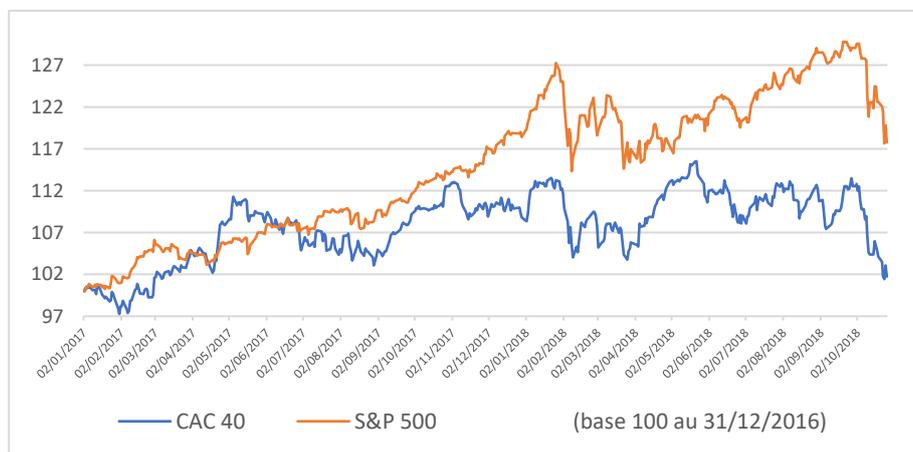
FLASH MARCHES

30 OCTOBRE 2018

Après un premier semestre haussier, les marchés actions occidentaux ont gommé la totalité de leur gain de 2018, au cours du mois d'octobre. Pour ce qui est du CAC 40, ce sont les gains enregistrés depuis janvier 2017, qui viennent d'être effacés.

La question cruciale aujourd'hui est de savoir **si cette forte baisse marque le début d'une crise financière, ou simplement une correction passagère**, qui sera suivie d'un rebond.

Graphie 1 : S&P 500 et CAC 40 depuis le 31 décembre 2016



Dans quel environnement s'inscrit cette baisse ?

Au plan des données macroéconomiques, la situation semble bonne. Les taux d'intérêt en Europe restent bas, la Réserve Fédérale américaine (FED) mène une politique de remontée de ses taux directeurs bien digérée par les marchés occidentaux, la croissance est au rendez-vous, avec même une accélération au deuxième trimestre pour les Etats Unis.

Toujours au plan macroéconomique, les marchés ont connu une période de hausse quasi continue entre mars 2009 et fin septembre 2018. Ainsi, sur cette période de neuf ans et demi, le Dow Jones a quadruplé et le CAC 40, plus que doublé, nous faisant vivre **la plus longue période de hausse des actions** de l'histoire. Bien évidemment, tous les analystes s'accordent pour dire que cette période de hausse aura un jour un terme, **la question étant de savoir quand**.

18, RUE DE LA PEPINIERE - 75008 PARIS

Fax : +33 (0)1 40 31 00 02

TEL : +33 (0)1 40 31 20 00

WWW.MENSBRIDGE.FR

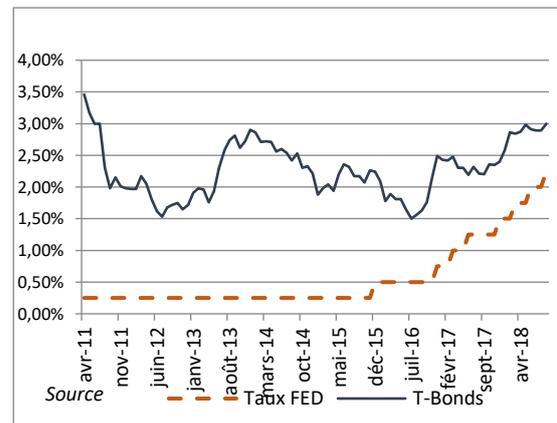


Quels sont les risques faisant consensus ?

La **Guerre commerciale** entamée par Donald Trump constitue le premier risque reconnu par les marchés. Ces derniers l'ont intégré au niveau des pays émergents, où une fuite de capitaux a été enregistrée dès le début de l'année 2018, faisant baisser les indices boursiers de ces régions du monde.

Grappe 2: Evolution du taux directeur FED et du taux d'emprunt américain à dix ans.

La **remontée des taux longs** aux Etats Unis est un autre stimulus de la baisse des actions. La hausse du rendement des T Bonds (taux américains à 10 ans aujourd'hui supérieurs à 3%) engendre des réallocations vers les emprunts d'Etat américains plus sûrs que les actions. On notera cependant une hausse nettement moins rapide des taux longs américains, que des taux directeurs fixés par la FED.



Quels sont les risques sous-estimés ?

Récession

Le principal risque sous-estimé est, selon nous, le risque d'une **récession** de l'économie américaine. Pour justifier de la poursuite du mouvement décennal de hausse des actions, il est actuellement de bon ton de louer les performances des Etats Unis, caractérisées par un taux de chômage au plus bas, des bénéfices des entreprises au plus haut et des taux à long terme relativement bas.

De prime abord positif, ce constat sur les taux laisse entrevoir un **aplatissement, voire une inversion de la courbe des taux américains** (le niveau des taux à long terme, devenant inférieur à celui des taux courts). Or, une telle inversion est un indicateur avancé, donc prédictif, d'une **récession**, cette dernière survenant dans les 12 mois suivants. Cette inversion de la courbe des taux américains est d'autant plus envisageable que la FED augmente ces taux (à court terme) à un rythme plus soutenu que celui de la remontée des taux longs.



Pour ce qui est de la Zone Euro, les dernières données PMI Flash (indice des Directeurs d'achat prédictifs de la croissance) sont à leur plus bas de quatre ans pour les services et de six ans pour



l'industrie manufacturière. **Ceci laisse augurer un ralentissement de la croissance européenne** d'ici 12 mois. La faiblesse actuelle des exportations européennes laisse, elle aussi, augurer un ralentissement de la croissance.

En outre, il est difficile de prévoir **l'impact des hausses des droits de douane** américains sur la croissance chinoise.

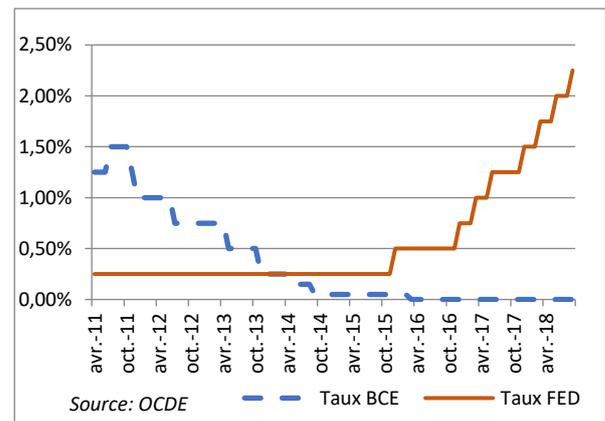
Enfin, au niveau microéconomique, les chiffres publiés par les entreprises au 3^{ème} trimestre 2018 montrent une dégradation du climat économique.

Crise des Banques centrales

L'action des banques centrales a un impact sur l'activité économique. Ainsi, pour contenir l'inflation liée à une surchauffe économique, elles haussent leurs taux directeurs et les diminuent pour relancer l'inflation en phase de ralentissement.

Encore **faut-il que les Banques centrales aient les moyens de baisser leur taux**. Or, malgré huit hausses depuis la fin 2015, les taux directeurs de la FED n'ont pas encore atteint leur niveau dit "neutre", c'est-à-dire permettant qu'une baisse ait un réel impact sur l'activité économique.

Pour ce qui est de la Banque Centrale européenne, ses taux directeurs sont à zéro et leur baisse n'est donc pas envisageable.



Les Banques centrales sont saluées pour leurs actions ayant permis de juguler les conséquences de la crise financière de 2008. Pour ce faire, elles ont **massivement injecté des liquidités** sur les marchés, en plus de pratiquer une politique de taux nuls. Ces injections de liquidités se sont notamment faites via des politiques quantitative easing (QE) dont le principe était de racheter des obligations sur les marchés. Les acteurs économiques vendaient leurs obligations à la Banque centrale et réinvestissaient le prix de vente en achetant notamment des actions...

Ces achats massifs des banque centrales étaient financés par de la **création de monnaie ex nihilo**. Ainsi, la BCE a créé plus de 2 000 milliards d'Euros ces trois dernières années. Cette monnaie créée devrait ensuite être reprise, lorsque les obligations acquises par les banques centrales seraient remboursées. Ainsi sur les remboursements d'obligation perçus en octobre 2018, la FED a décidé de ne réinvestir que 50 milliards de dollars dans l'acquisition de nouvelles obligations, l'excédent étant utilisé à la réduction de son bilan. Pour ce qui est de la BCE, l'arrêt de sa politique de QE est fixé à la fin 2018.

La question des moyens encore à disposition des banques centrales pour faire face à une récession future devient donc cruciale, en particulier pour la BCE qui ne dispose pas de marge de manœuvre pour baisser ses taux. En cas de ralentissement fort de la croissance ou de récession, les banques



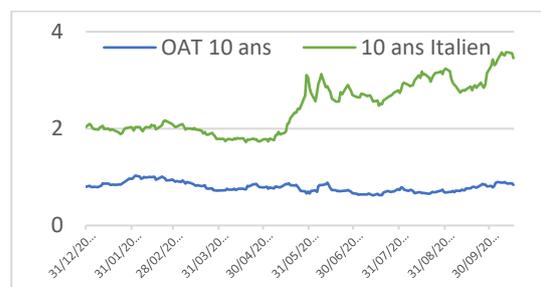
centrales pourraient donc être amenées à renouveler leurs QE, malgré **leurs bilans hypertrophiés**. Mais ceci pourrait avoir pour conséquence une **perte de confiance dans les monnaies**, d'où une fuite des capitaux dans l'acquisition de bien réels comme l'or ou l'immobilier et l'avènement d'une **situation d'hyperinflation**. Si les banques centrales ont eu un rôle majeur dans le traitement de la crise financière de 2008, **elles pourraient devenir elles-mêmes la cause de la prochaine crise financière**.

Géopolitique

Enfin, le risque géopolitique est lui aussi probablement négligé. Ce risque est moins lié à des problèmes conflictuels, qu'au fonctionnement des démocraties elles-mêmes. Ainsi, le peuple britannique a voté le **Brexit** et il est aujourd'hui plus que probable que ce dernier se fera sans accord avec l'Union européenne.

Le peuple américain a élu Donald Trump, sur un discours teinté de **protectionnisme**, dont une conséquence est le renchérissement des importations des Etats Unis. Ainsi, le constructeur automobile Ford prévoit une baisse de son bénéfice de 300 millions de dollars, liée à l'augmentation des droits de douane.

Le peuple **italien** a, quant à lui, élu une coalition hétéroclite dont le programme est une baisse des impôts et une hausse des dépenses publiques. Cette élection a eu pour conséquence immédiate de renchérir le coût de la dette italienne, accroissant de ce fait le déficit public italien.



En Allemagne, la montée des partis dits d'extrême droite semble avoir eu raison de la Chancellerie de Mme Merkel.

Enfin, il n'est pas exclu d'imaginer que les prochaines élections au parlement européen aboutiront à une majorité anti européenne.

On assiste donc à une "révolte" des peuples qui s'exprime dans les votes aux élections.

Les marchés vont-ils rebondir ?

Les périodes de baisse s'achèvent toujours par un rebond. Des rebonds réguliers sont aussi observés au cours de la baisse. Nous avons vécu ces dernières semaines plusieurs rebonds, mais de courte durée. Les américains ont coutume de comparer les rebonds des marchés au rebonds d'un chat qui aurait sauté du haut d'un gratte-ciel. Mais ils utilisent aussi l'image du *dead cat bond*, sous-entendant qu'un chat mort rebondit lui aussi, mais sur une très courte période...

Pour ce qui nous concerne, après une absence de tendance sur les marchés actions depuis plusieurs mois, nous constatons à présent une tendance baissière, laissant penser que **la baisse entamée en octobre n'est pas terminée**, surtout si les signes d'une récession américaine en 2019-2020, qui apparaissent aujourd'hui, se confirment.