



# **FORWARD FOCUS**

**Conjoncture et marchés**

**Avril 2019**

**Achevé de rédiger le 03/05/2019**



**Nawal Robinet**

01 53 77 52 97

[nrobinet@forwardfinance.com](mailto:nrobinet@forwardfinance.com)



**Martin Baer**

01 53 77 52 89

[mbaer@forwardfinance.com](mailto:mbaer@forwardfinance.com)



**Alexandre Wehbi**

01 53 77 52 62

[awehbi@forwardfinance.com](mailto:awehbi@forwardfinance.com)

# Les marchés en Avril 2019

---

## La hausse des marchés américains défie l'entendement.

La dernière vague de hausse des marchés en avril défie l'entendement. Le contraste est saisissant entre la morosité du climat économique mondial et le rebond des marchés actions américains, qui ont non seulement comblé les pertes du T4 mais se situent désormais un cran au-dessus de leurs plus hauts records de 2018. Dans la même veine, il est difficile de comprendre le grand écart entre le marché obligataire qui craint le retour de la menace déflationniste, et l'emballlement des indices actions. Enfin pour les investisseurs, cette hausse forte et ininterrompue des marchés actions depuis 4 mois est source d'embarras. Investisseurs qui, dans leur grande majorité ont allégé leurs portefeuilles actions au T4 2018, prenant acte du ralentissement durable des économies.

Tentons de comprendre les facteurs à l'œuvre derrière cette nouvelle hausse des marchés actions américains pour en évaluer la rationalité.

La première raison de la hausse, ce sont les rachats d'actions initiées par les entreprises émettrices elles-mêmes. Par leur ampleur, les rachats d'actions compensent largement les sorties de capitaux des marchés actions initiées par les investisseurs. De façon générale, le repli des taux mondiaux fait prospérer la mécanique infernale des rachats d'actions financés par emprunt, qui, en diminuant le nombre d'actions en circulation, rehausse artificiellement le bénéfice par action. La vogue des « buy backs » coïncide avec un moment particulier du cycle boursier pour les géants de l'internet. Il se trouve que les géants de l'internet, disposant de trésoreries pharaoniques d'une part, et confrontés à un ralentissement de leur croissance organique d'autre part, sont enclins à utiliser leur trésorerie dans les buy backs plutôt que de l'investir dans leur développement futur. Combien de temps durera ce phénomène ? Sans doute plus d'un trimestre.

La deuxième raison de la hausse des marchés actions est la confiance qu'exprime le marché sur l'absence de récession des profits au cours de la prochaine décade. Cette confiance est révélée par la méthode de valorisation de l'indice américain basé sur le DDM (Dividend Discount

Model) qui indique que pour justifier les cours actuels, le scénario doit intégrer pour la décennie à venir une hausse modérée mais ininterrompue des profits de 4% par an, incompatible avec l'occurrence d'une période (même limitée à un an) de récession des profits. Or, une période de récession des profits se produira forcément quelque part au cours de la prochaine décennie puisqu'on approche de la fin de cycle. Le scénario rose des marchés est certainement en relation avec les débats actuels sur l'utilisation de la planche à billets. On dirait que les marchés actions américains font le pari que la prochaine récession sera de faible ampleur car le rejet du modèle néolibéral par une part croissante des populations fait qu'une nouvelle récession est inacceptable politiquement.

**L'optimisme des marchés actions serait alors ancré dans la conviction qu'à l'approche de la prochaine récession une forte hausse des dépenses publiques financée par la création monétaire sera mise en œuvre** pour stimuler l'économie et projeter l'activité économique dans un nouveau cycle de croissance. **Le scénario de hausse mécanique des profits inscrit dans la valorisation actuelle**

**du S&P 500 est clairement irréaliste. Il n'intègre pas la récession des profits liée à un épisode de récession. Deuxièmement, même si les politiques de création monétaire étaient mises en œuvre, il n'intègre pas l'érosion des marges par rapport à leur haut niveau actuel dans un contexte de montée du populisme. Enfin, la confiance du charbonnier que reflète le niveau de l'indice est en forte dissonance avec les incertitudes générées par les tensions géopolitiques et protectionnistes, incertitudes inégalées depuis la chute du Mur de Berlin.**

Il convient aussi d'ajouter que les autres indices actions, notamment les indices européens et japonais, ne sont en rien concernés par cet excès de confiance et intègrent des scénarios pessimistes de croissance des profits qui laissent la place à un meilleur potentiel de performance pour l'avenir.

### **Croissance économique**

**Le ralentissement synchronisé reste le bon terme pour décrire l'état de l'économie mondiale. Changement de trajectoire monétaire et premiers effets du stimulus chinois permettent**

**d'éviter une détérioration supplémentaire en ce début de printemps. Cependant la croissance se stabilise à un niveau bas, et le raffermissement attendu au second semestre est limité.**

**Aux Etats-Unis**, la croissance en apparence très satisfaisante du T1 (PIB + 3,2%) ne peut dissimuler le fait que la dynamique de la croissance américaine se tasse. Si l'on élimine de l'équation des facteurs réversibles tels que le gonflement des stocks pour le troisième trimestre consécutif, la croissance sous-jacente au T1 est plus modeste à +2,1%, sachant qu'elle inclut un gonflement assez peu ordinaire des dépenses militaires. **La consommation des ménages comme les investissements des entreprises ont vu leur rythme de croissance divisé par deux au cours de ce premier trimestre**, par rapport au précédent.

L'activité manufacturière américaine est encore en zone d'expansion contrairement aux autres régions du monde, mais se tasse de mois en mois et atteint en avril son plus bas niveau depuis octobre 2016. Le secteur des services confirme également un ralentissement au plus bas depuis l'été 2017. Enfin dans le

secteur de la construction, le rebond est limité bien qu'il bénéficie d'une forte détente des taux d'emprunts hypothécaires. La meilleure tenue des ventes de maisons neuves est neutralisée par le recul des ventes de maisons de seconde main.

Le marché américain de l'emploi reste extrêmement dynamique, les très fortes créations d'emplois en mars et avril rassurent sur le fait que la chute de février n'était qu'une exception. Mais les difficultés d'embauche avec un taux de chômage au plus bas depuis 49 ans amènent les employeurs à renoncer à créer de nouveaux postes : les ouvertures de postes sont au plus bas depuis un an.

Les derniers chiffres ont confirmé la faiblesse des pressions inflationnistes. L'inflation remonte de 1,5% à 1,9% mais l'inflation sous-jacente baisse de 2,1% à 2% et l'indicateur des prix qui accompagne la publication du PIB trimestriel est tombé à 1,3%. Par ailleurs les hausses de salaires s'assagissent à +3,2% contre +3,4% le mois précédent qui représentait un pic depuis 2009.

Les négociations sino-américaines semblent s'acheminer vers un accord car Donald Trump est pressé de conclure pour des raisons électorales et fait pression sur son négociateur

en chef pour parvenir à finaliser les discussions, même si c'est au détriment de la substance en matière de réforme des pratiques chinoises. Un accord est attendu pour fin mai ou juin. Il est question que chaque partie crée dans l'autre pays un bureau de vérification de la mise en œuvre des mesures prévues par l'accord commercial. De plus en plus d'observateurs sont convaincus que ce cadre bilatéral ne fait que graver dans le marbre des modalités de relations en conflit perpétuel. Les rivalités stratégiques entre les deux grandes puissances **en mer de Chine** ont d'ailleurs atteint un nouveau paroxysme, les américains semblent davantage que par le passé décidés à s'opposer à l'annexion par Pékin de territoires revendiqués par ses voisins. Le commandant de la force navale américaine a ainsi prévenu son homologue chinois que les bateaux de pêche et les garde-côtes chinois, utilisés comme une force hybride commode par les militaires chinois, seront désormais traités comme des navires militaires en cas de comportement provocateur.

**En Chine**, même si le PIB publié pour le T1 rassure (+6,4% y /y), l'activité au mois d'avril n'a pas modifié le jugement que l'on pouvait porter en mars : les indicateurs ont arrêté de se

dégrader mais **la reprise est laborieuse**. Cette dernière est de meilleure qualité que les précédentes car elle est davantage orientée vers les incitations au secteur privé à travers des baisses d'impôts que sur les dépenses publiques d'infrastructure. La conséquence est que la reprise est davantage en phase avec les mécanismes de marché, moins consommatrice de dette, mais moins prévisible et plus lente. Par ailleurs la nature différente du stimulus **rend l'effet d'entraînement sur le reste du monde moindre que par le passé**. Le niveau d'activité manufacturière rechute en avril après le sursaut de mars et continue de flirter avec la contraction. Le rebond amorcé par la consommation domestique est timide en raison de la guerre des prix qui se déroule dans le secteur automobile (un quart des ventes au détail) et qui pèse sur les ventes en valeur. La demande externe adressée à la Chine ne s'améliore pas même si elle s'est stabilisée. Par ailleurs, après 6 mois de laxisme pour cause d'urgence économique, les autorités semblent à nouveau décidées à sévir sur la spéculation immobilière. De façon générale, les autorités qui ont paniqué et ouvert les vannes du crédit pourraient réduire le stimulus

monétaire si les relations commerciales avec les Etats-Unis étaient stabilisées. Le stimulus est d'une moindre ampleur que les précédents et durera moins longtemps car les autorités sont exposées à un dilemme de plus en plus aigu entre assurer la croissance et préserver la stabilité financière compte tenu que chaque brique additionnelle de croissance contient un fardeau de dette de plus en plus lourd.

**La Zone Euro** a réalisé une croissance de 0,4% non annualisée au premier trimestre, en amélioration par rapport à l'affaïssement constaté au deuxième semestre 2018. La France enregistre une croissance de 0,3%, l'Espagne et l'Italie en croissance de 0,2% avec une sortie de récession pour cette dernière en raison de la bonne tenue des exportations.

Cependant l'Allemagne révisé encore à la baisse sa croissance pour 2019, à seulement +0,5%. Son modèle exportateur est davantage affecté que les autres par le Brexit, et la récession turque et dont la nature des biens exportés (voitures, biens d'équipement) bénéficie moins que les autres pays des appétits de la classe moyenne chinoise. Par ailleurs la révision à la baisse montre bien

que Berlin n'envisage pas pour autant une relance budgétaire, au grand dam de ses partenaires.

Sur l'ensemble de la zone l'activité manufacturière reste en récession, même si les chiffres d'avril se redressent un peu par rapport au chiffre choc du mois de mars au plus bas depuis 6 ans. Par ailleurs, la croissance des crédits aux entreprises est au point mort en raison d'une absence de demande. Le marché du travail reste bien orienté mais l'horizon lourd d'incertitudes fait que la confiance économique calculée par la Commission Européenne s'affaiblit au plus bas depuis 26 mois.

Sur le plan politique, peu d'initiatives dans l'attente de la recomposition du paysage politique qui résultera des élections européennes de mai. Les populistes aiguisent leurs armes espérant par une percée changer « de l'intérieur » l'orientation de la politique européenne. Le Brexit prend un tour inattendu avec une extension de 6 mois supplémentaires accordée aux britanniques pour qu'ils évitent un retrait sans accord, un geste considéré par certains comme un aveu de faiblesse de l'Union Européenne. Par ailleurs au moment même où l'Union Européenne se

montre plus exigeante dans ses relations avec la Chine (demande de réciprocité dans l'accès au marché), l'Italie rompt l'unité européenne en étant le premier pays du G7 à adouber la Nouvelle Route de la Soie. Enfin, les relations commerciales avec les USA restent très tendues et les membres de l'UE ont mandaté Bruxelles pour entamer des négociations commerciales difficiles.

Le recul du commerce mondial ne laisse pas **l'économie japonaise** indemne. En avril, l'archipel subit une légère contraction de son activité manufacturière pour le 3e mois consécutif. La production industrielle avait chuté en mars à son plus bas niveau depuis 4 ans. L'opinion des consommateurs sur les perspectives économiques est au plus bas depuis 2 ans. Cela étant, les ventes au détail ont surpris positivement en mars, les ménages ayant amélioré leur pouvoir d'achat grâce au plein emploi et à la stabilité des prix. Les revenus salariaux ont augmenté de 0,6% en février contre +0,5% en janvier. Cependant, si on intègre les travailleurs à temps partiel, comme cela va être fait dans la nouvelle mesure statistique, alors les chiffres sont beaucoup moins flatteurs.

**La Corée du Sud** surprend négativement par une contraction de son PIB au T1. Elle est durement touchée par le recul des ventes des semi-conducteurs. La politique de hausse des salaires mise en œuvre par le gouvernement depuis 2 ans est contestée. Le chômage est au plus haut depuis 9 ans, et les investissements des entreprises en chute de 11% sont tombés au plus bas depuis la crise de 1998.

**Au sein des pays émergents les tendances économiques sont ternes.** Sous l'effet de barrières protectionnistes mais aussi en conséquence du ralentissement mondial, l'organisation mondiale du commerce voit les échanges internationaux ralentir à +2,6% en 2019 après déjà un sérieux ralentissement à +3% en 2018. Par ailleurs, la nature du stimulus chinois orientée vers la consommation aura moins d'effet d'entraînement sur les pays exportateurs de matières premières que les fois précédentes. Même les pays d'Asie du Sud Est qui bénéficient de délocalisation des usines auparavant implantées en Chine, voient leur économie ralentir malgré tout. Le ralentissement structurel de la croissance économique mondiale pardonne de moins en moins les problèmes de



gouvernance. La politique populiste de Manuel Lopez Obrador se traduit par une récession surprise de l'économie mexicaine au T1, qui augure mal de son mandat. L'Argentine est de nouveau confrontée à une crise de change malgré le soutien du FMI. Le nouveau dérapage de l'inflation pourrait coûter au Président Macri sa réélection, et favoriser l'arrivée au pouvoir de la populiste Cristina Kirchner. La convalescence de l'économie turque va être lente car la croissance a été drivée par la hausse du crédit et les entreprises comme les banques sont largement endettées vis-à-vis de l'extérieur. La seule nouvelle positive vient du Brésil, où la réforme des retraites indispensable à la soutenabilité des finances publiques a passé avec succès une première étape de la longue procédure parlementaire du fait qu'elle a été jugée compatible avec la constitution.

## BANQUES CENTRALES

---

### **Intensification du débat sur le recours à la planche à billet.**

L'économie mondiale étant à nouveau confrontée comme en 2016 à un risque de stagnation, beaucoup font valoir que le retour récent des banques centrales à une posture accommodante n'est pas suffisant. Les taux étant au plancher ou proches du plancher, les munitions des banques centrales pour stimuler la croissance sont en réalité quasiment épuisées. Par ailleurs comme la stagnation de 2016 fut surmontée par des relances budgétaires en Chine et aux USA, les déficits sont déjà supérieurs à 4% dans ces deux zones, et les possibilités de nouvelle relance budgétaire pour soutenir la croissance semblent également épuisées. Dans ces circonstances, des économistes éminents comme Ben Bernanke, Olivier Blanchard et Adair Turner avancent que l'usage de la planche à billet pour financer des politiques budgétaires expansionnistes sera seul à même d'assurer une croissance économique correcte.

Le recours à la planche à billet pour financer une hausse des dépenses publiques apparaît d'autant moins tabou que la décade écoulée de croissance molle et de stagnation des revenus a nourri la montée du populisme et du mécontentement populaire, et que la classe dirigeante considère qu'une récession est politiquement inacceptable. Les partis populistes en Europe et une partie des démocrates aux USA (« Green New Deal ») plaident en faveur de dépenses socialement et écologiquement désirables financées par la création monétaire.

Une chose est sûre, l'absence de risque inflationniste facilite d'ores et déjà les pressions politiques sur les banques centrales pour qu'elles adoptent un comportement laxiste. Donald Trump accroît ses attaques contre la Fed, lui reproche son durcissement de 2018 et la presse de baisser les taux au plus vite. Cette tactique permettra aussi au Président de pouvoir rejeter la faute sur la Fed en cas de ralentissement se produisant d'ici les élections Présidentielles 2020.

**Au sein de la Réserve Fédérale Américaine**, les colombes ont clairement pris le dessus depuis

l'arrivée du respecté Richard Clarida en tant que Vice-Président fin 2018.

Malgré une croissance sous-jacente satisfaisante (PIB T1 +3,2% et +2,1% en croissance sous-jacente), et un puissant rebond des marchés financiers, qui justifierait un discours neutre, équilibré entre hausse et baisse de taux, **les propos de Richard Clarida et de Charles Evans ont ouvert la porte à une baisse des taux.**

Richard Clarida fait remarquer lors d'un entretien télévisé qu'en 1995 et 1998, la Réserve Fédérale avait entrepris de baisser les taux « à titre d'assurance » même si la récession n'était pas en vue.

Bill Evans, Président de la Fed de Chicago, indique que si l'inflation ou les anticipations d'inflation fléchissaient trop, alors la politique monétaire consisterait peut-être à baisser les taux, notamment si l'inflation sous-jacente (actuellement à 2%) se dirigeait vers 1,5%.

Les minutes du comité monétaire de mars indiquent un partage des opinions. Une partie des membres votants veulent maintenir une hausse des taux à l'ordre du jour, et soulignent que baisser les taux dans les circonstances actuelles (plein

emploi, valorisations élevées) risquerait de créer des bulles financières sur le marché. L'autre groupe se montre inquiet de la faiblesse persistante des anticipations d'inflation. Alors même que l'économie américaine est en haut de cycle et en situation de plein emploi, la cible d'inflation de 2% n'a été atteinte que de façon fugace, ce qui tendrait à accréditer l'idée que la politique monétaire n'a pas été assez accommodante.

**Les anticipations d'inflation montrent que les craintes de récession du T4 2018 sont loin d'avoir disparues.** Les Etats-Unis sont dans une situation relativement enviable, les anticipations d'inflation ont récupéré la moitié du terrain perdu, avec l'inflation 5 ans dans 5 ans anticipée à 1,9%. Cela se situe dans un niveau intermédiaire entre le point bas à 1,68% atteint en décembre 2018, et le niveau de 2,10% qui prévalait avant la tourmente du T4. Mais **en Zone Euro et au Japon, les anticipations d'inflation (5 ans dans 5 ans) sont retombées à des niveaux très inquiétants équivalents à ceux de la grande crainte déflationniste de 2016.** L'inflation anticipée 5 ans dans 5 ans en Zone Euro est retombée à 1,4%, et l'inflation anticipée au Japon est

retombée à 0,10% (contre -0,10% dans le creux de 2016).

**La BCE et la Banque du Japon sont à court de munitions pour combattre une éventuelle aggravation du ralentissement économique. Le Japon** est sans doute le pays disposant le moins de marges de manœuvres. Les taux y sont déjà au plancher, la politique fiscale est déjà laxiste (le gouvernement laisse filer le déficit budgétaire à 4% depuis plusieurs années et a renoncé en 2016 à revenir à l'équilibre à une date précise), et la planche à billet fonctionne déjà depuis longtemps puisque l'intégralité des déficits supplémentaires depuis 2012 a été financée par l'achat d'obligations souveraines par la Banque du Japon, dont le bilan atteint 100% du PIB.

La BCE a également des taux déjà au plancher. En cas d'aggravation du ralentissement, elle pourrait en théorie reprendre ses achats d'obligations souveraines mais il faudra surmonter les fortes réticences allemandes face à la mutualisation partielle des dettes que cela suppose. Quant à recourir délibérément à la planche à billet pour financer une expansion budgétaire c'est hors de portée

compte tenu de l'orthodoxie allemande. Il reste heureusement des marges de manœuvre budgétaires, puisque les pays du Nord avec des budgets à l'équilibre ont d'importantes capacités de stimulus budgétaire. Espérons qu'Allemagne et Pays Bas accepteront d'utiliser cette solution sinon la pression populiste et l'attrait de la planche à billet feront que des monnaies parallèles à la monnaie unique commenceront à circuler comme cela a déjà été envisagé par la coalition populiste au pouvoir.

**Lors de sa conférence du 10 avril, la BCE s'est employée à combattre l'idée qu'elle était à bout de ressources pour stimuler si nécessaire, sans vraiment convaincre étant donné le carcan doctrinal propre à la Zone Euro abordé dans le chapitre précédent.**

Lors de la conférence de presse Mario Draghi a répété à plusieurs reprises que la BCE était prête à ajuster tous ses instruments de politique monétaire si l'inflation et la croissance continuait de décevoir. Il suggère de nouveaux stimuli monétaires encore plus radicaux dans leurs ambitions puisque la BCE se dit prête à tolérer une période où l'inflation serait supérieure à la cible pour remettre l'économie sur les rails,

s'il le fallait. Comme par ailleurs la période de taux au plancher va se prolonger, la BCE examine un système différencié de taux de dépôt comme cela se pratique au Japon, afin d'alléger la facture pour les banques de la Zone Euro (le taux de dépôt négatif de 0,40% leur coûte 7,5 milliards d'euros par an). Les nouveaux TLTRO commenceront en septembre mais les modalités sont en cours de discussion. Cela ne sera pas suffisant pour stimuler le volume de crédit distribué aux agents économiques, car le problème est davantage le tarissement de la demande que l'abondance de l'offre de crédits. Face au ralentissement économique et à l'incertitude, la demande de crédits supplémentaire par les entreprises est tombée à +0% en Zone Euro et la demande de crédits à la consommation ralentit au plus bas depuis 5 ans.

La Banque de Suède réactive ses achats quantitatifs d'obligations souveraines (QE) pour 18 mois à partir de juillet et reporte à plus tard le moment où elle relèvera son taux directeur actuellement à -0,25%. La Banque du Canada s'emploie à gommer le calendrier des futures hausses de taux alors que son taux directeur est à 1,75%. La Banque d'Angleterre maintient son taux

directeur inchangé (0,5%) même si l'économie tourne à pleine capacité et que les anticipations d'inflation sont élevées (3,5%).

Parmi les banques centrales émergentes, rares sont celles qui ont profité de la posture plus accommodante des banques centrales développées pour assouplir leur politique monétaire, car pour le moment la Réserve Fédérale n'est pas passée à l'acte, le dollar américain reste ferme et la parité des monnaies émergentes évolue de façon hésitante. L'Inde procède à sa deuxième baisse de taux directeurs en avril, dans un effort pour stimuler l'offre de crédit alors que le marché continue de souffrir d'un rationnement du crédit dans le sillage du défaut inattendu d'un grand établissement de prêts en infrastructures à l'automne dernier.

## MARCHE

---

### MARCHE DES OBLIGATIONS SOUVERAINES

**Les taux souverains long terme remontent de quelques centimes en avril mais restent très bas, proches de leurs planchers**

### historiques de tous les temps connus en 2016.

Les marchés obligataires souverains reflètent la crainte du risque déflationniste (comme illustré par la chute des anticipations d'inflation) dans un environnement de croissance molle, et ont intégré depuis le pivot de la Fed et la posture complaisante des banques centrales que les taux bas sont encore là pour durer plus d'une décade. Ce qui est surprenant est que les taux d'intérêt long terme n'intègrent absolument pas le dérapage des prix qui pourrait aller de pair avec un usage inconsidéré de la planche à billet pour financer des dépenses publiques, sujet de plus en plus débattu et de moins en moins tabou.

Ainsi, les taux allemands à 10 ans à 0% traduisent le fait que le marché pense que la BCE va maintenir les taux zéro non seulement jusqu'à 2020 comme elle le dit dans ses prévisions mais jusqu'à 2030.

Les taux US à 10 ans se tendent de 10 centimes en avril et terminent le mois à 2,51%. Ils restent en repli de 20 centimes par rapport au niveau de début de l'année et de 70 centimes par rapport aux pics de 2018. La performance d'un panier d'obligations du trésor américain 7-10

ans recule de 0,4% sur le mois mais reste positive de 2,4% depuis le début 2019.

En Zone euro aussi les taux des pays « core » se tendent de quelques centimes. Le rendement du 10 ans allemand repasse en positif à +0,01%. Cependant la détente simultanée des taux des pays périphériques fait que le rendement de l'indice obligataire composite EuroMTS 7/10 ans ne varie guère (0,62% contre 0,59%) permettant à l'indice de faire du surplace sur le mois (+0,03%) et de préserver la totalité de ses gains depuis le début de l'année (+3,08%). La performance de l'EuroMTS 3/5 ans est également stable sur le mois (+0,02%) et sa performance 2019 est de +0,73%.

La détente des taux périphériques a été permise par la recherche de rendements, le fait que les élections en Espagne aient gratifié le PS d'un nombre de sièges suffisant pour gouverner en coalition avec Podemos sans l'appui des indépendantistes catalans, et que Standard & Poors se soit abstenu de dégrader la note de l'Italie lors de sa revue annuelle.

Au sein des pays émergents, et hors situation de crise de change de retour en Argentine et Turquie, les taux obligataires domestiques font du

surplace depuis 3 mois, à l'image des hésitations sur le marché des changes.

## MARCHE DES OBLIGATIONS PRIVEES

Les obligations privées engrangent encore un mois supplémentaire de performance très favorable en avril, sur fonds de poursuite de la détente des spreads de crédit. L'indice représentatif des obligations privées zone euro de bonne qualité est en hausse de 0,72% sur le mois et de presque 4% sur 2019. L'indice représentatif des obligations spéculatives (BofA ML constrained) continue de progresser à pas de géants à +1,42% sur le mois et + 7,19% depuis le premier janvier 2019. Les spreads sont désormais revenus à leur niveau bas du 30 septembre sur le compartiment Investment Grade. Seule la partie la plus spéculative parmi les obligations privées spéculatives n'a pas encore récupéré l'intégralité des pertes du T4.

Sur fonds de chute des taux et d'empressement des investisseurs à refinancer les yeux fermés les émetteurs, la tendance des notations et des taux de défaut est favorable sur le high yield depuis le début de

l'année. Par exemple, sur le compartiment high yield US, le taux de défaut qui avait gonflé à 2% mi 2018 est retombé à 0,94% fin avril 2019, proche de son plus bas record de tous les temps (et très éloigné de sa moyenne de 3,72% sans parler de son plus haut historique à 8%). Par conséquent les ratings également ont migré dans la bonne direction, avec trois fois plus d'émetteurs qui ont vu leur note rehaussée que d'émetteurs qui ont vu leur note se dégrader.

Il sera curieux d'observer les effets de l'ouverture croissant du marché obligataire chinois aux investisseurs étrangers. Le problème est non seulement qu'une part importante des emprunteurs privés ou parapublics ont une piètre solvabilité, mais que les investisseurs ne disposent pas d'indicateurs fiables. En conséquence de l'interdiction pour un émetteur de recourir au marché s'il n'est pas classé en catégorie « Investment Grade », les agences de notation domestiques surestiment systématiquement la solvabilité des émetteurs, de six gradations de notation en moyenne selon une étude de la Banque des Règlements Internationaux. A cette difficulté s'ajoutent les manipulations comptables qui alimentent régulièrement la chronique. L'agence

Standard & Poors a obtenu récemment l'autorisation d'exercer ses services de notation sur le marché chinois, et a d'ores et déjà prévenu que son échelle de notation serait un peu moins sévère que ce qu'elle pratique ailleurs, sinon le choc serait trop grand.

## MARCHE DES ACTIONS

**La reprise fulgurante des marchés actions se poursuit en avril. Le MSCI Monde s'adjuge 3,45% sur le mois et près de 16% depuis le début de l'année. Au terme de cette hausse l'indice Monde et aussi la bourse américaine dépassent chacun d'une fraction les records historiques établis en janvier 2018 ;** Le S&P 500 repasse pour la troisième fois au-dessus de sa tendance de hausse initiée en 2009. **L'origine de cette hausse supplémentaire ne saute pas aux yeux**, car par rapport au mois précédent les améliorations apportées par le mois d'avril semblent marginales, qu'il s'agisse de la macro, du consensus bénéficiaire 2019, ou du rythme des négociations commerciales sino-américaine. Le marché semble s'emballer et la prise de risque excessive se voit aussi dans les positions vendeuses de volatilité qui ont atteint le même niveau

qu'avant la correction technique de janvier 2018. Les investisseurs, long terme, eux, continuent de rester au bord du chemin (décollecte nette sur les fonds actions).

Les publications du T1 sont meilleures que prévu mais le guidage (« guidance ») pessimiste des émetteurs a obligé les analystes à couper dans les prévisions de bénéfiques des trimestres suivants. Un comptage statistique des termes employés par les entreprises cotées pour commenter leurs résultats montre que l'occurrence du terme « optimiste » est au plus bas depuis 16 ans dans les discours. Au final, entre fin mars et fin avril les profits anticipés pour l'ensemble de l'année 2019 comparés à l'année 2018 se sont encore tassés (+1,8% contre +3%). Côté positif, les marges des entreprises s'améliorent légèrement après le coup d'accordéon du T4 et rares sont les émetteurs qui citent la hausse des coûts salariaux parmi les sources de préoccupation.

L'écart de performance 2019 entre les actions américaines et européennes se rétrécit car les deux zones font jeu égal pour le 2e mois consécutif. L'indice S&P 500 s'adjuge 3,9% sur le mois contre 3,23% pour le Stoxx 600 et +4,9% pour l'Eurostoxx 50. Sur les 4

premiers mois de l'année, le S&P 500 a vu sa valeur augmenter de 17,50%, suivi de près par l'Eurostoxx 50 à +17,10% et le Stoxx 600 à +15,90%. De leur côté les actions japonaises appréciées à travers l'indice Topix continuent d'accumuler du retard même si l'indice Nikkei fait une tentative de rattrapage (+5% sur le mois).

Les actions émergentes sont en hausse de 2,45% sur le mois et de 12,16% sur l'année. Les actions domestiques chinoises marquent le pas en avril (hausse du CSI 300 limitée à 1%) sous l'effet de prises de bénéfices après une hausse qui dépasse tout de même 30% depuis le début de l'année. Maintenant que la machine boursière semble repartie, les opérateurs craignent des mesures de la part du régulateur chinois pour freiner les investissements spéculatifs en actions financés par emprunt, et s'attendent à une correction technique.

**Sur le plan sectoriel**, l'appétit accru pour le risque se traduit par une surperformance des cycliques et des financières en avril. Les banques et l'automobile font partie des secteurs qui performant le mieux en avril, tandis qu'à l'inverse la santé sous-performe. La banque bénéficie des



profits records de la banque de détail aux Etats-Unis. Le secteur de la santé tremble pour sa rentabilité en raison des projets de nationalisation de la santé de plus en plus en vogue parmi les jeunes américains et les démocrates. Le style « décote » ou « value » reprend donc des couleurs, sans toutefois rattraper le style « croissance » tant l'avance des valeurs technologiques est grande depuis le début de l'année. Au sein des valeurs technologiques maintenant scindées entre « services de communication » pour les réseaux sociaux et les plateformes de contenus (Netflix, ...) et « technologies de l'information » pour le hardware et le software, on notera la montée en flèche des fabricants de semi-conducteurs qui surmonte bizarrement les profits warnings de grands du secteur et la prévision d'un recul des ventes mondiales en valeur en 2019. Le secteur semble tabler sur une reprise en cas de signature d'un accord commercial sino-américain, alors même que la partie des ventes américaines destinée aux équipements militaires chinois devrait rester sous embargo.

Les dernières publications confirment la tendance au fort ralentissement de la croissance organique des géants de l'internet.

Par rapport au rythme qui était le leur il y a un an, les ventes d'Amazon, Google et Facebook progressent deux ou trois fois moins vite. Cela va poser un problème à terme à ce secteur, mais pour l'instant la bourse ne leur en tient pas rigueur. En effet les profits continuent eux de progresser à une allure satisfaisante grâce à la baisse des dépenses d'investissements et aux rachats d'actions gargantuesques mis en œuvre par ces groupes.

## MARCHE DES DEVISES

Malgré le demi-tour presque complet de la politique monétaire américaine vers davantage d'accommodation, le marché des changes reste caractérisé par la fermeté du billet vert et par un comportement hésitant des monnaies émergentes.

La simple perspective de convergence des taux d'intérêt américains vers le niveau plus bas des autres pays développés n'est pas suffisante pour déclencher une baisse du dollar contrairement à ce qu'envisageaient les cambistes en début d'année. Le dollar américain est soutenu par une économie qui reste en meilleure santé que les autres et par l'impression qu'elle dispose de bien plus de marges de manœuvre pour

tirer son épingle du jeu, ceci malgré un locataire de la Maison Blanche qui s'emploie à éroder la crédibilité de la Fed.

Au mois d'avril l'indice dollar a reçu un petit coup de pouce supplémentaire du fait de la hausse du cours du pétrole, qui l'avantage par rapport à des zones importatrices comme la Zone Euro et le Japon. L'indice dollar a touché 98 en cours de mois, au plus haut depuis presque deux ans.

En réalité les mouvements entre grandes devises sont assez faibles depuis le début de l'année. Seul l'Euro continue de s'éroder par petites vaguelettes successives. Au mois d'avril l'EUR/USD a continué de descendre la marche d'escalier et est passé en cours de mois en dessous de 1.1150, au plus bas depuis juin 2017. Cela étant, le repli de l'Euro est limité à 2,3% depuis le début de l'année et est stable entre fin mars et fin avril si l'on ne prend pas en considération les mouvements à l'intérieur du mois.

Le Yen japonais est stable dans la fourchette 111/112 contre USD pour le deuxième mois consécutif, après un début d'année où il avait rendu ses gains du T4 2018. Depuis le début de l'année, le Yen est en léger repli de 1,7% contre dollar.

La Livre Sterling conserve ses gains engrangés depuis quelques mois. Le marché estime que l'extension de 6 mois de la date du Brexit concédée le 11 avril au Royaume-Uni par les partenaires européens était un gage de soft Brexit. Le Sterling reste donc en hausse de 4,2% depuis le début de l'année contre euro, et de 2,1% contre USD. Un facteur de soutien du Sterling est également le niveau élevé des anticipations d'inflation, qui empêcheront la Banque d'Angleterre de baisser les taux actuellement à 0,75%.

Le Renminbi chinois connaît son 3e mois de stabilité autour de 6,70/6,75 RMB pour un dollar. L'avance de 2% de la devise chinoise depuis le début de l'année remonte en fait au mois de janvier, date à laquelle la trajectoire corrective haussière du Yuan depuis la trêve du G20 de Novembre s'est arrêtée.

**L'indice JP Morgan des devises émergentes finit d'abandonner en avril les gains de janvier et pointe à +0% depuis le début de l'année, les progrès de certaines devises étant obérées par la hausse du pétrole qui nuit aux pays importateurs et par les assauts d'une nouvelle crise de change pour la Livre Turque et**

**le Peso Argentin.** On est dans une phase intermédiaire où les banques centrales sont devenues plus conciliantes mais où, d'ici l'été les liquidités continuent de se contracter (QE arrêté en Zone Euro, TLTRO pas encore enclenché et QT continuant aux Etats-Unis jusqu'en septembre). Les banques centrales des pays émergents ne peuvent donc pas encore desserrer leur politique monétaire au niveau qui serait adéquat compte tenu du ralentissement mondial observé et de la contraction du commerce mondial. Par ailleurs la nature du stimulus chinois centré sur la consommation a moins d'effets d'entraînement que par le passé sur les matières premières hors pétrole. Derrière le statu quo apparent du panier global des devises émergentes, se cachent donc de fortes disparités en fonction des situations. Des devises comme la Rouble Russe et le Peso Mexicain sont en hausse depuis le début de l'année et ont réussi à pousser un cran plus loin le rebond amorcé l'automne dernier. Un autre groupe sont les devises qui ont évolué en dents de scie et font du surplace depuis le début de l'année telles que le Réal Brésilien (BRL), le Rand Sud-Africain (ZAR) et la Roupie Indienne. Par ailleurs, le Peso Argentin et la Livre

Turque replongent dans la tourmente. La Banque centrale turque a épuisé les réserves de change pour défendre la livre tandis qu'en Argentine les investisseurs craignent l'impopularité du plan de redressement de Macri appuyé par le FMI et le retour des populistes lors des élections présidentielles qui se déroulent à la fin de l'année.

## MARCHE DES MATIERES PREMIERES

### Pétrole

En hausse de 35% depuis le début de l'année, il se rapproche de ses points hauts de l'année dernière. La raison de cette fermeté du pétrole est une situation de resserrement de l'offre, alors que de son côté la demande mondiale de pétrole continue d'évoluer de façon satisfaisante et ce malgré un tassement de la consommation chinoise d'énergie.

Depuis plusieurs trimestres et malgré des à-coups, la tendance de fonds de l'or noir est à la fermeté en raison du resserrement de l'offre. La discipline de production de l'OPEP, les sanctions imposées par les Etats-Unis sur les exportations vénézuélienne et iranienne, le ralentissement de la production américaine de pétrole de schiste en raison d'une approche plus

discriminante en matière de rentabilité (et d'endettement), sont autant de facteurs qui concourent au resserrement de l'offre. Au mois d'avril l'escalade de la guerre civile en Lybie puis le fait que la Maison Blanche ait annoncé une suppression abrupte des dérogations accordées sur le pétrole iranien (alors que les opérateurs avaient anticipé une réduction en sifflet) ont contribué à la hausse des cours, qui sont même passés brièvement au-dessus de 75 dollars le baril.



#### CONTACT

Direction commerciale : Eléonore Nicolai

63 rue La Boétie  
75008 Paris  
Tel : +33 1 53 77 52 65

[www.forwardfinance.com](http://www.forwardfinance.com)



Forward Finance est immatriculé auprès de l'ORIAS – Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance – en qualité de CIF (Conseil en Investissement Financier) sous le n°13000272 - Enregistré auprès de l'AMF et membre de l'Association Nationale des Conseils Financiers