

Take the profit and run

Raiffeisen Economic Research
economic-research@raiffeisen.ch
Tél. +41 44 226 74 41



Lors d'une table ronde organisée la semaine dernière avec des spécialistes des placements, j'ai une nouvelle fois été surpris par l'ambivalence dont faisaient preuve ces observateurs très bien payés des marchés financiers. Aucun n'était vraiment à l'aise, car la durée de la hausse des actions, les valorisations élevées et la part importante prise par la politique

monétaire dans cette situation m'inquiètent également depuis un certain temps. Aux Etats-Unis, le marché des actions s'envole de sommet en sommet et mêmes les bourses européennes commencent à rattraper leur retard.

Personne n'a évoqué un krach ni même une correction douloureuse lors de la table ronde. Il n'y a pas d'alternative aux actions, la conjoncture mondiale appuie toujours la reprise et la normalisation de la politique monétaire, quoi qu'elle puisse être, est si prudente qu'elle ne représente pratiquement aucun danger pour les marchés. Ces arguments semblent tous plausibles et cela fait longtemps que nous les entendons. Les rendements obligataires ont certes quelque peu augmenté ces deux dernières années, mais les dividendes des actions sont toujours plus attrayants. La situation en matière de conjoncture est un peu plus complexe, mais nous y reviendrons. Le fait que la hausse des actions est souvent particulièrement forte la première et la dernière année du cycle me met la puce à l'oreille. Il est bien possible que nous assistions actuellement à une répétition de ce schéma, car les marchés mondiaux des actions ont une nouvelle fois très fortement progressé en 2017, alors que les années précédentes étaient déjà très bonnes. Or les risques, notamment la question du surendettement et les nombreuses questions en suspens concernant les expériences de la politique monétaire mondiale, sont toutefois substantiellement suffisants pour ne pas rejeter a priori une correction et je veux bien sûr parler d'une correction douloureuse.

Une intense jubilation

Dans une perspective historique, les valorisations sont si élevées que la conjoncture ne peut pas simplement maintenir le cap, mais doit encore progresser pour justifier l'engouement du marché, ce qui devient de plus en plus difficile. Cela fait longtemps que les conditions-cadres de l'économie mondiale n'avaient pas été aussi favorables. Cette dernière bénéficie d'une assise solide et la reprise est plus ou moins synchrone. La plupart des pays émergents ont redressé la barre et l'économie mondiale semble globalement solide. D'où pourraient à présent venir des impulsions supplémentaires? En Chine, les indicateurs suggèrent de nouveau un ralentissement pour l'année prochaine. Le gouvernement communiste ne pourra pas éternellement y stimuler la croissance à grand renfort de dettes. Aux Etats-Unis, le fait que le cycle conjoncturel soit déjà très avancé est une

source d'inquiétude, d'autant que les taux d'intérêt se situent à un niveau qui caractérise habituellement une reprise économique. Cela n'annonce certes pas une récession, mais même un net ralentissement pourrait déjà faire vaciller les marchés. Peut-être la baisse d'impôts qui fait actuellement débat chez les républicains pourra-t-elle attiser un feu de paille, pour peu qu'elle soit effectivement mise en œuvre. Mais qui s'inquiète de son financement? Bon nombre d'observateurs ne réalisent pas, en outre, que la conjoncture est également favorable dans la zone euro et ce depuis longtemps. Cela fait maintenant trois ans que l'économie progresse d'environ 2% par an. Ce n'est pas spectaculaire, mais cela dépasse légèrement le potentiel. Là encore, la marge de progression en termes de croissance est limitée et le rythme devrait s'atténuer dès 2018. Les prévisions actuelles de la croissance mondiale en 2018 sont inférieures à celles de 2017. La croissance ne peut pas se poursuivre indéfiniment.

Des attentes excessives

Les entreprises doivent en outre surprendre avec des bénéfices positifs pour éviter que les marchés ne soient amèrement déçus. Là encore, la situation est comparable, car il est de plus en plus difficile de répondre aux attentes excessives. Durant le troisième trimestre écoulé, la saison des bénéfices a une nouvelle fois été fondamentalement positive et la tendance à la croissance des bénéfices reste intacte. Certains titres n'en subissent pas moins des revers en raison des trop fortes attentes. En Suisse, ce fut par exemple récemment le cas des titres de Roche et de Geberit. Tous deux ont été sanctionnés par la bourse, alors que les résultats trimestriels présentés étaient corrects.

Des achats à crédit

Un autre phénomène caractérise en outre la situation actuelle. Les actions aux Etats-Unis ne sont pas les seules à friser un record historique. Les dettes contractées par les investisseurs auprès des courtiers afin d'acheter des titres à crédit font de même. A la fin du troisième trimestre, la *margin debt* atteignait un total astronomique de 559 milliards de dollars, soit presque autant que le produit intérieur brut suisse. L'effet de levier est ainsi deux fois plus élevé qu'au point culminant de la bulle technologique il y a 17 ans. Même à la veille de la crise financière de 2007/2008, le volume des crédits pour des achats d'actions était nettement moins élevé. Mais même par rapport au produit intérieur brut, l'effet de levier n'a jamais été aussi important. Les achats d'actions financés par la dette représentent près de 3% de la performance économique américaine, ce qui a de quoi inquiéter. Si les cours des actions dégringolent, l'investisseur qui s'est financé par la dette devra procéder à des versements supplémentaires et même vendre sa position actions, le cas échéant, ce qui pourra très rapidement occasionner une spirale baissière explosive. La *margin debt* n'est pas un indicateur avancé parfait et l'effet de levier se maintient ainsi déjà depuis longtemps à un haut niveau, sans qu'il n'y ait eu de correction sensible. Mais cet effet de levier

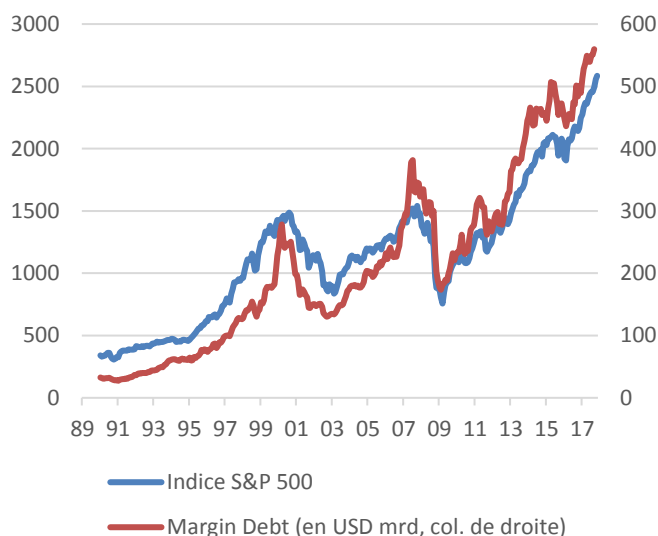
Take the profit and run

Raiffeisen Economic Research
economic-research@raiffeisen.ch
Tél. +41 44 226 74 41

s'ajoute au grand nombre d'incertitudes évoquées qui remettent quand même un peu en question cette confiance presque aveugle dans la bourse. Ce ne serait pas une mauvaise idée de prendre les bénéfices, ce sur quoi nous étions d'ailleurs plutôt d'accord lors de la table ronde.

Martin Neff, chef économiste de Raiffeisen

Marché des actions USA et levier



Margin Debt en % du PIB USA à un niveau record



Mentions légales importantes

Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication. Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.
