

Un spectre hante l'Europe. Le spectre de la récession.

Si cette menace ne plane encore qu'au-dessus des secteurs industriels, tous les indicateurs économiques se dégradent. Malgré les efforts considérables déployés par la Banque centrale européenne (BCE), sous la forme de taux d'intérêt extrêmement bas et d'injections massives de liquidités dans le système financier, l'économie de la zone euro ne réussit pas à sortir du marasme dans lequel elle végète depuis 2009.

À sa décharge, certains feront valoir que cette débâcle politico-économique est le résultat notamment d'un événement qui a été épargné aux États-Unis et à la Chine : la crise existentielle profonde de notre zone monétaire en 2011 qui, en révélant à nouveau au grand jour les approches contradictoires de ses différents États membres, l'a empêché de prendre les mesures collectives nécessaires pour sortir du bourbier. Cette crise de la zone euro n'a débouché en définitive que sur une politique encore plus rigide, focalisée sur les équilibres budgétaires à un moment où l'accroissement des investissements publics aurait été la meilleure option possible.

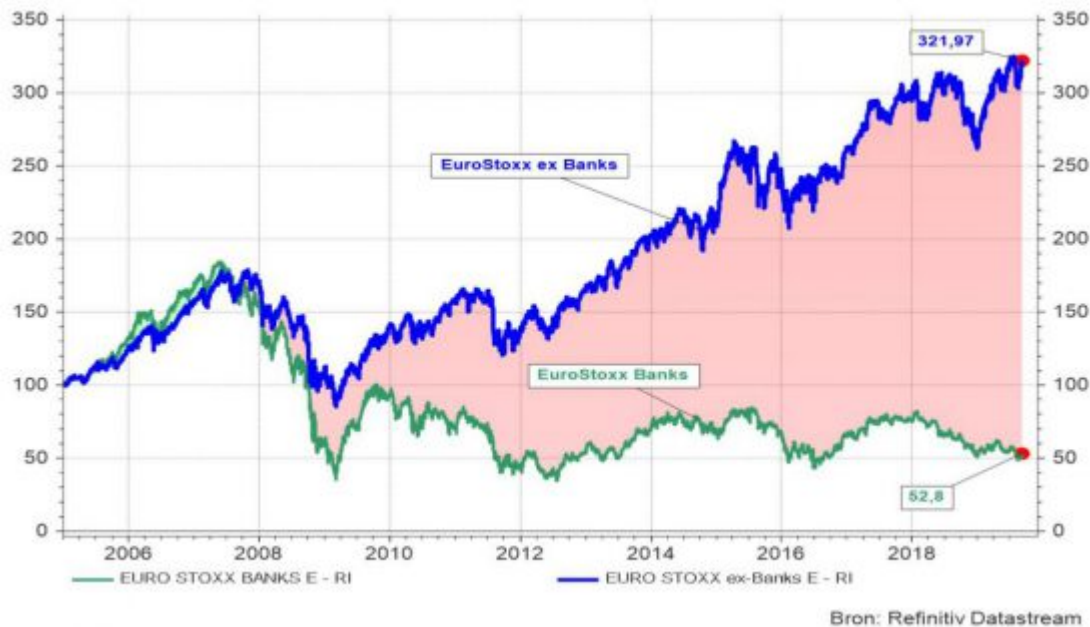
Certes, les partisans de l'orthodoxie avaient un bon argument à faire valoir : dans le passé, chaque assouplissement budgétaire n'avait servi qu'à financer des dépenses excessives et inutiles à des fins clientélistes. Aujourd'hui, il serait vain d'espérer un adoucissement des règles budgétaires européennes, sauf si les investissements projetés sont solidement étayés et que l'Allemagne en prend le leadership. Dès lors, le net ralentissement de l'activité de l'industrie allemande est peut-être paradoxalement la petite lueur d'espoir que nous entrevoyons à travers les sombres nuages qui s'accumulent dans le ciel de l'économie européenne.

Les options politiques qui s'offrent à la zone euro sont en effet limitées. Compte tenu de la discipline budgétaire et de la réglementation bancaire, les instruments de politique économique se réduisent aux seuls incitants monétaires de la BCE. Ainsi, si personne ne doute que la BCE réduira encore son taux de dépôt, chacun s'interroge sur l'utilité de la poursuite de cette politique. Sans mesures d'accompagnement, une nouvelle baisse du taux de dépôt produira même plus d'inconvénients que de conséquences positives.

En misant exclusivement sur l'arsenal monétaire de la BCE tout en niant leur propre impact négatif sur l'économie européenne, les autorités réglementaires des banques ont plus affaibli indirectement le secteur bancaire qu'elles ne l'ont renforcé. Le taux de dépôt négatif pèse en effet lourdement sur la rentabilité bancaire ce qui entrave la constitution de nouvelles réserves en capital. Toute nouvelle baisse du taux de dépôt doit donc s'accompagner d'autres mesures. Pour résoudre ce problème, il existe d'ailleurs de multiples solutions : racheter systématiquement des obligations bancaires de manière ciblée, ne pas appliquer le taux négatif de la BCE sur la partie de cash que les banques détiennent via des comptes d'épargne de particuliers ou appliquer un *multiple* sur les réserves monétaires, ou...

Dans la perspective de telles mesures, les actions bancaires européennes ont ainsi un peu mieux performé récemment que les titres des autres secteurs. Nous restons cependant fermement attachés à une politique d'investissement qui se caractérise par une absence totale du secteur bancaire européen. Les performances des valeurs bancaires européennes par rapport à un indice (return) d'actions non financières ont pris au fil des ans des proportions abyssales. Même en prenant en compte dans la comparaison les années fastes de 2005 et de 2006, l'évolution des cours des banques européennes fait peine à voir.

Graphique 1 : Évolution de l'indice return européen non bancaire et bancaire depuis le 01-01.2005



Par rapport au niveau du 1<sup>er</sup> janvier 2005, l'indice non bancaire affiche à présent un gain de 222 %. En revanche, les banques ont perdu en moyenne 47 % malgré une politique fortement conçue à leur avantage. 269 % de différence...

Cela ne signifie pas pour autant que nous restons absents du secteur financier. Nous misons plutôt sur les prestataires [ii](#) qui profitent de la vague de nouvelles réglementations et des besoins de sécurité accrus. Cette différenciation conduit à des évolutions de cours très divergentes entre ces valeurs *New Finance* et les actions bancaires traditionnelles.

Graphique 2 : Évolution des valeurs *New Finance* et des actions bancaires traditionnelles



L'investisseur que vous êtes ne doit cependant pas perdre trop vite courage au vu de cette interprétation sombres des indicateurs conjoncturels européens. La faiblesse des taux d'intérêt peut neutraliser une grande partie des mauvaises nouvelles actuelles. Il semble d'ailleurs que nous ayons atteint un plancher. Le malaise touche surtout les secteurs industriels et dans une moindre mesure les services.

Le sort économique de l'Europe est lié indirectement, mais dans une mesure importante, à l'issue du conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine. Mais là aussi, la zone euro endosse un peu trop facilement le rôle de victime. Le bras de fer entre les deux superpuissances économiques crée de belles opportunités pour les exportateurs européens. La Chine est en effet déjà le principal partenaire commercial de l'Allemagne. Le conflit actuel entre le géant rouge et les États-Unis peut renforcer les liens avec d'autres partenaires commerciaux européens. Le revers de la médaille serait que l'Europe deviendrait fortement dépendante de la croissance économique chinoise qui est tributaire à son tour de l'évolution de la guerre commerciale et de la transformation de son économie en vue de relever les défis démographiques qui l'attendent.

Après leur réaction puérile excessive en août, les marchés financiers ont repris leur souffle. La perspective d'une reprise des pourparlers entre les États-Unis et la Chine (au cours du mois d'octobre) n'y est pas étrangère. Cette fois, ces négociations seront menées sur la base d'attentes réalistes.

La Chine a apporté la preuve de la puissance de sa capacité de riposte par le biais de sa monnaie, le yuan, et a montré ainsi qu'elle disposait en réalité d'une plus grande liberté de manœuvre que les États-Unis. Mais les négociateurs chinois doivent tout de même commencer à craindre des sanctions irrationnelles et douloureuses en cas de réélection de Trump. Ils préfèrent donc conclure un deal maintenant.

De l'autre côté du Pacifique, le président américain a compris sans doute que son arme tarifaire jouera lentement mais sûrement à son désavantage. Les retombées négatives se ressentent en effet surtout au niveau de l'agriculture et de l'industrie américaines. Précisément dans les régions où se trouve le cœur de son électorat. Comme sa réélection en 2020 n'est réellement menacée que par une éventuelle récession, Trump surveillera comme le lait sur le feu tous les indicateurs pointant la poursuite de l'affaiblissement de l'économie américaine.

Entre-temps, nous avons reçu en effet deux signaux qui, dans le passé, avaient annoncé à plusieurs reprises une récession. L'écart de taux entre les obligations d'État à 10 ans et à 1 an reste négatif. Mais ce différentiel négatif devra le rester encore quelque temps avant d'acquérir une véritable force prédictive. Vu que les marchés financiers tablent encore sur une double baisse de 25 points de base du taux directeur de la Fed en 2019, la courbe des taux reviendra sans doute en territoire positif dans un proche avenir.

Mais une évolution nous frappe : ces derniers jours, la probabilité d'une telle baisse par la Fed a diminué sensiblement. Les investisseurs ne sont plus sûrs qu'à « 90 % » que la banque centrale américaine réduira son taux directeur de 0,25 % le 18 septembre. Auparavant, ils n'en avaient pas le moindre doute.

Quant à la baisse suivante, qui était prévue avec une grande vraisemblance en octobre, les marchés la voient désormais plutôt en décembre (avec une probabilité de 76 %). C'est d'autant plus surprenant que l'indicateur conjoncturel le plus suivi (ISM industrie) émettait encore, mardi dernier, un signal inquiétant sur le niveau d'activité de l'industrie américaine. Les chiffres publiés par la suite ont nuancé cependant cette image. Et on s'attend à présent à ce que le conflit commercial avec la Chine se stabilise.

Entre-temps, le dossier du Brexit s'est enfoncé encore un peu plus dans le fog londonien. On hésite entre hilarité et consternation, comme dans un épisode de *Fawlty Towers*. Et cela se passe dans le pays de la Grande Charte.

Ce spectacle nous permet de comprendre au passage comment, dans le passé, des guerres civiles éclataient comme seule issue possible à un conflit insoluble.

Ne concluez cependant pas trop vite que Boris le téméraire concèdera sa défaite après avoir sa série de déroutes au Parlement. Au contraire : ce chapelet d'échecs le rapproche un peu plus de son idole qui avait choisi délibérément de s'isoler du poto-poto politicien pour prendre tous les risques. Churchill était un aventurier de la pire espèce jusqu'à ce que,



Investisseurs de tous les pays, unissez-vous ! (2.0)

le 10 mai 1940, son pays ait précisément besoin d'un tel profil. La popularité de Johnson en sortira grandie.

Rendez-vous au prochain épisode. Nous n'allons pas vous dévoiler la fin.

**[1]** Comme l'avaient déjà bien compris ces rusés commerçants, qui durant la fièvre de l'or de 1849, vendaient aux chercheurs d'or des brouettes, des mules, des pioches et des divertissements lestes. Devinez qui a fait fortune ?