

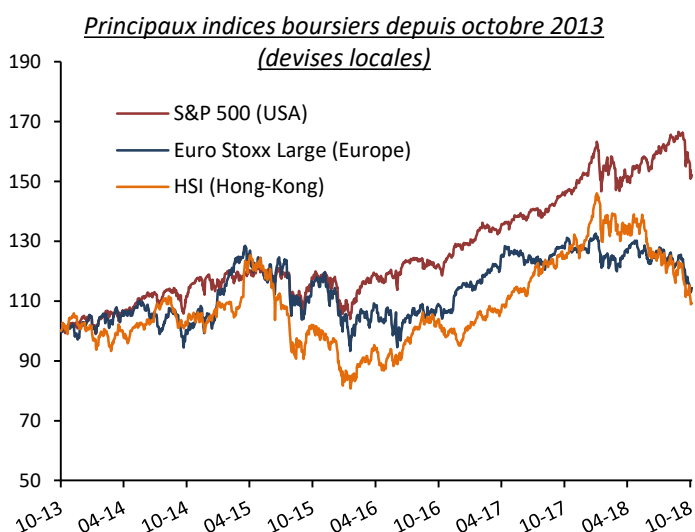


Analyse de la correction actuelle des marchés : soubresaut ou début d'une tendance baissière ?

➤ Les marchés ont fait une chute importante depuis un mois. On ne peut exclure que ce soit le premier mouvement d'un marché baissier dont l'origine se trouve dans le ralentissement mondial et les craintes suscitées par la guerre commerciale. Les gérants d'Alienor Capital tablent sur une reprise technique à court terme. La question de la tendance du marché ne pourra être traitée qu'ensuite.

✓ La baisse récente

Les marchés boursiers occidentaux ont reculé de plus de 10% depuis la fin du mois de septembre. L'amplitude du mouvement reste assez contenue. Les chocs de 2015 et de 2016 ont d'ailleurs été sensiblement plus importants. **C'est le deuxième mini-choc de cette année.** Le premier s'est produit pour des raisons essentiellement techniques, la principale étant l'excès d'engagement des fonds dits « en parité de risque » dans un contexte d'euphorie temporaire provoquée par la baisse des impôts aux Etats-Unis. Le mini-choc actuel a des causes plus fondamentales. Les raisons couramment invoquées sont la hausse des taux d'intérêt américains, le rejet du budget italien et la crainte d'un ralentissement mondial en raison des tensions commerciales sino-américaines. La dernière raison nous semble être la principale car les incertitudes sur la croissance dues au net ralentissement des échanges dans le monde ont une portée considérable. Le FMI a alerté tout récemment sur les effets délétères des discours et des mesures protectionnistes. **L'éventualité d'un ralentissement économique généralisé doit naturellement conduire l'investisseur à s'interroger : soubresaut ou fin de cycle ?**



✓ L'éventualité de fin de cycle haussier

La phase de croissance économique et de hausse boursière de ce cycle a en effet été particulièrement longue et la question de son retournement se pose à tous les investisseurs qui en ont profité et qui préféreraient ne pas se faire prendre dans la prochaine baisse. Un marché haussier ne meurt pas de vieillesse mais pour des raisons précises et invariables : survalorisation, récession en gestation ou choc d'angoisse. L'idée de survalorisation semble incongrue. Valeurs de croissance mises à part, il n'y a pas de survalorisation instantanée. Même aux Etats-Unis, la prime de risque – autour de 3% - reste suffisante. En revanche, la question du ralentissement économique et celle de la hausse de l'aversion au risque se posent avec acuité.

Les taux américains sont encore bien trop bas pour avoir un effet de frein économique aux Etats-Unis et les pays émergents déstabilisés ont avant tout des vulnérabilités qui leur sont propres. Nous avons régulièrement théorisé que si le cycle économique devait caler sur une hausse des taux américains ce ne serait probablement pas avant d'avoir des taux à court terme à plus de 3%. Nous n'y sommes donc pas encore. **En revanche, le bras de fer commercial mondial initié par Donald Trump a des effets déjà perceptibles** : ralentissement des échanges, perturbations des chaînes d'approvisionnement et... attentisme des chefs d'entreprise. Les indicateurs économiques avancés (en particulier les enquêtes de confiance des entreprises) fléchissent partout sauf aux Etats-Unis, et parfois sensiblement sans pour autant s'effondrer. A l'occasion des publications trimestrielles, les discours de perspectives d'activité dans des secteurs sensibles (SSII, automobile, biens d'équipement, électronique) commencent à s'infléchir.

✓ La raison du risque d'un marché baissier

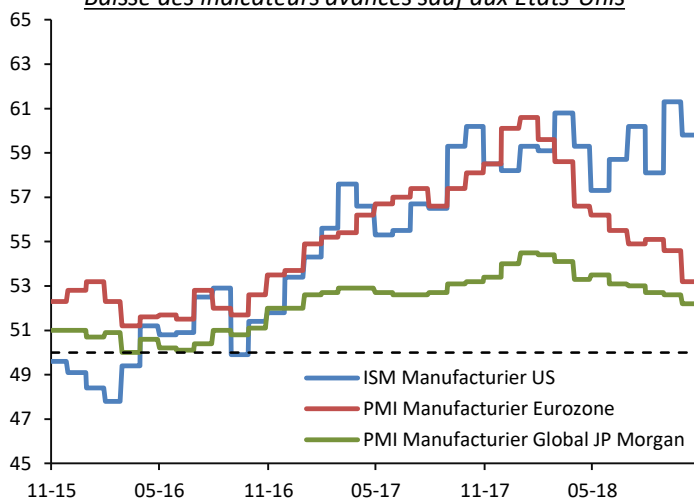
L'objectif de la Maison Blanche est clair : mettre fin aux pratiques commerciales iniques de la Chine au premier rang desquelles l'accès restreint à certains marchés clés, la mauvaise protection des brevets et les transferts forcés de technologie. C'est un sujet de contentieux majeur entre la Chine et les pays occidentaux. L'Europe ne conteste d'ailleurs pas la démarche américaine car son avenir économique en dépend. Ni la Chine ni les Etats Unis ne veulent compromettre leur prospérité future et chacun rend coup pour coup. Il est donc fort possible qu'aucun accord ne soit trouvé à brève échéance et que la tension continue de monter avant de retomber. La Chine fait mine d'attendre le résultat des élections américaines de mi-mandat en espérant qu'un affaiblissement politique de Donald Trump le rendrait moins combatif. Rien n'est moins sûr. Robert Lighthizer, qui mène les négociations, se prépare depuis des années sur ce dossier avec une vision aiguë des enjeux. Il a apparemment l'entière confiance de Donald Trump qui semble disposé à jouer son mandat sur cette question.

Il ne nous paraît pas exagéré d'écrire que **la prolongation du cycle économique mondial dépend de cette négociation et de sa durée**. Si elle est courte, le cycle économique et financier peut reprendre, la hausse des taux américains se poursuivra et le cycle calera mais plus tard. Si les tensions commerciales persistent, Donald Trump taxera vraisemblablement toutes les importations chinoises à 25%, provoquera des perturbations importantes dans les circuits d'approvisionnement des entreprises qui devront se réorganiser pour limiter la baisse des marges et assurer

le bon fonctionnement de leur « supply chain ». La Chine ripostera à sa façon.

Dans ce scénario, il faudra **surveiller attentivement les PMI et ISM américains** car la chute de la confiance des chefs d'entreprise américains serait lourde de conséquences dans un contexte de baisse déjà amorcée de celle de leurs homologues européens et... chinois. Ce serait pour les gérants d'Alienor Capital le signe du retournement du cycle économique et financier, retournement d'autant plus net que les multiples de valorisation ne sont pas bas et que ces multiples s'appliquent sur des bénéfices élevés avec des marges au plus haut.

Baisse des indicateurs avancés sauf aux Etats-Unis



Il est encore trop tôt pour se prononcer sur la fin éventuelle du cycle. A court terme, la configuration graphique plaide pour un rebond technique. Au-delà de ce soulagement probable de quelques semaines, il faut se mettre en état d'alerte dans une perspective plus longue.

En pratique :

Les fonds Alienor Alter Euro et Alienor Optimal avaient allégé leurs positions en actions et en indices au fil de l'eau depuis le début du mois d'octobre. Ils ont récemment augmenté l'exposition en actions (avec un mix équilibré sur le CAC40, l'Eurostoxx50 et le S&P500) dans l'attente d'un premier rebond technique.

Au-delà de ce mouvement tactique, la reprise d'une position en actions de moyen terme dépendra de la publication des ISM américains des mois de Novembre et Décembre et accessoirement de l'évolution des dossiers Italiens et Britanniques (budget et Brexit). Si les ISM américains fléchissaient sensiblement, la presque totalité des indicateurs avancés des grandes économies serait orientée négativement et la tendance s'avèrerait alors probablement baissière. Nous nous accordons donc plusieurs semaines pour trancher sur le sujet de la tendance.



18 Allées d'Orléans - 33000
BORDEAUX
Tél. : +33(0)5 56 81 17 22
www.alienorcapital.com

Avertissement : Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information exclusivement et ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil d'investissement. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Toute souscription dans un OPCVM doit se faire après avoir pris connaissance du DICI (document d'information clé pour l'investisseur) et du prospectus disponibles sur simple demande auprès d'Alienor Capital et sur son site internet. L'investissement dans un OPCVM présente un risque de perte en capital. Les risques détaillés sont présentés dans le prospectus complet de chaque OPCVM (risque lié à la gestion discrétionnaire, risque de crédit, risque de taux, risque sectoriel, risque actions, risque de change...).

Agrément AMF n°GP07-000009
R.C.S B 493 783 518