

# DL FLASH!

Lettre d'actualité de Dierickx Leys Private Bank  
Cinquième année, n° 4 - Août 2019

## L'inversion de la courbe des taux aux États-Unis : la panique des investisseurs est-elle fondée ?

Les mercredi 13 août et jeudi 14 août, la courbe américaine des taux à court terme s'est inversée (voir encadré). Cela a déclenché une baisse importante du marché boursier. Mercredi, l'indice Standard & Poors-500 a baissé de 3 %. Le mouvement a également entraîné les marchés boursiers européens et asiatiques à la baisse, tandis que les prévisions de bénéfices ont peu changé. En combinaison avec des taux d'intérêt de plus en plus négatifs, les actions sont devenues relativement plus intéressantes.

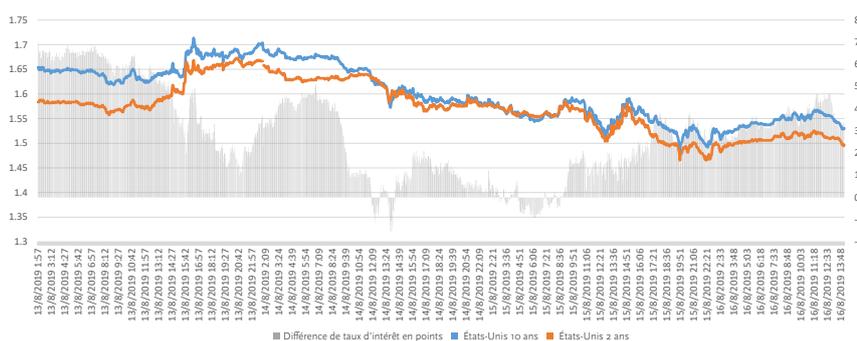
### Signe avant-coureur d'une récession

Dans le passé, une courbe de taux inversée était souvent le prélude à une récession. Il a fallu parfois attendre près de 2 ans comme en 2006 ou il n'y en a pas eu comme en 1998, mais une récession était généralement proche. D'un point de vue économique, une récession survient lorsque la croissance est négative pendant deux trimestres consécutifs.

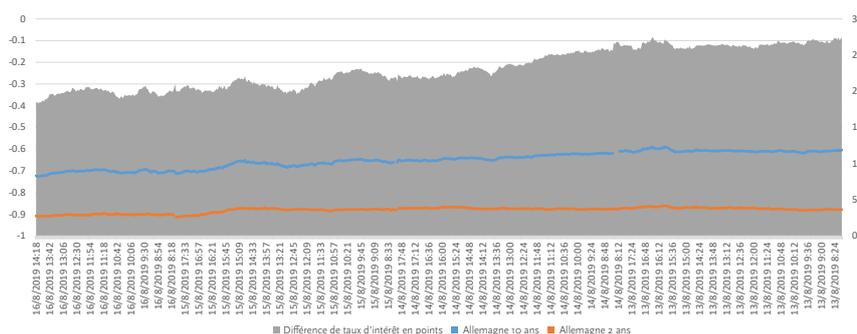
En Europe, la courbe des taux d'intérêt peut encore être qualifiée de normale pour le moment.

### Une courbe de taux inversée ?

La courbe des taux est la ligne indiquant les taux d'intérêt à différentes échéances. Dans des circonstances normales, les taux d'intérêt à long terme sont supérieurs aux taux d'intérêt à court terme. Un investisseur compense ainsi le risque supplémentaire qu'il court quand il prête son argent à quelqu'un pendant une plus longue période. La situation dans laquelle les taux à court terme sont pratiquement aussi élevés que les taux à long terme se traduit par une courbe de taux plate. Si le taux à long terme est inférieur au taux à court terme, la courbe de taux est inversée. Cette dernière situation ne se produit qu'exceptionnellement.



États-Unis : taux d'intérêt 10 ans, 2 ans & différence



Allemagne : taux d'intérêt 10 ans, 2 ans & différence

## Obligations : taux d'intérêt élevé des obligations (ETF obligataires)

Avec l'escalade de la guerre commerciale sino-américaine, le retrait imminent du Royaume-Uni de l'Union européenne sans accord, et un nombre croissant d'indices de ralentissement de la croissance en Europe et dans le reste du monde, les investisseurs optent en masse pour les obligations. Selon Morningstar, près de 150 milliards de dollars ont été investis dans des fonds obligataires au cours du premier semestre de l'année. Les trackers sont également de plus en plus populaires sur le marché obligataire.

Cependant, il est peu intéressant de se procurer des obligations de qualité. Selon les données de Bloomberg, des obligations d'une valeur d'environ 16 billions de dollars, soit un peu plus du quart du marché obligataire mondial, sont cotées à des taux d'intérêt négatifs.

Les taux d'intérêt négatifs nuisent aux banques et aux assureurs. Les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension ne peuvent plus guère garantir un rendement sur les investissements.

### Réglementation et banques centrales

Néanmoins, les investisseurs continuent d'envoyer de l'argent en masse sur les marchés obligataires surévalués. Cela va à l'encontre de la logique selon laquelle il est préférable d'utiliser les investissements de la manière la plus productive possible.

La cause du problème est une conséquence de la crise financière qui a fait rage il y a dix ans. Afin d'éviter que les banques et les

assureurs ne prennent à nouveau trop de risques dans leur bilan, les règles ont été renforcées.

En conséquence, les activités de négociation risquées pour compte propre dans les banques ont disparu et moins de place a été laissée à l'investissement en actions. En raison des règles plus strictes, les assureurs devront eux aussi investir moins dans les actions et davantage dans des obligations moins risquées, selon le raisonnement du gouvernement. Cela signifie que de nombreux acteurs du marché devront, souvent contre leur gré, investir dans des obligations.

Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales ont abaissé leurs taux d'intérêt. En réduisant les taux d'intérêt à court terme, la courbe de taux est restée normale, laissant au secteur bancaire une marge d'intérêt élevée. Par la suite, des actions de soutien ont été mises en place par la Banque centrale européenne afin de sauver l'euro (et un certain nombre de banques), quel que soit le prix. La recette d'achat des obligations d'État au début a si bien fonctionné que les mesures ont été étendues pour inclure les obligations d'entreprise. La baisse des taux d'intérêt pour les entreprises visait à stimuler l'activité économique.

Plusieurs grandes figures de la Banque centrale européenne (BCE) indiquent que le taux d'intérêt pourrait être encore plus bas. En même temps, la BCE cherche un moyen de résoudre le problème de liquidités des banques. Les banques centrales sont dans un piège qu'elles se sont elles-mêmes créé et dont elles ont du mal à sortir. Le montant de la dette, qui était déjà

énorme au début de la crise financière il y a un peu plus de 10 ans, n'a fait qu'augmenter à cause des taux d'intérêt extrêmement bas.

Dans des circonstances normales, le taux d'intérêt sur les dettes impayées augmente à mesure que les résultats se détériorent. Suite aux rachats d'obligations d'entreprises, les entreprises affichant de faibles résultats sont restées artificiellement en vie, au détriment des entreprises saines.

Les entreprises solvables empruntent presque gratuitement pour des durées allant jusqu'à dix ans. Le taux d'intérêt est souvent négatif sur cinq ans. Il est inquiétant que certaines entreprises utilisent cette possibilité pour acheter avec l'argent emprunté leurs propres actions en masse, à un niveau problématique. L'entreprise pharmaceutique GlaxoSmithKline a acheté tant d'actions ces dernières années que la solvabilité est passée de 25 % en 2009 à seulement 6 % aujourd'hui. En d'autres termes : alors qu'il y a dix ans, il y avait 3 € de capital emprunté contre 1 € de fonds propres, il y a maintenant 15,7 € de capital emprunté contre 1 € de fonds propres ! Dans ce cas, le tampon en cas de baisse de l'activité économique est supprimé. La technique utilisée par GlaxoSmithKline est constatée dans de nombreuses entreprises, à des degrés divers.

Le lien avec la croissance économique réelle s'est perdu, même si quiconque obtenant de l'argent aujourd'hui, pour un prêt hypothécaire, un crédit d'entreprise ou un prêt personnel, sera satisfait que le taux d'intérêt sur le crédit est beaucoup plus bas qu'il y a dix ans. Cela n'a conduit qu'à une hausse des prix des actifs financiers.

## Actions : achat ou vente ?

Il ne fait aucun doute qu'une récession approche. Le fait que les marchés boursiers réagissent dans ce cas de manière très nerveuse n'est pas nouveau non plus. La courbe de taux inversée que nous avons observée la semaine dernière aux États-Unis a inquiété les investisseurs du monde entier. Comment devons-nous gérer la situation aujourd'hui ?

Tout d'abord, quelques observations :

1. Le taux d'intérêt est proche de zéro. Si la valeur d'un actif est égale aux futurs flux de trésorerie actualisés, l'évaluation dans un monde mathématique est égale à l'infini. La plus petite prime de risque ou le moindre coût pour les capitaux propres que vous incluez dans la formule entraîne d'énormes différences sur la valeur actuelle. Une petite erreur d'estimation entraînera une forte baisse des futurs cours boursiers. L'analyse de sensibilité d'un analyste est plus importante que jamais.

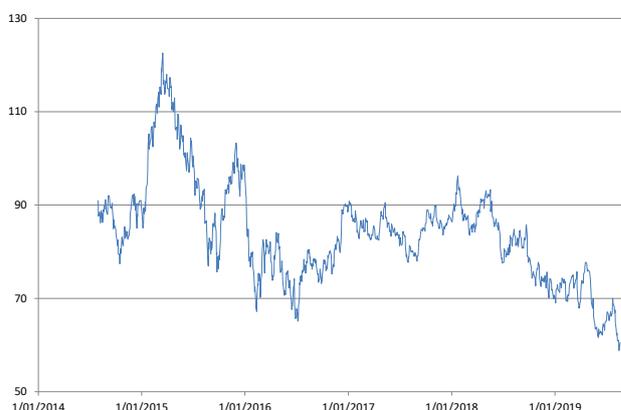
2. Au cours de la dernière décennie, le marché boursier s'est concentré sur les actions de croissance. Par conséquent, les actions des entreprises dont les résultats sont plus sensibles aux fluctuations de la croissance économique sont depuis longtemps à la traîne. Lors des crises économiques précédentes, les actions cycliques n'ont baissé que lorsque les signes d'un ralentissement de la croissance économique étaient visibles. Aujourd'hui, en raison de l'escalade de la guerre commerciale à l'arrière-plan, elles sont en baisse depuis un certain temps. Tout a commencé il y a un an avec les constructeurs automobiles et leurs fournisseurs. Dans le cas de BMW, qui était un acteur majeur sur le marché chinois, le cours record du premier trimestre 2015 est déjà de l'histoire ancienne. Melexis, Umicore, Kion Group, Solvay et ArcelorMittal, pour n'en citer que quelques-uns, sont cotés à des cours bien inférieurs à leurs cours maximaux.

Bien avant l'apparition de la courbe de taux inversée et le ralentissement économique réel, les investisseurs étaient déjà parvenus à leur conclusion. De nouveaux signes de ralentissement économique réduiront encore la visibilité sur la rentabilité et exerceront une pression supplémentaire sur les cours des actions. Melexis et Umicore ont toujours un ratio cours/bénéfice bien au-dessus de 20, car, parallèlement à la baisse des cours, les perspectives de bénéfices étaient également sous pression.

3. Par le passé, les banques centrales ont empêché les entreprises de faire faillite. Vont-elles de nouveau soutenir ces morts-vivants lors de la prochaine crise ? Ou les lois économiques normales peuvent-elles jouer un rôle ? Il est donc encore plus important que par le passé de mettre l'accent sur la santé financière.



Indice S&P-500



BMW

## Conclusion

Sans signes concrets de reprise économique, les actions cycliques continueront d'éprouver des difficultés. Pour ceux qui optent pour les scénarios prudents de l'analyse de sensibilité, il y a peu de bénéfices à faire sur les marchés actuels. Dierickx Leys Private Bank opte depuis longtemps pour des actions d'entreprises dont la valeur est acceptable, qui disposent d'un avantage concurrentiel et dont les résultats ne sont pas affectés par un ralentissement économique. À la fin de la semai-

ne dernière, le cours des actions a chuté brusquement, tandis que les prévisions de bénéfices n'ont pas beaucoup changé. En combinaison avec des taux d'intérêt de plus en plus négatifs, les actions sont devenues relativement plus intéressantes. Même si le rendement attendu des actions est de 5 % plutôt que de 10 %, ce qui est historiquement bas, il reste relativement beaucoup plus attrayant que celui des liquidités. En outre, quand on opte pour des entreprises de bonne qualité, on achète de vrais actifs.

Même après le repli de la semaine dernière, le rendement affiché par les marchés depuis le début de l'année reste très attrayant. Un maintien de cette situation pour le reste de l'année n'est pas réaliste. Si vous voulez plus de certitude sur l'évolution de la situation économique, il est préférable de patienter encore un peu. Si vous connaissez suffisamment bien les marchés boursiers, vous savez que le maintien d'un placement à long terme s'avère généralement plus avantageux que le market timing. Puisque 80 % du rendement sur le marché boursier est réalisé sur seulement 20 % des journées.

Vous pouvez retrouver Kasteelplein Street Journal, The Markets! et Flash! sur notre site Internet, sous la rubrique 'Publications/magazines et lettres d'actualité'.

Éditeur responsable : Werner Wuyts  
Mise en page : JEdesign.be

**DIERICKX LEYS**  
P R I V A T E B A N K  
**dierickxleys.be**

Suivez-nous également sur les réseaux sociaux

 [linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank](https://www.linkedin.com/company/dierickx-leys-private-bank)  
 [facebook.com/dierickxleys](https://www.facebook.com/dierickxleys)

« DL Flash! » est une publication de Dierickx Leys Private Bank SA. Kasteelpleinstraat 44-46, BE-2000 Anvers T +32 3 241 09 99.

La rédaction est assurée par Werner Wuyts. La reprise de cette publication est autorisée moyennant mention de la source. Les instruments de placement mentionnés dans cette publication ne conviennent pas à tous les investisseurs. Il faut tenir compte des objectifs, de la solidité financière, des connaissances, de l'expérience et des caractéristiques de risque de l'investisseur. La banque ne donne pas de conseils de placement personnels par ce biais. Vous trouverez plus d'informations sur la sélection et les méthodes d'évaluation des titres susmentionnés et sur l'indépendance de leur examen sur [dierickxleys.be](https://www.dierickxleys.be) dans la rubrique des conseils en investissement. Les résultats historiques et les prévisions mentionnés ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les recommandations mentionnées peuvent changer à l'avenir. Les montants en devises étrangères peuvent être soumis à des fluctuations.