

## LE CIEL ET LA TERRE

### EN BREF

*Annoncé, mais non encore concrétisé, le retournement de la politique de la Fed a déclenché la hausse spectaculaire de la plupart des actifs risqués. Mais en arrière-plan, ce sont les interrogations sur la croissance mondiale qui dominent. Nous restons constructifs, mais la tendance pourrait bien être brouillée ces prochaines semaines, alors même que le consensus de marché nous paraît trop optimiste tant sur les résultats des sociétés que sur l'ampleur de la détente des taux d'intérêt.*

### NOTRE STRATÉGIE

Au début du trimestre dernier, nous préconisons la sous-pondération du revenu fixe et l'équipondération des actions. Depuis lors, nous n'avons apporté aucun changement au compartiment revenu fixe, qui contient avant tout des émissions relativement courtes du Trésor américain et différents instruments actifs sur l'*Investment Grade* et le *High Yield*. Nous avons également conservé une position en or.

Nos portefeuilles actions comptaient il y a trois mois plusieurs compartiments tactiques : technologie US, secteurs de croissance en Chine, et un instrument plus large sur l'Asie émergente. Compte tenu de la hausse des marchés, nous avons vendu les deux derniers cités (30 avril et 12 juin). Nous gardons à ce jour notre exposition additionnelle (*overlay*) à la technologie US. Ainsi, bien que notre allocation aux actions soit tombée à 85% de la position neutre, nous conservons des leviers de performance.

Nous le discutons ci-contre : nous nous attendons à différentes secousses sur les marchés d'actifs risqués, mais aussi à une légère remontée des rendements obligataires. Nous maintenons donc pour l'instant notre allocation défensive.

### LE CIEL ET LA TERRE

Les marchés financiers mondiaux ont connu le semestre dernier l'une des hausses les plus spectaculaires depuis les années 1950. Pratiquement tous les actifs ont été à la fête : les actions ainsi que les obligations d'État et privées de tous les continents, marchés émergents compris, ou encore les métaux précieux et bon nombre de matières premières.

La conversion de Jay Powell, faucon intransigeant jusqu'en décembre dernier, et tendre colombe depuis janvier,<sup>1</sup> a suscité l'enthousiasme des investisseurs, sans pour autant résoudre les déséquilibres fondamentaux ni les sources de tensions. Bien qu'elle ralentisse, la croissance mondiale n'a pas besoin d'une forte stimulation monétaire, le levier fiscal semblant plus efficace dans le contexte actuel. L'affrontement entre les États-Unis et la Chine vient de connaître un apaisement ponctuel mais va s'inscrire dans la durée. Malgré les récentes élections, l'Union européenne semble incapable de susciter une large adhésion autour d'un projet convaincant. L'ampleur de la baisse des taux directeurs sera en elle-même une source d'instabilité, car les attentes actuelles du marché paraissent extrêmes. Quant à l'effet de cette détente sur la valorisation des actions et des changes, elle dépendra avant tout des perspectives de croissance.

En fin de compte, deux points seulement ne font guère débat. Quelle que soit la trajectoire exacte des taux américains, européens ou suisses, leur niveau ces prochains mois, et celui des rendements obligataires, resteront nettement en dessous de ce que les fondamentaux justifieraient. Quant à la liquidité excédentaire qui a inondé les marchés depuis dix ans, elle ne va pas refluer et encore moins s'assécher. Ce double facteur reste vital



pour la poursuite de l'expansion économique et celle du *bull market*, tous deux entrés dans leur onzième année.<sup>2</sup> Mais les autres paramètres – croissance, inflation, soldes extérieurs, politiques nationales et internationales, valorisation des actifs, positionnement des investisseurs – recèlent nombre de pièges.

Ainsi, chères colombes, merci d'être venues nous apaiser. Envolez-vous haut dans le ciel, tracez de belles volutes qui nous réjouiront. Quant à nous, contraints à garder les pieds sur terre, surveillons les accidents du chemin. ■

<sup>1</sup> Dans le jargon, le banquier central qui, face à un problème, lance une attaque préventive est un «faucon» et celui qui opte pour une politique accommodante est une «colombe».

<sup>2</sup> L'indice S&P 500 avait fait son creux en mars 2009 et l'activité économique avait redémarré en juillet. L'expansion actuelle est la plus longue enregistrée aux États-Unis depuis que des statistiques sont disponibles. Cette performance n'est cependant pas près d'égaliser le record mondial, détenu par l'Australie, qui n'a pas connu de récession depuis la mi-1991.

## L'INFLATION N'ACCÉLÈRE PAS VRAIMENT, ET C'EST TANT MIEUX!

Nous en avons largement discuté le trimestre dernier: la Fed a justifié son changement de cap par le souci de raviver l'inflation, adoptant la rhétorique des autres grandes banques centrales. Elle ne pouvait certes pas invoquer l'autre objectif de son double mandat, le plein emploi, qui est déjà totalement atteint. Mais la Fed est-elle véritablement déterminée à allumer l'incendie? Y parviendra-t-elle? Est-ce seulement souhaitable? Résumons et actualisons notre discussion détaillée du trimestre dernier: <sup>3</sup> la baisse des taux va s'ajouter à la stimulation budgétaire et fiscale encore très vigoureuse. Elle va détendre les conditions financières qui s'étaient légèrement resserrées, et donc probablement inverser la tendance à la dégradation qui s'était esquissée sur les secteurs les plus sensibles aux taux, tels que l'immobilier. Mais elle ne va probablement pas déclencher un emballement des prix à la consommation. Après le commerce des biens, l'évolution technologique a déclenché une pression concurrentielle inédite sur les prix des services: transports, hôtellerie, restauration, et même les prestations financières.

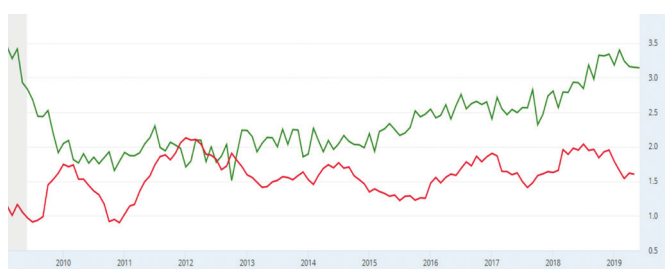
Le marché de l'emploi étant exceptionnellement tendu, les salaires continuent de progresser, et les entreprises qui ne peuvent pas adapter leurs prix de vente subissent une pression de plus en plus sérieuse sur leurs marges, ce qui impose une forte sélectivité dans les placements en actions et en obligations privées, nous en reparlerons. Mais au niveau macro-économique, cela se traduit par une sensible amélioration du pouvoir d'achat des salariés. Même s'il déserte les *shopping malls* pour acheter en ligne, le consommateur américain continue de porter sur ses larges épaules la croissance mondiale.

Bien entendu, cet effort va rester largement financé par le crédit, mais on oublie souvent que le consommateur s'est fortement désendetté ces dernières années. Sa situation

financière est nettement moins fragile qu'elle ne l'était à la veille de la crise de 2007-2008. ■

### Salaires et inflation aux États-Unis

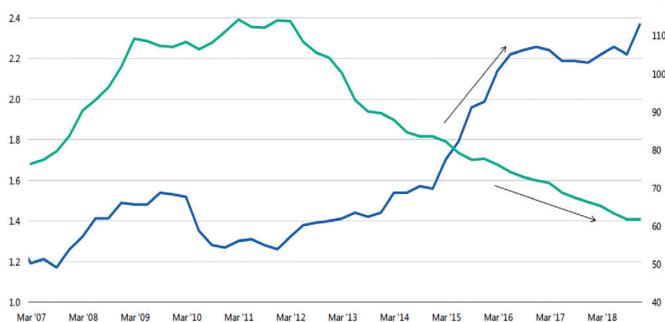
En glissement annuel



— Salaire horaire moyen, secteur privé  
— Indice des prix, dépenses de consommation hors alimentation et énergie (core PCE)  
Source: Federal Reserve Bank of St Louis

### Taux d'endettement aux États-Unis

Sociétés *Investment Grade* et propriétaires d'immeubles



— Taux de levier net de l'univers Investment Grade (échelle de gauche)  
— Ratio prêts/valeur des immeubles pour les hypothèques non garanties (échelle de droite)  
Source: PIMCO

<sup>3</sup> *Revue des marchés*, avril 2019, p. 5 notamment.

## MALGRÉ LES DÉFICITS, ON S'ARRACHE LES OBLIGATIONS DU TRÉSOR US

Le bilan des sociétés s'est pour sa part dégradé, mais à ce stade, il convient de mentionner le champion toutes catégories de l'endettement, l'Oncle Sam. Nous l'avons discuté à plusieurs reprises: la baisse des taux d'imposition sans réduction des dépenses va creuser inexorablement le déficit budgétaire fédéral, même si la croissance engendre des recettes fiscales supplémentaires et que la bonne tenue du marché obligataire allège le service de la dette. Bien entendu, le financement du

déficit va inévitablement se traduire par des montants toujours plus vertigineux d'émissions d'obligations du Trésor, mais face à cette explosion de l'offre, la demande ne donne pour l'instant aucun signe de faiblesse. La Fed va stabiliser son bilan: dès septembre, elle cessera d'être vendeuse nette de titres. Les autorités monétaires étrangères continuent d'accumuler des réserves en dollars, malgré quelques ajustements en Chine et en Russie. Quant aux investisseurs institutionnels du monde

entier, comment pourraient-ils renoncer au seul des principaux marchés qui offre un rendement supérieur à l'inflation? À l'échelon mondial, les flux de capitaux continuent de converger vers le Trésor des États-Unis.

Le même raisonnement vaut pour l'autre conséquence inéluctable du *deficit spending*, la dégradation de la balance courante. Les mesures protectionnistes décidées à ce jour n'y changeront d'ailleurs pas grand-chose. Bien qu'on observe certains signes de réindustrialisation aux États-Unis, seules des importations massives peuvent satisfaire l'appétit vorace du consommateur. Cela dit, le déficit croissant de la balance courante américaine se trouve en partie comblé par les investissements de portefeuille en dollars. En d'autres termes,

comme si souvent par le passé, l'Oncle Sam pratique la relance par le déficit et le reste du monde se bouscule pour le financer. Tant que les États-Unis font preuve de dynamisme économique, qu'ils abritent des entreprises hors pair, que les politiques monétaire et fiscale restent plus lisibles qu'ailleurs, la balance des capitaux atténuera les effets du double déficit. Quid des incertitudes commerciales et géopolitiques, face à la Chine ou à l'Iran, pour ne citer que celles-ci? Les péripéties de ces derniers mois ont suscité et non découragé des achats d'obligations du Trésor. Le dollar n'a pas été malmené dans ces épisodes d'aversion au risque, sauf contre les monnaies les plus fortes, notamment le franc suisse. Malgré le double déficit, il conserve des attraits face à l'euro par exemple. ■

## EURO ET DOLLAR: DES DEUX TOURTEREAUX, LEQUEL EST LE PLUS BEAU?

Malgré la conversion de Jay Powell, Mario Draghi reste un solide prétendant au titre de colombe la plus blanche du royaume. Il va terminer ses huit ans de mandat sans avoir jamais relevé les taux directeurs. Jay Powell a présidé au contraire à quatre hausses de taux, s'ajoutant aux cinq de Janet Yellen, et n'a pas encore entamé la détente. Les taux d'intérêt, courts et longs, sur le dollar sont très bas en comparaison historique, mais demeurent positifs en termes réels, ce qui n'est pas le cas en Europe, on le sait. Bien que la croissance américaine décélère actuellement, elle demeure substantielle. Dans la zone euro, l'activité s'est ranimée dans les secteurs domestiques, mais reste à la merci des fluctuations de l'économie mondiale,

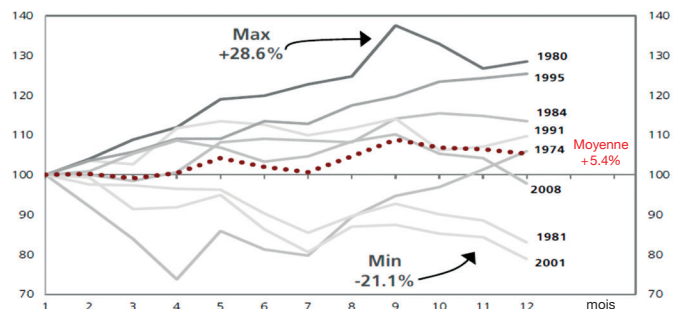
et donc indirectement de l'action de Donald Trump. La réforme fiscale que ce dernier a obtenue continue de déployer ses effets positifs pour la croissance; les Démocrates ne semblent pas en mesure de la démanteler, même dans la perspective des élections de novembre 2020. En Europe, hormis le Brexit, il n'y a plus d'échéance électorale importante à l'horizon, mais Bruxelles reste incapable d'une impulsion de politique économique; elle conteste même la relance fiscale tentée en Italie. En quelques mots, l'Amérique décide du cap et l'Europe suit tant bien que mal, tandis que la Chine cherche un nouvel équilibre. ■

## SI LA CROISSANCE FLÉCHIT, LA DÉTENTE DES TAUX NE SAUVERA PAS LE BULL MARKET

Bien que la stabilisation en Chine soit la bienvenue, le principal enjeu reste la poursuite de l'expansion aux États-Unis, car c'est la condition sine qua non de la prolongation du *bull market* mondial.

Il suffit de se remémorer les cycles précédents: lorsque la Fed a entamé la détente des taux dans un contexte de ralentissement bénin de la croissance, le coup de pouce monétaire a suffi à relancer la machine. Mais si les tendances récessionnistes s'installent, même une baisse précipitée des taux ne sauvera pas la mise, d'autant moins que ses effets ne sont jamais instantanés. Voilà pour l'analyse *ex post*. Mais comment discerner *ex ante* si la Fed a bien maîtrisé le timing ou si au contraire elle finira par courir derrière les forces qu'elle a libérées sans pouvoir les rattraper? <sup>4</sup> ■

### Performance des actions après la fin des hausses de taux Indice S&P 500 rebasé à la date de la dernière hausse des Fed Funds



Source: UBS

<sup>4</sup> Dans le jargon, cela s'appelle tomber *behind the curve*.

## LA RÉCESSION MONDIALE NE POINT PAS ENCORE À L'HORIZON

Dans un numéro précédent de cette *Revue*, nous avons souligné que les entrées en récession ne sont pas immédiatement visibles et que Wall Street ne parvient pas à les anticiper de beaucoup.<sup>5</sup> Autrement dit, il n'est pas facile de déterminer si le marché des actions a culminé ou non, si le dernier *new high* en date sera vite surpassé ou s'il sera suivi d'une profonde baisse.

La Bourse a certes une fonction d'anticipation, mais elle donne rarement des signaux suffisamment fiables et précurseurs. Fort heureusement, d'autres indicateurs nous viennent en aide. Nous en avons retenu deux, l'un dans la sphère financière et l'autre dans l'économie réelle.

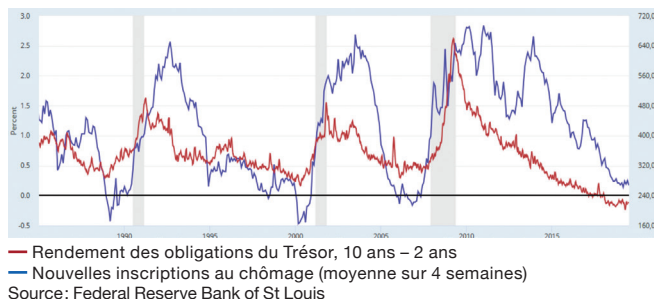
Notre indicateur financier est bien connu, c'est la pente de la courbe des taux, c'est-à-dire l'écart entre le rendement des obligations du Trésor à 2 ans et celles à 10 ans. Si ces dernières tombent en-dessous des taux à plus court terme, on parle d'inversion. Pareille configuration annonce presque à coup sûr le déclenchement d'une récession, mais non dans l'immédiat. Le signal a généralement une avance confortable sur la réalité : douze mois ou plus.<sup>6</sup> Malgré le flot de commentaires déclenché par l'évolution de courbes analogues ces dernières semaines, l'écart 2-10 ans, le plus fiable, ne s'est pas inversé à ce jour, il s'est au contraire légèrement redressé.

Notre second indicateur est à peine moins suivi, mais il fournit, à notre avis, une confirmation essentielle, la validation du signal financier par l'évolution de l'économie réelle. Il s'agit des nouvelles inscriptions au chômage. Cet indicateur est plus délicat à manier, car sa valeur anticipatrice est brève, parfois un mois seulement.<sup>7</sup> Il dessine ainsi une forme «en crosse de hockey» : après une longue dégrue, la remontée est très rapide. Ceci fait écho à nos observations quelques pages plus haut : la quasi-disparition du chômage aux États-Unis offre un puissant

soutien à la croissance, mais lorsque la tendance s'inversera, la dégradation risque d'être brutale. Fort heureusement, rien de tel n'est visible aujourd'hui : l'indicateur continue d'inscrire des records à la baisse. ■

### Indicateurs avancés de récession

#### Pente de la courbe des rendements et nouvelles inscriptions au chômage



<sup>5</sup> Deux mois seulement en 2007, par exemple.

<sup>6</sup> *Revue des marchés*, janvier 2019, p. 4.

<sup>7</sup> *Revue des marchés*, janvier 2019, p. 5.

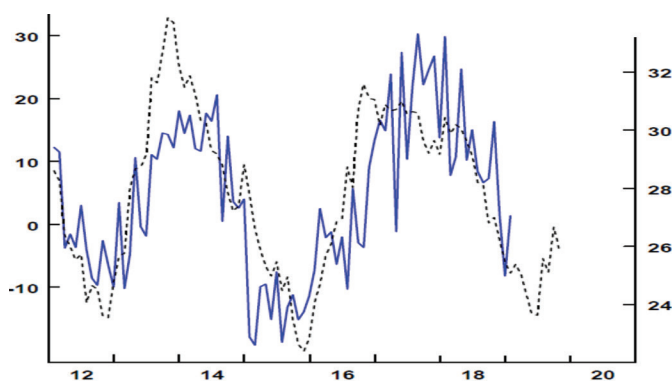
## DES SIGNAUX CONJONCTURELS DE PLUS EN PLUS CONFUS

En résumé, tant que le consommateur américain continuera de bénéficier du plein emploi, d'une fiscalité favorable et de conditions de crédit non prohibitives, la poursuite de la croissance mondiale n'est pas compromise. Cela dit, son rythme continuera de ralentir. Aux États-Unis le resserrement monétaire jusqu'à la fin de l'an dernier a tout de même refroidi les secteurs les plus sensibles aux taux d'intérêt, notamment l'immobilier. Même si l'heure est désormais à la détente, la tendance ne va pas s'inverser instantanément.

En Chine, à l'opposé, les mesures de stimulation décidées depuis plusieurs mois vont progressivement déployer leurs effets et stabiliser l'économie intérieure, mais ne sont pas suffisants pour propulser celle-ci au même rythme qu'il y a quatre ou cinq ans. Dans l'ensemble, les décisions récentes de Pékin dessinent une politique sélective, en vue de favoriser l'élévation du niveau de vie – santé, environnement, loisirs – mais aussi en raison de contraintes profondément ancrées dans l'économie chinoise : faible productivité des anciens conglomérats d'État, lutte contre les financements parallèles (*shadow banking*) et plus généralement, tentative de freiner l'explosion de l'endettement.

En Europe, le recul du chômage dans la plupart des pays a soutenu la consommation, notamment dans les services. Mais on observe quelques signes de tassement, peu surprenants si l'on songe que l'Allemagne et plusieurs de ses voisins sont désormais en plein-emploi. La politique monétaire est bien entendu extrêmement accommodante, mais du côté budgétaire, aucune stimulation de grande ampleur n'est en vue. Les allègements fiscaux restent sectoriels, en France par exemple, et souvent compensés par de nouveaux prélèvements obligatoires, notamment pour la protection de l'environnement. Et bien entendu, les règles de l'Union ont contrecarré à ce jour l'intention du gouvernement italien d'abaisser certains impôts et d'introduire de nouvelles dépenses sociales, pas toujours orthodoxes par ailleurs.

### Impulsion de crédit et exportations de l'UE vers la Chine



Second point à surveiller dans les semaines et mois à venir, les indicateurs macro-économiques les plus suivis risquent d'envoyer des signaux contradictoires qui peuvent souffler le chaud et le froid sur les marchés. Voyons pourquoi.

Partout dans le monde, le secteur manufacturier a connu une très nette baisse de régime. Le contentieux commercial entre les États-Unis et la Chine en a été bien entendu l'une des causes, mais est loin d'être la seule. Que l'on songe par exemple aux exigences posées par des plans de transition énergétique pas toujours bien coordonnés en Europe, aux nouvelles réglementations techniques dans l'automobile et ainsi de suite. Le feuilleton du Brexit a également paralysé certaines décisions d'investissement.

Dans les semaines et les mois à venir, deux tendances opposées devraient se faire jour. La stabilisation de la croissance en Chine devrait ranimer ses importations et donc donner un coup

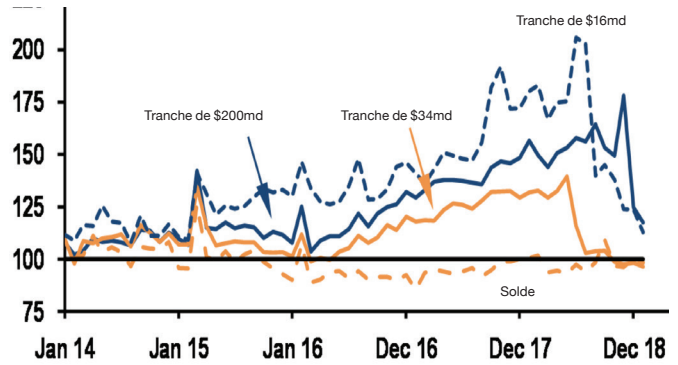
de pouce aux économies les plus sensibles aux aléas du commerce mondial : Asie du Sud-Est, Corée, mais aussi Allemagne et Suisse.

La seconde tendance est directement liée aux affrontements sino-américains, mais d'une manière qui semblera paradoxale : malgré l'apaisement sur les dossiers commerciaux annoncé à Osaka le 29 juin – laissons à part la technologie et les enjeux géostratégiques – un nouveau coup de froid semble inévitable sur le secteur manufacturier mondial. États-Unis, Europe, Asie n'y échapperont pas, mais chaque pays, chaque produit pourrait être touché de manière très diverse. Depuis le déclenchement de la « guerre », en effet, beaucoup d'importateurs ont constitué des stocks, des flux commerciaux ont été réorientés, des structures de production ont été réactivées sur le sol américain et ailleurs. Taiwan a fortement accru ses exportations vers les États-Unis, certains composants électroniques étant désormais livrés directement au lieu d'être assemblés en Chine. En Corée, ce sont au contraire les exportations vers la Chine qui ont bondi, signe probable de substitutions. Aux États-Unis, pour beaucoup de produits visés – mais non la totalité – les importations avaient bondi avant l'entrée en vigueur des

nouveaux droits de douane. Ces effets sont disparates, mais cumulativement ils se sont traduits par un supplément de croissance. Maintenant que les ajustements sont faits, les pics vont se résorber. Indépendamment de ce qui vient d'être décidé entre Donald Trump et Xi Jinping, il faut donc s'attendre à des comparaisons moins favorables pour la croissance. ■

### Importations des États-Unis en provenance de Chine

Selon les catégories tarifaires visées, valeur nominale 2013 = 100



Source : JP Morgan

## PRUDENCE, Ô TENDRE COLOMBE, PRUDENCE!

Colombe ou faucon, aucun banquier central ne peut ignorer les contraintes du métier : si l'activité économique perd son élan pour de bon, aucune retouche des taux directeurs ne sera suffisante, et même des mesures beaucoup plus drastiques risquent d'avoir peu d'effets dans l'immédiat. C'est le danger de tomber *behind the curve* évoqué plus haut. Si au contraire la croissance n'a subi qu'une baisse de forme passagère, le coup de fouet sera bienvenu. Dans ce cas cependant, le risque est de provoquer de nouveaux déséquilibres, et de déstabiliser ainsi la croissance à moyen terme. Concrètement, la Fed entend raviver l'inflation ; or si elle réussit, les tensions réapparaîtront sur les taux longs. Cela dit, nous croyons que les forces structurelles qui ont jusqu'ici modéré la hausse des prix resteront prépondérantes. Nous l'avons dit plus haut : tant mieux si la Fed manque son objectif, car la modération de l'inflation est favorable à la croissance macro-économique et à la valorisation des portefeuilles. La conclusion que nous en tirons paraîtra paradoxale : les signaux rassurants des banques centrales sont les bienvenus, mais il vaudrait mieux qu'ils ne soient pas suivis d'effets !

Le dilemme est le suivant : une nouvelle chute des anticipations inflationnistes pourrait déclencher une correction des actions et des obligations de sociétés. Mais si la Fed redouble d'efforts, c'est au contraire la remontée des taux longs qui serait à craindre. En fait, le scénario le plus favorable serait tout simplement la poursuite du statu quo. Les joueurs d'échecs connaissent le piège : se voir forcé de jouer un coup alors que la seule bonne tactique serait de ne pas bouger.<sup>8</sup>

Fort heureusement, l'action de la Fed s'annonce plus graduelle que ce qui ressortait des interprétations à chaud de la réunion du 19 juin. C'est à notre sens l'option la moins défavorable, la seule qui permettrait d'éviter le piège ci-dessus. Cela dit, le consensus de marché continue de préférer des scénarios plus extrêmes, et les attentes trop optimistes pourraient bien se voir déçues. À notre avis, le positionnement actuel des marchés constitue l'une des principales sources de risque. ■

<sup>8</sup> On désigne ce piège du doux nom de *Zugszwang*.

## DOUBLE PIÈGE POUR L'INVESTISSEUR

La majorité des investisseurs et des prévisionnistes se sont laissés gagner par l'optimisme. Après chaque message accommodant de la Fed, ils ont surenchéri et espéré encore plus. Aujourd'hui, la configuration du marché à terme implique une probabilité maximale que les Fed funds soient abaissés d'au moins 0,25% le 31 juillet, suivis d'une ou deux coupes de 0,25% avant la fin de cette année. Le problème est qu'aujourd'hui encore la Fed n'envisage rien de tel. La médiane des projections au sein du Federal Open Market Committee (le « *dot plot* ») implique seulement 0,25% de baisse d'ici 2020.<sup>9</sup>

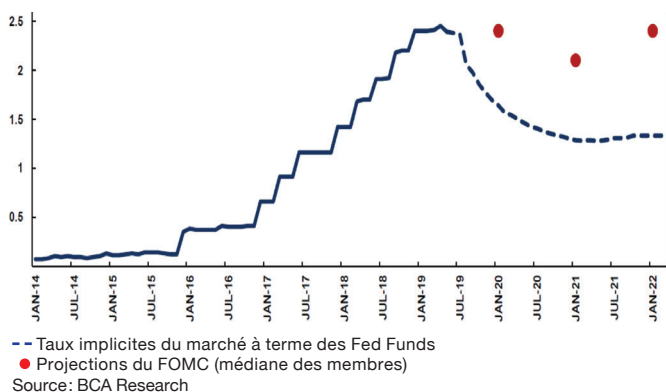
Contrairement au dicton, « le marché » n'a pas toujours raison, ou du moins il change sans cesse d'avis. Le passé récent abonde de

cas où les taux à terme ont dû se réaligner à la hausse ou à la baisse sur la réalité. Si les vues du FOMC s'avèrent correctes, le marché monétaire devra se retendre d'un demi pourcent à tout le moins, ce qui enverra un signal contrastant avec l'euphorie actuelle.

Et si les objectifs implicites du marché à terme étaient atteints dans les délais ? Ce serait une amère victoire. Jamais la Fed n'a abaissé les taux directeurs de plus de 75 points de base en moins de neuf mois, sauf en cas de récession imminente ou de crise financière.<sup>10</sup> L'examen des données historiques montre en outre que ces baisses plus marquées n'ont jamais évité la récession. Ce qui semblait audacieux s'avéra peu après comme une réaction trop timide et trop tardive.



## Prévisions de la Fed et attentes du marché



Si la Fed décidait vraiment d'abaisser les taux aussi nettement qu'on l'espère aujourd'hui, on pourrait craindre que les investisseurs cessent d'y voir une stimulation bienvenue, mais au contraire une manœuvre désespérée pour éviter la récession. Ce n'est pas notre scénario, répétons-le: avec toutes les réserves discutées plus haut, la croissance mondiale paraît aujourd'hui conserver suffisamment d'élan. Mais si notre point de vue s'avère correct, les taux du marché à terme devront se retendre, ce qui entraînera malgré tout des épisodes d'aversion au risque dans les mois à venir. Autrement dit, le début du *bear market* ne paraît pas imminent, mais une correction si.

Un autre sujet de préoccupation nous amène à une conclusion similaire: l'optimisme excessif sur les résultats des sociétés. Limitons-nous ici au cas des actions américaines, qui reste central. Les attentes pour 2019 avaient été graduellement révisées en baisse et semblent actuellement réalistes, mais il en va tout autrement pour 2020. Prenons le cas de l'indice S&P 500: le consensus de marché actuel s'établit à \$186.50 de résultat net par action, soit une hausse de 12%. Or la croissance du PIB réel sera d'environ 2.5% dans le meilleur des cas et l'inflation de 2% environ. À l'international, sauf dans les marchés émergents, ces valeurs sont encore plus basses. Qui plus est, on ne peut guère espérer une amélioration des marges: malgré une légère décélération, les coûts de main-d'œuvre continueront de progresser tandis que les gains de productivité restent épisodiques. D'où viendraient donc les 5-6 points de croissance manquants, sinon des rachats d'actions par les sociétés elles-mêmes? Ceux-ci restent extrêmement vigoureux, et la nouvelle politique de la Fed leur est favorable. Mais ils devraient pulvériser leurs records précédents pour satisfaire aux attentes du consensus, qui nous paraissent ainsi extrêmement optimistes.

## Évolution des prévisions bénéficiaires

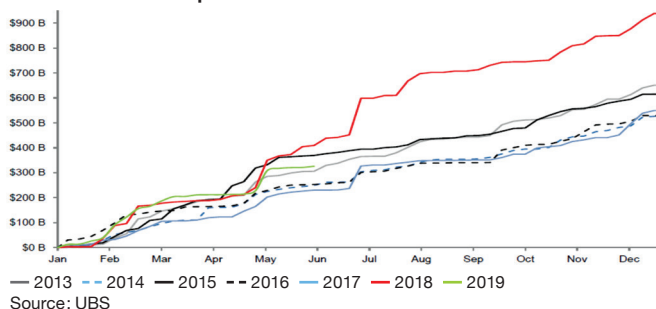
Consensus IBES, bénéfices par action de l'indice S&P 500



Source: J.P. Morgan US Equity Strategy and Quantitative Research

## Rachats d'actions par les sociétés

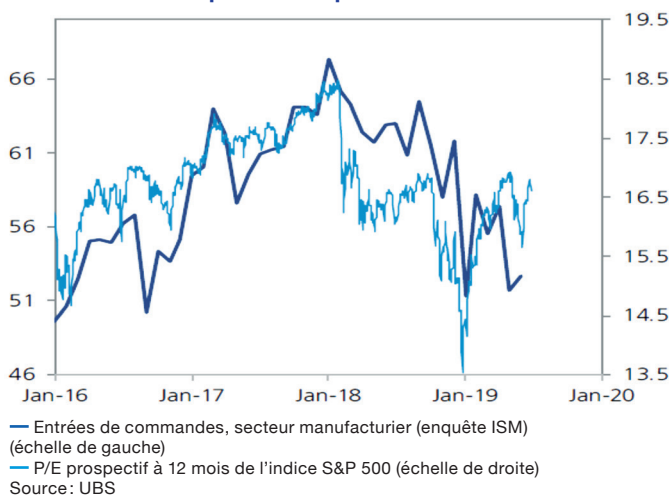
Montants cumulés par année



Une déception sur les bénéfices ne serait pas si sérieuse si les multiples pouvaient se dilater encore, mais cela semble peu probable pour deux raisons. La première est classique: la valorisation des actions dépend largement du niveau des taux d'intérêt, or nous craignons, répétons-le, que tant les taux courts que les rendements obligataires se détendent moins que ce que le consensus actuel implique.

La seconde raison de notre prudence sur la valorisation des actions est pour sa part beaucoup moins habituelle. Depuis trois ans, on observe une corrélation nettement positive entre les multiples des actions et la croissance macro-économique, mesurée par exemple par des indicateurs mensuels tels que les enquêtes ISM. Classiquement, la corrélation est inverse: l'accélération de la croissance induit des craintes de hausse des taux et donc une compression des multiples. Ce mécanisme a sans doute été cassé par la politique des banques centrales, qui ont retardé voire exclu tout resserrement monétaire en dépit de l'embellie conjoncturelle. Mais ceci n'explique pas totalement pourquoi la corrélation est devenue aussi clairement positive. Nous n'entrons pas dans un débat théorique, mais les faits sont là: tout signe d'amélioration de la croissance s'est traduit à la fois par un relèvement des objectifs bénéficiaires et par une expansion des multiples. À l'opposé, toute décélération a eu un double effet négatif: réduction des attentes et contraction des P/E. Dans les mois à venir, on peut donc craindre qu'une modeste déception sur la croissance pénalise les marchés plus fortement qu'à l'accoutumée. Et ceci même en l'absence d'un mouvement significatif sur les taux d'intérêt. Entre ce risque de valorisation et celui d'un réaligement des attentes sur les taux, le chemin est étroit. ■

## Activité économique et multiple des actions



## CONCLUSIONS DE PLACEMENT

Récapitulons : la croissance mondiale n'est pas compromise mais continue de décélérer et les indicateurs conjoncturels émettront des signaux contradictoires. Lorsqu'elle se concrétisera, la détente de la Fed s'ajoutera à la politique de *deficit spending* pour soutenir l'économie américaine, vraie locomotive de la croissance mondiale. Tout porte à croire que nous demeurons dans un « marché de liquidité » à l'échelle mondiale : la stimulation monétaire excessive par rapport aux besoins réels prive de tout attrait la rémunération des liquidités et de la dette souveraine, et

incite les investisseurs à assumer de plus en plus de risque. Mais aujourd'hui, tant les prévisions bénéficiaires que les attentes sur les taux d'intérêt paraissent trop optimistes. Des déceptions sont à craindre sur l'un ou l'autre front, voire les deux. Dès lors, comment définir une allocation d'actifs ? ■

## PRÉFÉRER LES ACTIONS AUX OBLIGATIONS DE DÉBITEURS PRIVÉS

Tant les actions que les obligations *Investment Grade* ou *High Yield* sont aujourd'hui valorisées très généreusement, mais les risques nous paraissent plus élevés sur ces deux derniers. Leur univers est dans l'ensemble plus cyclique que celui des grands indices d'actions. Une surprise positive pour la croissance ou un réveil de l'inflation serait en principe favorable à ces débiteurs, mais il faudrait également tenir compte, dans cette hypothèse, d'une nette remontée des rendements souverains. Au final, ces marchés pourraient sous-performer, voire accuser des pertes en capital.

Si au contraire les espoirs actuels de croissance se trouvent déçus, les différentiels de crédit se réélargiront. Les actions cycliques se trouveront pénalisées elles aussi mais les grands indices comptent nombre de sociétés bénéficiant d'une position dominante dans des secteurs défensifs, d'une avance technologique, ou encore d'un trésor de guerre de liquidités. Malgré leur volatilité élevée, les actions moins cycliques devraient faire preuve de résilience. ■

## LE TRIANGLE D'OR : FAIBLE LEVIER FINANCIER, RENTABILITÉ ÉLEVÉE ET CROISSANCE PEU CYCLIQUE

Ceci nous amène au deuxième principe. Bien qu'a priori la liquidité excédentaire apportée par les banques centrales bénéficie à tous les actifs risqués, y compris aux titres de moindre qualité, la réalité est singulièrement différente. Les valeurs technologiques et les secteurs de croissance défensive tels que la santé ou l'alimentation n'ont pas cessé de surperformer. Malgré l'euphorie ambiante, les grands investisseurs continuent de privilégier les valeurs les plus solides. Comment les identifier ? Nous nous fondons, rappelons-le, sur les critères utilisés dans la construction des indices factoriels. Le *MSCI World Quality Index*, par exemple, est constitué par les valeurs qui présentent un taux d'endettement inférieur, une rentabilité des fonds propres supérieure et une volatilité des bénéfices par action inférieure à la moyenne du marché.

Au seuil d'une période probablement plus chaotique sur les marchés, privilégier les valeurs de qualité permet de consolider les portefeuilles, sans pour autant sacrifier trop de potentiel. Insistons sur ce point : bien que l'euphorie des dernières semaines ait permis la reprise de valeurs fortement cycliques, jamais les valeurs de qualité n'ont été délaissées. Et si c'était le signe d'une persistante aversion pour le risque, ou du moins d'un scepticisme salutaire de la part de certains investisseurs ? Un autre indice va dans le même sens, et nous amène au troisième point. ■

## NE PAS PERDRE DE VUE LES VALEURS-REFUGE

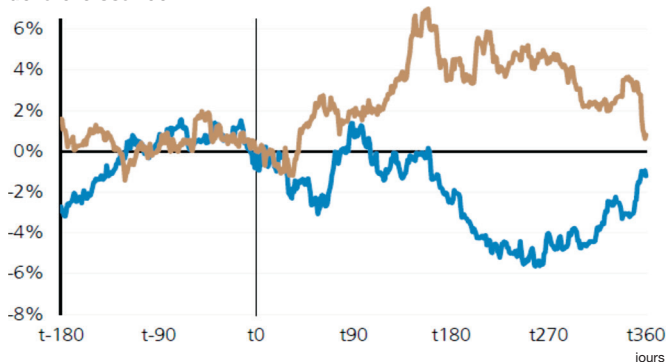
Nous l'avons discuté à plusieurs reprises : bien que le dollar ait fondamentalement toutes les raisons de baisser, il continue à faire preuve d'une belle résistance. C'est pour nous le signe que l'appétit pour le risque n'est pas si vigoureux sur l'ensemble des marchés. D'autres l'ont fait mieux que nous, mais notre modeste analyse met en évidence que le dollar tend à se déprécier quand la croissance mondiale accélère et que les grands investisseurs – qui raisonnent à partir du dollar même s'ils sont basés dans d'autres pays – augmentent leurs achats d'actifs non-américains. Nous considérons donc le dollar comme une monnaie anticyclique et « *risk off* ». Pour cette raison nous avons suspendu nos objectifs de baisse, jugeant que l'aversion pour le risque allait freiner les flux de capitaux des États-Unis vers l'Europe ou l'Asie. Aujourd'hui, la perspective d'une détente des Fed Funds a

affaibli le dollar, mais sans plus. L'étude des cycles précédents montre qu'après une phase de repli suivant immédiatement la décision de la Fed, le dollar peut tout aussi bien s'orienter à la hausse qu'à la baisse. Bien entendu, les perspectives comparées de croissance aux États-Unis et à l'étranger et les déficits extérieurs expliquent largement cette divergence d'un cycle à l'autre. Mais soulignons un autre point, les deux seules monnaies qui se sont toujours appréciées face au dollar durant la phase de détente de la Fed sont le yen et le franc suisse. Le score de l'euro, ou des monnaies qui l'ont précédé est plus mitigé. Après la baisse des dernières semaines, nous envisageons que le dollar retrouvera bientôt un palier par rapport à la majorité des monnaies et ne devrait s'affaiblir que modérément face à l'euro et moins encore vis-à-vis du franc suisse.

Quid de l'or après sa forte hausse ? Nous l'avons conservé en portefeuille pour sa valeur de protection contre un excès de stimulation monétaire, et c'est bien ce qui s'est produit. Les dernières déclarations de la Fed ayant provoqué une baisse des taux réels sur toutes les échéances, il est normal que l'or ait été recherché. Cela dit, nous jugeons aujourd'hui que les anticipations du marché exagèrent le potentiel de détente des taux. À notre avis, une correction est loin d'être exclue sur le marché obligataire, même en l'absence de toute alerte inflationniste. Dans cette éventualité, la hausse de l'or sera freinée par la remontée des rendements réels. ■

## Évolution du Dollar Index après la première baisse des Fed Funds

Selon le contexte : récession imminente ou poursuite de la croissance



— Récession survenue dans les 18 mois (1989, 2001, 2007)  
 — Pas de récession dans les 18 mois (1984, 1995, 1998)  
 Source: UBS

## DANS L'ATTENTE DE CONFIRMATIONS, PRUDENCE

Quant à l'allocation d'ensemble de nos portefeuilles, nous continuons de préconiser la sous-pondération du revenu fixe, assortie d'une forte sélectivité dans le secteur du crédit et, pour les titres d'État, d'une faible exposition au risque de durée.

Suite à différentes prises de bénéfices, détaillées dans l'encadré de première page, nous sommes désormais sous-pondérés en actions également. Des ajustements tactiques sont toujours possibles, mais nous n'envisageons pas de bouleverser cette ligne prudente tant que nous n'aurons pas de confirmation sur le

rythme de la croissance mondiale, ni de signes de normalisation des attentes sur les taux d'intérêt et sur les résultats des sociétés.

Les colombes vont continuer de voler haut dans le ciel, mais l'investisseur devra garder les yeux rivés sur les accidents du terrain. ■



Patrizio Merciai, Chief Strategist  
 Juillet 2019

Ce document vous est adressé exclusivement à titre d'information. Il ne constitue et ne contient aucune incitation ou offre d'achat ou de cession de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit. Ce document a été établi à partir de sources que nous estimons dignes de foi mais n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient. Toutes les informations, appréciations et indications de prix contenues dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Compte tenu que les objectifs d'investissement et la situation financière sont spécifiques à chacun, nous recommandons aux particuliers désireux de réaliser une transaction sur l'une des valeurs mobilières mentionnées dans ce document de s'informer auprès de leur conseiller financier sur les éventuelles conséquences qui peuvent en découler, notamment les conséquences fiscales. Ni ce document, ni copie de ce document ne peuvent être distribués sans autorisation préalable de Gonet&Cie SA. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis et/ou à tout ressortissant américain ou à tout endroit où la distribution serait interdite.

