

LA COLOMBE PREND SON ENVOL

EN BREF

Les craintes récurrentes d'une récession nous paraissent prématurées. Le revirement de la Fed a dopé les marchés mais son action risque de provoquer de nouveaux déséquilibres. Plusieurs divergences entre actifs donnent à penser que la volatilité réapparaîtra sur les actions, les obligations et les taux de change. Malgré tout, deux facteurs incitent à rester investis : la confirmation de la croissance, quoiqu'à un rythme modeste et dépendant des stimulations fiscales ; et l'attitude prudente des grands investisseurs, qui à ce jour ne paraissent pas surexposés.

NOTRE STRATÉGIE

Le 16 janvier dernier, nous avons renforcé notre exposition aux actions, passée de sous-pondérée à neutre. Nos portefeuilles ont ainsi bénéficié de la hausse des marchés à ce jour, mais pour les raisons développées ci-contre, nous n'entendons pas donner un tour plus agressif à notre allocation.

Nous avons ciblé nos achats sur la technologie aux États-Unis (16 janvier) et sur les secteurs de croissance en Chine (13 février), alors que nous avons vendu un instrument sur les banques européennes. Ces ajustements ont renforcé notre exposition aux sources de croissance peu cyclique à l'échelon mondial.

Nous restons prudents sur les obligations. Le 16 janvier, nous avons une nouvelle fois raccourci notre risque de durée sur le Trésor des États-Unis. Nous restons sélectifs sur la dette des sociétés ; afin de diversifier les sources de risque, nous avons introduit le 13 mars dans certains profils une position en obligations européennes sécurisées (covered bonds).

Malgré cet achat, nous demeurons sous-pondérés en instruments à revenu fixe. Nous conservons un volant de liquidités (10% dans les profils équilibrés), sans oublier une position tactique sur l'or.

L'ENVOL DE LA COLOMBE

Le trimestre dernier, nous avons discuté les multiples renversements qui avaient agité les marchés financiers : effondrement de l'optimisme sur la croissance, inversion de tendance sur les taux d'intérêt, retournement des allocations, débouchant sur des ventes massives d'actifs. Nous avons conclu sur la probabilité d'un nouveau renversement, positif cette fois : retour de la confiance et reprise des marchés.

Cette perspective s'est matérialisée, au-delà même de nos espérances, puisqu'en trois mois la plupart des marchés d'actions ont connu des hausses supérieures à 10%.¹

Qu'est-ce qui a déclenché un rebond aussi puissant ? La résilience des fondamentaux a permis le retour de la confiance, mais il s'y est ajouté la communication de la Fed. On a assisté à un véritable revirement – encore un ! – qui a pris les investisseurs par surprise. Le contraste a été total avec la grille d'analyse que Jay Powell avait défendue jusqu'aux tout derniers jours de décembre, et que nous avons longuement discutée.

En résumé, la Fed a annoncé qu'elle allait suspendre les relèvements des taux directeurs, et qu'elle s'apprêtait à stopper les ventes d'actifs accumulés lors du QE. La majorité au sein du *Federal Open Market Committee* n'a pas nié la réalité – accélération des coûts de main-d'œuvre, montée de l'endettement privé, explosion du déficit fédéral – mais a choisi de s'en affranchir sur le moyen terme. 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 ». En l'espace de quelques jours, le redoutable faucon



qui planait au-dessus de Washington et de Wall Street s'est métamorphosé en la plus blanche et la plus tendre des colombes.

Aiguillonnée par cette concurrence inédite, la BCE a surenchéri à la première occasion, le 7 mars, en reportant la hausse future des taux directeurs et réactivant le programme d'encouragement au crédit bancaire (TLTRO). Tandis que la Banque du Japon préparait sa séance des 24-25 avril, Mario Draghi paraissait avoir reconquis le titre de la colombe la plus blanche de la volière. Pourtant, quelques jours plus tard, la Fed a réussi à surprendre une nouvelle fois. En annonçant aussi clairement que possible sa volonté de provoquer une poussée de l'inflation au-delà de l'objectif officiel, Jay Powell s'est envolé pour un voyage au long cours, parsemé de pièges. S'il atteint son but,

le retour de l'inflation changera la donne sur les marchés mondiaux. Mais s'il le manque ? Après trois mois d'euphorie, les investisseurs du monde entier paraissent à nouveau saisis de doutes : que cache le revirement de la Fed ? S'agirait-il d'une réaction de dernière heure à de graves problèmes de croissance ? Ne sont-elles pas plutôt imposées par la fragilité du système financier mondial ? Nous optons pour la seconde explication. La nouvelle ligne de la Fed va probablement soulager quelques-unes des tensions qui travaillent en profondeur les marchés mondiaux, mais ne va certainement pas les éliminer ; elle risque même de provoquer quelques déséquilibres supplémentaires. ■

¹ Les indices de la dette privée ou émergente ont gagné pour leur part de 3 à 7%. Cela dit, de toutes les classes d'actifs, ce sont les matières premières qui ont connu la plus forte progression : 17% environ.

RETOUR DU PRINTEMPS POUR LA CROISSANCE MONDIALE

Sous nos latitudes, le retour des hirondelles marque traditionnellement l'arrivée du printemps, puis la colombe est associée à la période de Pâques. Après l'hiver des déceptions sur la croissance macro-économique mondiale, le printemps s'annonce plus clément.

Les récentes publications statistiques ont donné une fois de plus quelques messages contradictoires ou aberrants, mais plusieurs tendances se dessinent tout de même. Après un premier trimestre décevant, l'activité aux États-Unis devrait retrouver son rythme de croisière, légèrement supérieur à 2%. Comme partout ailleurs, le secteur manufacturier reste à la peine mais son poids relatif est relativement faible aux États-Unis – au contraire de l'Allemagne, qui a vécu un séisme avec l'effondrement de sa production automobile.² Celle-ci a souffert de problèmes particuliers – désaffection pour les moteurs diesel, nouvelle réglementation dans l'UE – mais aussi de la faiblesse de la demande européenne et chinoise. À ce jour, l'activité industrielle n'est pas encore tout à fait stabilisée, même à l'échelon de la zone euro et au-delà : les secteurs exportateurs en Allemagne, en Italie, en Suisse également, restent sous pression. Les entrées de commandes ont nettement ralenti, mais pourraient assez rapidement se ranimer car la production courante s'est ajustée elle aussi. La situation diffère bien entendu d'un secteur à l'autre, mais à l'échelon macroéconomique, on n'observe pas d'accumulation excessive d'inventus. Malgré le contentieux sino-américain, il semble

bien que le commerce international s'intensifie à nouveau, à en croire par exemple les tarifs de fret maritime pour les produits manufacturés.³

Indice Harpex du fret maritime par conteneurs Calculé sur les tarifs charter journaliers



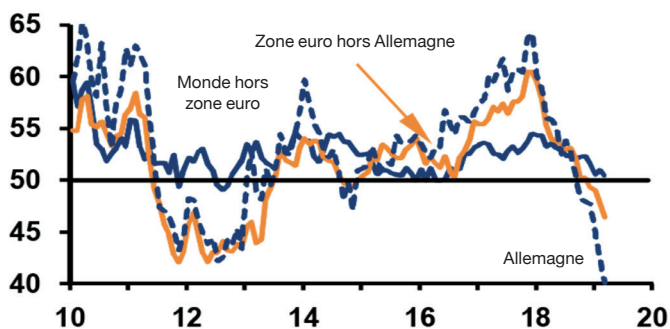
Source: Harper Petersen & Co.

Cette évolution laisse espérer une réaccélération de l'activité en Chine, surtout si les assouplissements monétaires et la relance budgétaire décidés ces derniers mois commencent à porter leurs fruits. La Chine ne retrouvera pas les taux de croissance du début de la décennie, en raison de l'évolution démographique, des politiques visant une croissance plus qualitative, ou encore de la lutte contre le surendettement de certains secteurs.⁴ Cela dit, les prochaines publications statistiques en provenance de Chine et d'Europe pourraient redonner confiance aux investisseurs. Les péripéties du contentieux sino-américain, ou celles du Brexit, alimentent bien entendu l'incertitude mais ne doivent pas faire oublier les tendances conjoncturelles.

La croissance mondiale semble ainsi sur le point de réaccélérer à partir d'un point bas, sans pour autant retrouver le rythme soutenu de 2017. Revenons aux États-Unis : le plein emploi est

Entrées de commandes dans l'industrie

Indicateurs avancés (PMI), indices de diffusion

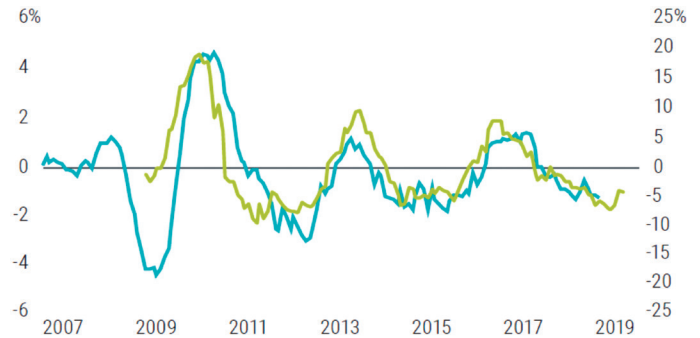


Source: J.P. Morgan

plus que dépassé, les salaires augmentent deux fois plus vite que les prix à la consommation, la stimulation budgétaire est sans précédent dans une période de paix et d'expansion, et le resserrement monétaire vient d'être mis en veilleuse. D'où pourrait venir un coup de fouet supplémentaire? Les dépenses d'investissement semblent se ranimer, mais leur potentiel n'est probablement pas très élevé à ce stade avancé du cycle.⁵

Il est plus réaliste d'espérer une accélération supplémentaire de la consommation privée. Les conditions sont favorables: plein emploi et salaires en hausse, nous l'avons dit, réduction de l'endettement des ménages, allègements fiscaux... Mais peuvent-elles s'améliorer encore? L'inflation n'est pas nulle, le coût du logement augmente, les charges financières aussi. La variable-clé reste, à notre avis, le niveau de l'emploi. Notre indicateur préféré est celui des nouvelles inscriptions au chômage (*initial jobless claims*). Une brève hésitation début mars ne s'est pas confirmée, et le nombre d'inscriptions est retombé à un plancher. D'autres indicateurs attestent de la vigueur de la demande de main-d'œuvre: le nombre de postes ouverts par rapport aux travailleurs licenciés ou démissionnaires vient d'atteindre un excédent record.⁶ ■

Chine : impulsion de crédit et croissance dans l'économie réelle



— Indicateur de momentum* (éch. de gauche)
 — Impulsion de crédit,** avancée de 6 mois (éch. de droite)
 *Calculé sur des données sectorielles. / **Variation du ratio nouveaux prêts nets/PIB.
 Source: PIMCO

² Selon la Banque mondiale, en 2017 la part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée (PIB) était de : États-Unis 11%, Japon 21%, Allemagne 23%, Chine 29%.

³ Selon l'indice Harpex, calculé sur les tarifs pour les transports par conteneurs, à la différence de l'indice Baltic Dry, plus connu, qui porte sur les matières premières en vrac.

⁴ Comme nous l'avons discuté le trimestre précédent, nous tablons sur une croissance de l'ordre de 6% selon le PIB officiel, ou 4% environ si on la mesure par des indicateurs de l'économie réelle: consommation d'électricité, production de ciment, fret ferroviaire...

⁵ Le présent cycle se caractérise d'ailleurs par la faiblesse de la demande en investissements fixes, comme nous l'avons discuté par exemple l'an dernier dans cette *Revue*, juillet 2018, p. 4.

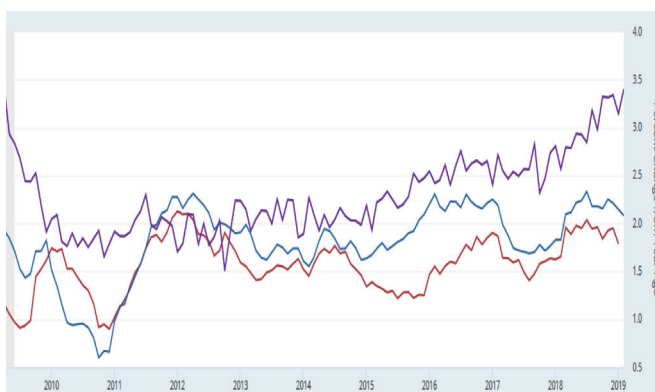
⁶ 7,6 contre 5,8 millions à fin janvier, *Job Openings and Labor Turnover Survey (JOLTS)* du Bureau of Labor Statistics.

L'INFLATION N'A PAS DISPARU: ELLE RONGE LES MARGES BÉNÉFICIAIRES

Parvenus à ce stade, il convient d'analyser une question cruciale. Les salaires horaires, les heures travaillées, les coûts totaux de main-d'œuvre, même ajustés par la productivité, ont tous retrouvé des taux de croissance proches des sommets des cycles précédents. Et pourtant, l'inflation au sens le plus courant, c'est-à-dire la progression des prix à la consommation, reste modérée. Le constat est le même lorsqu'on exclut l'alimentation, l'énergie, d'autres composantes encore pour arriver à la mesure préférée de la Fed – l'indice des dépenses de consommation (*core personal consumer expenditure price index*).⁷

Indices de prix aux États-Unis

Variations sur 12 mois



— Indice des prix à la consommation (CPI) hors alimentation et énergie
 — Déflateur des dépenses de consommation (Core PCE)
 — Salaires horaires moyens
 Source: Federal Reserve Bank of St Louis

Nous avons discuté à plusieurs reprises des forces structurelles qui maintiennent l'inflation en bride dans tous les pays industrialisés, notamment les progrès de l'informatique et de l'automatisation qui ont permis de rationaliser la production, et ouvert de nouveaux marchés à la concurrence: achats en ligne, transports, voyages... Mais regardons le revers de la médaille: si les coûts de main-d'œuvre progressent beaucoup plus vite que l'inflation, cela signifie que les entreprises ne peuvent pas répercuter leurs charges supplémentaires sur le consommateur, et doivent les absorber dans leurs marges. C'est une réalité apparue il y a un quart de siècle déjà, mais qui s'implante inexorablement. Dans l'ensemble de l'économie américaine, la corrélation autrefois presque parfaite entre les coûts de main-d'œuvre et les prix à la consommation s'est pratiquement annulée, alors que symétriquement, une forte corrélation inverse est apparue entre les premiers cités et les marges.

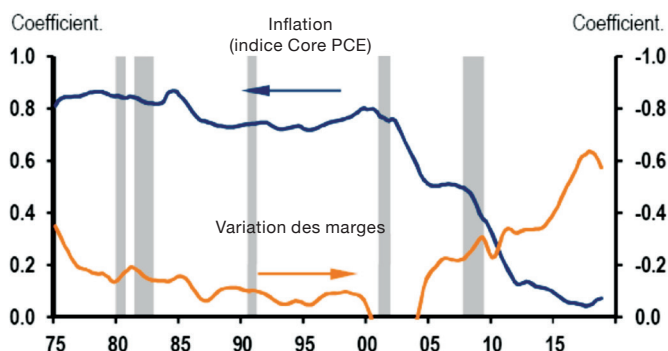
Cette tendance lourde a plusieurs conséquences importantes pour l'investisseur: la première à laquelle on songe est qu'à Wall Street, la croissance des bénéfices va ralentir dans l'ensemble, et va devenir plus contrastée. Seules pourront protéger leurs marges les sociétés qui ont conservé leur *pricing power*, du fait de leur position dominante, du contenu technologique de leur offre ou de la flexibilité de leur gestion. Il est une autre conséquence tout aussi importante: nombre de PME ne pourront pas soutenir le renchérissement de la main-d'œuvre et devront cesser d'embaucher, voire licencier. Or les PME et même les micro-entreprises, loin de Wall Street, ont fortement contribué à la progression de l'emploi. C'est bien entendu l'effet des *Trumponomics* et en particulier des allègements fiscaux.

Malgré le virage à gauche de l'opposition Démocrate, ou du moins de ses membres les plus visibles, qui chaque semaine imaginent de nouveaux impôts, les allègements votés en 2017 semblent acquis. Mais il sera difficile de lancer une nouvelle stimulation aussi puissante, ne serait-ce qu'en raison des contraintes budgétaires. ■

⁷ Sa progression en glissement annuel était de 1,9% au dernier trimestre 2018, tandis que celle de l'indice le plus connu était de 1,5% en février dernier (2,1% hors alimentation et énergie).

Marges bénéficiaires et prix à la consommation

Régression sur les coûts de main-d'œuvre
(en glissement sur 20 ans)



Source: J.P. Morgan

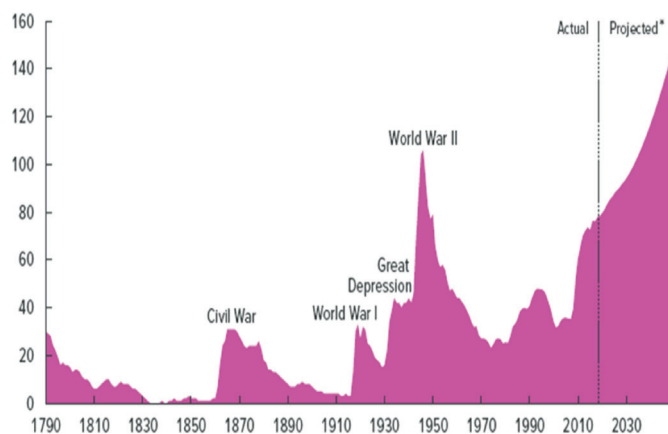
BEAUCOUP DE STIMULATION POUR UN PEU DE CROISSANCE

Répetons-le: jamais aux États-Unis on n'a autant creusé le déficit budgétaire de façon délibérée, c'est-à-dire hors des périodes de guerre ou de récession. Même selon les projections très optimistes du *Congressional Budget Office*, l'endettement des États-Unis va suivre une trajectoire parabolique.

Ainsi s'explique, à notre sens, le revirement de la Fed. En bonne logique économique, Jay Powell avait cherché à compenser la stimulation budgétaire par un (modeste) resserrement monétaire. Mais il a fini par se convaincre qu'il n'avait plus de marge de manœuvre: si l'action monétaire ralentissait trop l'activité, les recettes fiscales se contracteraient, le déficit budgétaire deviendrait incontrôlable et les rendements obligataires bondiraient malgré le risque de récession. La Fed ne peut pas non plus ignorer les risques de contagion. Bien que l'endettement des entreprises américaines ne se soit pas trop alourdi ces dernières années, il n'en va pas de même au niveau mondial: en 2018, 13% de toutes les sociétés comprises dans l'indice MSCI All Countries supportaient des charges financières plus élevées que leur résultat avant intérêts et impôts.⁸ ■

Dettes fédérales des États-Unis détenue par le public

En % du PIB (projection)



Source: Congressional Budget Office

⁸ Selon les calculs de Michael Hartnett, BofA Merrill Lynch.

L'ENVOL DU MARCHÉ OBLIGATAIRE EST-IL DE BON OU DE MAUVAIS AUGURE ?

À en juger par la dynamique des marchés, la Fed a magistralement rassuré les investisseurs: le rendement du Trésor à 10 ans, qui s'inscrivait à 3,24% début novembre, est tombé à 2,39%, entraînant les autres titres d'État et les émetteurs privés: le rendement du *Bund* allemand est repassé en dessous de zéro, et celui de la Confédération s'est aventuré plus profondément encore en territoire négatif. De même, les segments *Investment Grade* et *High Yield* en dollars ou en euros ont connu un puissant rallye. La détente des rendements a soutenu la valorisation des actions et suscité l'appétit pour le risque dans pratiquement toutes les classes d'actifs. La Fed a remis le bol de punch sur la table,⁹ et les investisseurs assoiffés se sont rués. Que la fête recommence!

Les tout premiers doutes étaient réapparus à l'annonce des nouveaux TLTRO: pourquoi donc la BCE prolonge-t-elle ces

mesures de soutien au crédit bancaire? Serait-ce le signe que le secteur demeure encore plus fragile qu'on veut l'admettre? Quelques statistiques macroéconomiques particulièrement faibles et les rebondissements du Brexit à Westminster ont contribué également à plomber l'ambiance. Mais c'est surtout la surenchère de la Fed le 20 mars qui a désorienté les investisseurs. ■

⁹ Bill Martin, Président de la Fed pendant vingt ans et grand défenseur de son indépendance, soutenait au contraire que le rôle d'un banquier central est « d'ôter le bol de punch quand la fête bat son plein. »

VIRAGE À 180 DEGRÉS, PUIS À FOND DANS LA LIGNE DROITE

Deux points fixent l'attention. En premier lieu, la Fed a donné un maximum de précisions sur la fin de ses ventes d'obligations, autrement dit, l'abandon de l'effort de réduction de son bilan : le montant des ventes mensuelles sera divisé par deux dès mai et tombera à zéro d'ici septembre. Ensuite, à mesure que les titres hypothécaires (MBS) qu'elle détient parviendront à échéance, elle réinvestira les fonds en T-bonds. En d'autres termes, la Fed entend reconstituer puis conserver une position d'environ 3600 milliards de dollars en obligations du Trésor *quasi ad vitam aeternam*.¹⁰ C'est la fin du resserrement quantitatif aux États-Unis, ce qui signifie également que Banque du Japon, BCE et BNS n'ont plus aucune urgence à commencer le leur.

L'autre point est à notre sens plus significatif encore. Dans son exposé, Jay Powell a introduit une notion nouvelle : la « symétrie » autour de l'objectif d'inflation de 2%. Reconnaisant que la Fed l'a manqué par défaut, Powell déclare ainsi son intention qu'il va redoubler d'efforts non seulement pour l'atteindre, mais le dépasser.¹¹ Bien qu'officiellement la Fed marque seulement une pause dans le relèvement des taux directeurs, on voit mal comment elle pourrait mettre en œuvre une politique inflationniste sans abaisser ceux-ci, à moins de lancer un quatrième QE.

Les annonces de la Fed soulèvent ainsi nombre d'interrogations. Ajouter la stimulation monétaire au déficit budgétaire, alors que le plein emploi règne aura sans doute des répercussions profondes, mais pour l'instant, la majorité des observateurs s'est penchée moins sur les modalités ou les conséquences de ce programme, que sur les motifs qui l'auraient inspiré.

L'interprétation qui a prévalu dans l'immédiat, comme dans le cas de la BCE, est que la situation serait plus grave qu'on le pensait. Si un médecin naguère intransigeant prescrit tout à coup des remèdes inédits à triple dose, on conclura que la maladie a progressé de manière alarmante et qu'il va tenter le tout pour le tout. Selon cette logique, une récession serait imminente et la Fed s'apprêterait à abaisser les taux directeurs en catastrophe. Que la manœuvre échoue ou réussisse, une seule décision de placement s'imposerait : acheter des obligations du Trésor. Correcte ou non, cette interprétation a poussé plus encore les rendements à la baisse, ceux à 10 ans tombant en-dessous des taux à 3 mois. Autrement dit la courbe des rendements s'est inversée si on la mesure par rapport au marché à 3 mois, et est devenue pratiquement plate entre 2 et 10 ans. Ce qui a déclenché une nouvelle vague de craintes sur l'imminence d'une récession.

LES DIVERGENCES À SURVEILLER

Malgré la puissante reprise de tous les actifs risqués, déjà citée, le dollar s'est à peine affaibli. Bien entendu, les problèmes de l'UE ont mis l'euro sous pression, également face au franc suisse. Cela dit, nous voyons surtout dans la fermeté du dollar le signe que les capitaux internationaux ont cessé de refluer vers les actifs-refuge mais n'ont pas repris le chemin des marchés plus volatils. Ou du moins le volume des achats n'a pas

Il y a lieu ici de rappeler les conclusions de notre analyse du trimestre dernier : oui, l'inversion de la courbe des rendements est un signal presque infaillible d'une récession, mais c'est un signal *avancé*. Cette avance est variable, mais toujours substantielle : 18 mois avant la récession de 2007, et même 26 mois avant celle de 2001. Plus important encore pour l'investisseur : l'inversion de la courbe précède également le sommet des actions et le point bas des spreads de crédit sur le marché obligataire.

Rappelons également que nous suivons, en guise de validation, un autre indicateur : les inscriptions au chômage. Comme nous l'avons dit plus haut, celui-ci ne donne à ce jour aucun signe de retournement.

Indicateurs avancés de récession

Pente de la courbe des rendements et nouvelles inscriptions au chômage



— Rendement des obligations du Trésor, 10 ans – 2 ans
— Nouvelles inscriptions au chômage (moyenne sur 4 semaines)
Source : Federal Reserve Bank of St Louis

Notre point de vue reste ainsi largement inchangé : le cycle économique américain et mondial a vieilli, mais reste dopé par la stimulation fiscale aux États-Unis et au Japon, et plus récemment en Chine. La stimulation monétaire s'est poursuivie au Japon et accentuée en Chine, et maintenant la Fed s'apprête à ouvrir en grand les vannes, donnant un sursis à la BCE et à la BNS également.

Tout irait-il donc pour le mieux dans le meilleur des mondes ? Pas exactement. Les mesures de stimulation pallient les déséquilibres sans les résoudre, et en ajoutent d'autres : montée de l'endettement, utilisation inefficace du capital, distorsion des prix des actifs. Avant de nous pencher plus concrètement sur l'action à venir de la Fed, passons en revue les autres sources d'instabilité qui peuvent survenir dans l'immédiat. ■

¹⁰ Cela ne représente malgré tout que deux ans et demi de l'émission nette au rythme actuel (1340 milliards en 2018 selon Steven Zeng, Deutsche Bank).

¹¹ Conférence de presse du 20 mars : « Je n'ai pas le sentiment que nous ayons rempli de manière convaincante notre mandat de 2% d'inflation de façon symétrique. »

professionnels ne sont revenus que prudemment sur les marchés et gardent des munitions en réserve.

Relevons une autre divergence : bien que la Banque populaire de Chine ait assoupli les conditions de financement dans les circuits bancaires officiels, la masse monétaire ne décolle pas vraiment. Est-ce le signe d'une nouvelle fuite des capitaux, comme on l'a vécue en 2016 ? Pour l'instant le renminbi reste relativement stable, ce qui semble écarter les risques immédiats, mais c'est un point à surveiller.

L'Europe est une autre région sensible, le lancement des TLTRO III n'a pas rassuré les marchés, nous l'avons dit. Le secteur bancaire continue de sous-performer. L'interprétation courante est que ces financements vont surtout servir à soulager les banques italiennes, qui ont encore trop de prêts en souffrance, et peut-être les grandes banques allemandes, du fait de leur exposition aux autres pays de la zone euro. En tout état de cause, les soldes au sein du système des paiements Target II mettent en lumière le profond déséquilibre des flux entre le nord et le sud du continent. Sur le plan budgétaire, en revanche, le

calme est revenu sur les obligations italiennes. Au prix de quelques concessions, le gouvernement Conte a pu faire valider son plan de relance par la Commission de Bruxelles. Ce sont maintenant les élections au parlement européen les 26 et 29 mai qui focalisent l'attention. Compte tenu du mode de scrutin, les partis « anti-système » ne pourront obtenir qu'une victoire symbolique. Au sein du Conseil, en revanche, la dissidence de l'Italie peut ralentir tout progrès sur plusieurs dossiers épineux : euro-obligations, union bancaire, stabilité financière.¹²

Bouclons la boucle en revenant aux États-Unis. Malgré l'aplatissement ou l'inversion de la courbe des rendements dont nous avons parlé, les obligations du Trésor à 30 ans ont pris le chemin inverse. Leur différentiel de rendement par rapport aux échéances à 10 ans s'est réélargi à 45 points de base, ce qui reste historiquement bas. Ce segment de marché étant bien entendu le plus sensible aux risques d'inflation et à la dégradation budgétaire, il est probable qu'il va continuer de sous-performer. C'est pour nous un signal qui contraste avec l'optimisme actuel du reste du marché. ■

¹² Nous en avons parlé dans cette *Revue*, juillet 2018, p. 4

LES ACTIONS RESTENT FAVORITES...

La reprise des actions en début d'année a été d'autant plus spectaculaire qu'elle s'est réalisée avec une faible volatilité. Du 2 janvier au 20 mars, l'indice S&P a même atteint un ratio de Sharpe¹³ de 4x ! Même dans ses rêves les plus fous, aucun gérant de portefeuille n'espère réaliser pareille performance. Pratiquement tous les pays et tous les secteurs ont participé au rallye ; suite aux communications de la Fed, les valeurs les plus sensibles aux taux d'intérêt ont surperformé, tandis que les cycliques ont bénéficié du soulagement sur la croissance, soulagement qui tend désormais à s'épuiser, nous l'avons dit.

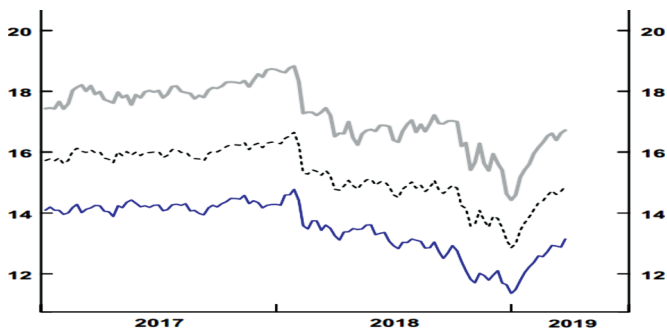
Pour la plupart des marchés nationaux et des secteurs, les analystes ont sérieusement abaissé leurs prévisions bénéficiaires pour 2019. Le consensus de marché IBES s'est effondré de 11 à 4% de progression pour les États-Unis et de 10 à 4 ½% pour l'indice MSCI All Countries. Le rythme de 4% nous paraît réaliste, voire prudent, compte tenu de la poursuite de la croissance nominale, de l'érosion encore tolérable des marges, et – pour les États-Unis surtout – des rachats d'actions toujours aussi massifs.

En dépit de ces révisions à la baisse, et malgré la reprise des cours ces derniers mois, la plupart des grands indices ne paraissent pas exagérément surévalués. Leurs multiples n'ont pas retrouvé les niveaux de 2017.¹⁴ Toujours sur la base des prévisions du consensus pour 2019, le ratio cours/bénéfices serait

actuellement de 16 ½x aux États-Unis, alors qu'il effleurait 19x à la fin de 2017. On notera que la revalorisation a été plus marquée pour les marchés émergents que pour les pays avancés. Bien entendu, la détente des taux courts et longs améliore d'autant la valorisation relative des actions. ■

Multiple prospectifs des indices d'actions

Projection des bénéfices 2019 selon le consensus de marché



— États-Unis -- MSCI All Countries — MSCI All Countries hors États-Unis
Source: BCA Research

¹³ Différence entre la rentabilité du placement et le taux d'intérêt sans risque, divisée par l'écart-type de cette même différence.

¹⁴ UBS Securities calcule que les multiples prospectifs à 12 mois ont récupéré environ 20% de leur contraction depuis 2017 en Allemagne, 35% en Suisse, 43% aux États-Unis, mais plus de 60% dans les marchés émergents.

...MAIS LA FED SERA-T-ELLE VRAIMENT LEUR ALLIÉE ?

Dans les mois à venir, il faudra cependant compter avec des forces contraires ou divergentes. On retrouve ici la Fed. Si elle entend vraiment réveiller l'inflation et la propulser d'un demi-point de pourcentage,¹⁵ elle devra sous une forme ou une autre créer de la liquidité excédentaire, qui viendra en aide à la plupart des valeurs selon le principe « La marée montante soulève tous les bateaux. » Mais ensuite, tout dépendra des effets obtenus par la Fed, ou plutôt des anticipations du marché à cet égard.

Tous les pronostics sont permis, faute de comparaisons historiques : jamais les États-Unis n'ont connu une double stimulation monétaire et budgétaire aussi forte en période de plein emploi. Passons en revue les principaux scénarios.

Si Jay Powell paraît réussir à maintenir la croissance réelle et à faire accélérer l'inflation, les secteurs cycliques et le style *Value* devraient logiquement surperformer. Cet épisode ne sera peut-être

pas durable, car dans ce scénario, la réapparition de l'inflation provoquera la remontée des taux longs, qui rendra les marchés à nouveau plus sélectifs. L'un des prévisionnistes indépendants parmi les plus respectés s'attend à ce que Jay Powell soit forcé de relever les Fed Funds dès décembre pour atteindre 4% un an plus tard. Dans pareil scénario, les rendements à 10 ans culmineraient à 3½-3¾%.

La plupart des grands gérants obligataires mondiaux sont moins radicaux, mais tablent tout de même sur une remontée des rendements vers les 2¾% d'ici la fin de l'année, ce qui nous semble tout à fait plausible face à l'effondrement des taux réels et à l'explosion du déficit budgétaire.

En revanche, le scénario de la stagflation, qui serait dévastateur pour les entreprises les plus fragiles, nous paraît improbable compte tenu de la résilience de la croissance que nous avons discutée plus haut.

Dernier scénario: *quid* si la situation actuelle persiste? La montée des coûts de production se heurtera de plus en plus à la pression concurrentielle sur les prix de vente, laminant les marges bénéficiaires, comme nous l'avons discuté plus haut. Les marchés devraient dès lors favoriser les entreprises qui ont pu

conserver leur *pricing power*, en particulier dans la technologie et les secteurs de croissance défensive.

Ce scénario nous paraît réaliste. Si l'inflation n'a pas percé jusqu'ici, il y a peu de chances qu'elle flambe d'un coup. L'économie et les marchés américains ne sortent pas d'une période d'austérité, le resserrement monétaire a été modeste à ce jour, la stimulation fiscale est intense, et le plein emploi a été atteint voire dépassé depuis plusieurs années déjà. Or les prix à la consommation n'ont pas vraiment accéléré. Nous y voyons l'effet des forces structurelles évoquées plus haut, notamment l'évolution technologique qui permet désormais de mettre en concurrence tous les fournisseurs de biens et tous les prestataires de services au niveau mondial. C'est un avantage énorme pour les consommateurs, mais un défi pour les producteurs qui ne peuvent pas s'adapter. Dès lors, si la Fed veut « créer » de l'inflation, il est probable que son effort mettra sous pression les marges des entreprises peu performantes. Au même moment, l'aversion au risque pourrait réapparaître avec la moindre remontée des taux obligataires. Cette éventualité nous paraît elle aussi plausible, nous l'avons dit plus haut. ■

¹⁵ Depuis octobre 2014, lorsque la Fed a cessé ses achats nets d'actifs, la hausse moyenne de l'indice *Core PCE* a été de 1,6%. Un niveau symétrique par rapport à l'objectif serait donc de 2,4%, ou 0,5 point de plus qu'actuellement (1,9%).

VERS DES HORIZONS INCONNUS

Malgré les incertitudes, il faut trancher. Au final, pour les 6 à 12 prochains mois, nos objectifs sont de 2,9% pour le rendement du Trésor à 10 ans et un peu plus de 5% de progression des bénéfices par action, ce qui amènerait l'indice S&P500 au niveau de 3000 environ.

Notre raisonnement porte sur les États-Unis, mais il s'étend aux autres marchés, car tous les indices sont dominés par des entreprises multinationales, bien entendu. Et aussi parce que les rendements obligataires, qui influencent l'aversion ou l'appétit pour le risque, restent étroitement corrélés entre les grandes monnaies. Malgré la faible volatilité qui a régné ces derniers mois, le marché des changes devrait se ranimer, notamment sur l'euro suite à la stabilisation en Europe et au creusement du double déficit commercial et budgétaire aux États-Unis. Notre premier objectif est 1.15 sur le taux euro/dollar, ce qui permettrait de revenir à 1.13 sur l'euro/franc suisse. Mais pour l'heure, les capitaux internationaux ne semblent pas pressés de quitter la relative sécurité des États-Unis.

Désormais vieux de dix ans, le *bull market* ne paraît pas encore à l'article de la mort, bien qu'il soit de plus en plus dépendant de la politique monétaire et budgétaire de Washington. L'expérience enseigne que les fins de cycle peuvent être très volatiles, mais néanmoins rémunératrices pour l'investisseur.¹⁶ Sans être totalement rassurés, nous voilà embarqués avec Jay Powell dans un long voyage vers des horizons inconnus. Peut-on faire confiance à une colombe? Beaucoup d'espèces d'oiseaux peuvent parcourir des milliers de kilomètres, mais tous les colombiformes ne sont pas migrateurs, et les performances des pigeons voyageurs sont l'exception plus que la règle. Souhaitons donc que notre tendre colombe trouve en elle les ressources pour résister aux périls d'un long voyage. Dans l'incertitude, l'investisseur sera bien inspiré de renforcer son portefeuille avant d'embarquer. ■

¹⁶ Les six mois précédant le début de la récession ont souvent été très agités, mais les six mois *antérieurs* à ceux-ci ont permis des performances exceptionnelles. Depuis 1981 (5 récessions), la rentabilité totale annualisée de l'indice S&P a été en moyenne de 22% durant ces périodes critiques, contre 8,6% pour les années « calmes ». Calculs de BCA Research, adaptés par nos soins.

CONCLUSIONS DE PLACEMENT

Comment consolider son portefeuille en prévision de pareil voyage? On songera sans doute aux obligations de débiteurs souverains, mais les rendements sur le dollar sont désormais tiraillés par des forces contraires : la Fed va cesser de vendre ses titres, tandis que le Trésor devra en émettre de plus en plus ; la Fed veut raviver l'inflation, mais les rendements réels ont diminué de moitié en trois mois. Cela dit, ni les obligations de la Confédération, ni le *Bund*, ni les JGB n'offrent des rendements positifs, que ce soit en termes nominaux ou réels. Nous continuons donc de préférer les *T-bonds*, couverts contre le risque de change. Ceci étant, nous préconisons de limiter au maximum le risque de duration. Les échéances longues n'offrent pratiquement aucun

supplément de rendement et seront les premières exposées en cas de correction, même bénigne, du marché. À l'inverse, les obligations indexées sur l'inflation peuvent se justifier dans certains portefeuilles.

Cela dit, il existe une autre protection à la fois contre l'inflation et contre les errements de la politique monétaire. Il s'agit bien entendu de l'or. Le marché a bien performé ces derniers mois mais la baisse des rendements réels lui redonne de l'attrait.

Nous continuons de préconiser une approche sélective pour tous les actifs risqués. Nous préférons les actions aux

obligations de débiteurs privés, car l'univers de titres achetables n'est pas aussi diversifié que celui des actions. Nous évitons d'ailleurs toute exposition passive aux indices de crédit car la qualité moyenne des signatures dans chaque segment tend à se dégrader.¹⁷

Rendement réel en dollars et cours de l'or



— Obligations à 5 ans du Trésor, indexées sur l'inflation (TIPS)
 — Cours de l'once d'or (lingots, fixing de Londres)
 Source: Federal Reserve Bank of St Louis

Ayant connu une belle performance ces derniers mois, tant l'*Investment Grade* que le *High Yield* nous paraissent à nouveau vulnérables. En cas de remontée des taux souverains, leur différentiel de rendement est trop faible pour les protéger. À l'inverse, une déception sur la croissance – même si ce n'est pas notre scénario – pourrait mettre sous pression tous les débiteurs fragiles.

Pour ces raisons, nous préconisons de diversifier les sources de risque. Les obligations sécurisées européennes (*covered bonds*) sont un moyen de le faire tout en bénéficiant d'un rendement satisfaisant.

Bien que les fondamentaux s'améliorent dans plusieurs marchés émergents, leurs titres de dette n'offrent pas un rendement ajusté du risque particulièrement attrayant après la reprise du trimestre dernier. La baisse du dollar pourrait cependant déclencher un fort courant d'achat sur la dette émergente.

Pour les actions, nous n'avons pas de préférence régionale marquée. Notre sélection de secteurs et de titres se fonde avant tout sur les critères de qualité tels que le faible levier financier, la rentabilité des fonds propres et la stabilité des bénéfices. Il en résulte une préférence pour les thèmes de croissance défensive, malgré leur valorisation, et pour la technologie. Bien que les grandes valeurs du secteur passent pour des *momentum stocks* par excellence, ils satisfont à ces critères de qualité. On remarquera aussi qu'aux États-Unis du moins, le secteur ne paraît pas

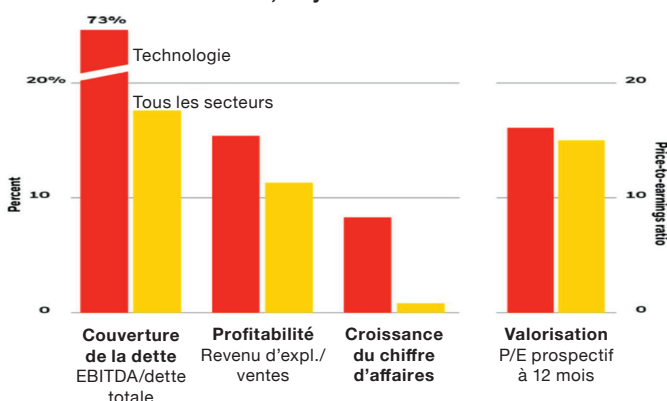
suracheté, ayant à peine surperformé depuis le sommet du marché du 3 octobre dernier. Bien entendu, plusieurs grandes entreprises mondiales dans des activités cycliques satisfont également aux critères de qualité évoqués plus haut, mais de manière plus générale, les reprises que pourraient connaître par exemple le secteur financier seront pour nous des occasions tactiques qui n'invalident pas nos choix qualitatifs.

La même grille d'analyse s'applique aux marchés émergents: certaines valeurs technologiques et d'autres secteurs de croissance en Chine, à Taiwan et en Corée répondent à nos critères de qualité. Quant aux grands exportateurs de matières premières et aux fournisseurs de biens intermédiaires,¹⁸ ils pourront assurément bénéficier de la stabilisation de la croissance mondiale. Mais une remontée des rendements aux États-Unis, même légère, serait négative pour ces marchés.¹⁹ À l'inverse, la baisse du dollar alimenterait l'optimisme, mais elle se fait toujours attendre.

Au final, nous préconisons une politique confiante sur les actions, plus prudente sur les obligations, mais sélective dans un cas comme dans l'autre. Conserver un volant de liquidités doit permettre de saisir les occasions tactiques qui se présenteraient. La Fed nous emmène désormais vers des horizons inconnus, ce qui promet quelques turbulences. Bon vol malgré tout! ■

Ratios du secteur technologique mondial

Indices MSCI All Countries, moyennes 2014-2018



Source: BlackRock Investment Institute

¹⁷ Ainsi par exemple, selon JP Morgan Asset Management, les notations les plus basses, BBB et BBB-, qui en 2008 représentaient 33% de l'univers *Investment Grade* aux États-Unis, sont passées à 51% aujourd'hui.

¹⁸ Mexique pour les États-Unis, Europe centrale pour l'Allemagne, Asie du Sud-Est pour le Japon et la Chine.

¹⁹ Le secteur financier représente actuellement plus de 24% de l'indice MSCI Emerging, contre 15% pour l'énergie et les matériaux.



Patrizio Merciai, Chief Strategist
 Avril 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 États-Unis et/ou à tout ressortissant américain ou à tout endroit où la distribution serait interdite.

