

LES ARBRES ET LA FORÊT

EN BREF

De multiples rebondissements politiques provoquent des mouvements erratiques sur les marchés sans dégager de tendance, du moins pour les actifs risqués. Les valorisations restent très généreuses alors que la croissance mondiale perd son élan. La stimulation monétaire et budgétaire demeure puissante mais ne pourra guère être amplifiée. Hors ajustements tactiques, il convient toujours de privilégier les thèmes et les valeurs dégagant une bonne rentabilité sans levier excessif.

NOTRE STRATÉGIE

Depuis juin dernier, notre allocation avait été sous-pondérée tant en actions qu'en obligations. Nous envisageons maintenant un retour graduel vers l'équipondération, mais sans modifier nos préférences au sein de chaque classe d'actifs.

Pour le revenu fixe, nous détenons des obligations relativement courtes du Trésor américain, différents instruments actifs sur l'*Investment Grade* et le *High Yield*, ainsi que, selon les profils, des obligations garanties (*covered bonds*) européennes.

Nos portefeuilles actions restent diversifiés en termes géographiques, tout en privilégiant les valeurs présentant une bonne rentabilité sans endettement excessif et une relative stabilité bénéficiaire. Bien que l'allocation ait été dernièrement sous-pondérée de 15%, elle comporte toujours un compartiment additionnel (*overlay*) sur la technologie US. Nous avons ainsi conservé des leviers de performance.

Le 25 septembre, nous avons renforcé nos positions en or. Pour les portefeuilles basés en franc suisse, nous conservons des fonds immobiliers.

Hormis les évolutions politiques qui justifieraient des ajustements tactiques, nous n'entendons pas bouleverser notre allocation, à moins que le risque de récession ne s'aggrave, ou à l'inverse qu'une dose supplémentaire de stimulation monétaire et fiscale ne vienne s'ajouter à ce à ce qui vient d'être annoncé. Bien entendu, nous analysons ces variables dans le texte ci-contre.

LES ARBRES ET LA FORÊT

Le trimestre dernier, nous avons mis en lumière le contraste entre l'euphorie qui régnait encore sur les marchés suite aux messages ultra-accommodants des banques centrales, et les nombreux pièges qui parsemaient le chemin : ralentissement macroéconomique et bénéficiaire, surévaluation de nombreux actifs, positionnement extrême de certains investisseurs, sans oublier bien sûr les multiples incertitudes politiques.

Ces dernières ont dicté la trajectoire des marchés. Les péripéties de l'affrontement sino-américain en premier lieu : un seul tweet de Donald Trump le 1^{er} août a déclenché un sursaut de volatilité. Les rebondissements du Brexit entretiennent eux aussi l'incertitude. Les Britanniques ont certes inventé le suspense, mais l'interminable feuilleton actuel paraît plus mal ficelé qu'un film d'Hitchcock. En comparaison, le renversement des alliances politiques en Italie a été digne de la commedia dell'arte. Les spectateurs applaudissent, mais que nous réserve le prochain acte ? Bien que tous les commentateurs financiers se soient convertis à l'analyse géopolitique, plusieurs événements ont surgi hors de toute attente, tel le soulèvement à Hong Kong. Et l'on a beau scruter inlassablement le Moyen-Orient, qui allait imaginer qu'une attaque d'une dizaine de drones pût paralyser la moitié des livraisons pétrolières saoudiennes ?

Quid des politiques macroéconomiques ? Nous revoici en terrain connu, avec tout de même quelques traits inédits. Les membres de la Fed n'ont jamais été aussi divisés au moment de voter une baisse des objectifs de taux. Qui plus est, ils ont dû réagir d'urgence à un surprenant manque de liquidités dans le système bancaire, qui persiste à ce jour. La BCE également a vu apparaître quelques dissensions mais Mario Draghi est tout de



même parvenu, peu avant de quitter la scène, à assouplir encore la politique monétaire.

Les banques centrales pourront-elles à nouveau surenchérir ? Pour quel résultat ? Les centaines de milliards dépensés par la BCE à ce jour n'ont pas permis à la zone euro de combler son déficit de croissance par rapport aux États-Unis, par exemple. Prenant conscience que la politique monétaire n'est pas toute-puissante, nombre d'investisseurs caressent un nouvel espoir : et si l'Allemagne jetait aux orties l'orthodoxie budgétaire pour adopter un plan de relance qui tirerait toute l'Europe de son marasme ? Cela paraît peu réaliste, nous allons en reparler.

L'activisme renouvelé des banques centrales et les débats sur la relance budgétaire traduisent une inquiétude fondamentale : le ralentissement économique mondial va-t-il déboucher sur une véritable récession ?

Obsédant de longue date les investisseurs,¹ cette question occupe désormais le devant de la scène. Elle est désormais parvenue au premier plan, mais à notre avis, les feux des projecteurs risquent d'éblouir et brouiller la vision au détriment d'une appréciation d'ensemble. Ainsi par exemple, le ralentissement de l'activité manufacturière a été spectaculaire ces derniers mois, mais il serait faux, à notre sens, de l'expliquer

uniquement par le conflit commercial sino-américain.² Pour l'investisseur, il serait dangereux de tout miser sur un rebond industriel dans les semaines qui viennent, car en réalité c'est l'ensemble de l'économie mondiale, en particulier américaine, qui ralentit ou est sur le point de ralentir : la consommation intérieure et non seulement le commerce international, le chiffre d'affaires dans les services et non seulement les ventes de voitures. À ce stade, la perte d'élan reste bénigne, mais elle est incontestable.

De bonnes nouvelles surviendront peut-être ces prochaines semaines : un tweet de la Maison-Blanche, un geste de Pékin, une avancée sur le Brexit... et redonneraient du tonus aux marchés financiers. Mais l'équation fondamentale demeure : comment justifier la valorisation des actifs risqués si, en dépit de tous les efforts monétaires et budgétaires, la croissance tend vers zéro ?

Une vision d'ensemble s'impose, sous peine de se laisser piéger par de bonnes (ou mauvaises) nouvelles sans lendemain. Le risque pour l'investisseur est que les arbres cachent la forêt. ■

¹ Les numéros précédents de la présente *Revue* en témoignent, par exemple janvier 2019, p. 4-5, juillet 2019, p. 3-4.

² Parmi les autres causes : la transition énergétique, tant pour la consommation (marché de l'automobile) que l'investissement (choix technologiques), ou encore les faibles gains de productivité tout au long de ce cycle. *Revue des Marchés*, juillet 2019, pp. 4-5.

CROISSANCE, MON BEAU SOUCI

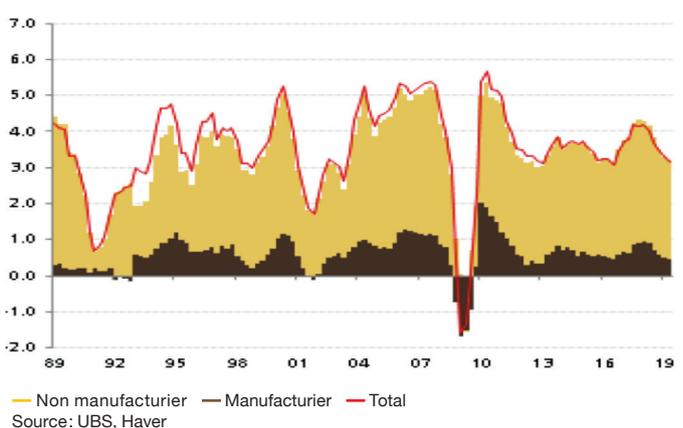
Deux indicateurs dont nous avons souvent parlé par le passé obsèdent aujourd'hui les investisseurs : la divergence entre production manufacturière et services, et l'inversion de la courbe des taux courts et longs sur le dollar. Pour cette dernière, soulignons une fois de plus qu'il s'agit d'un indicateur fiable de récession, mais qui anticipe le début de celle-ci de douze mois, voire plus. C'est pourquoi nous cherchons à la valider par un second indicateur, les nouvelles inscriptions au chômage,³ qui pour l'instant dessine un plancher. Quant au découplage entre industrie et services, il faut se méfier des illusions d'optique. Sur les indicateurs d'activité tels que les PMI, la divergence est flagrante en Chine, au Japon et un peu partout en Europe, tout particulièrement en Allemagne. Mais elle est inexistante dans le cas des États-Unis : le tertiaire et le secteur manufacturier ralentissent de concert.

L'industrie américaine n'a pas connu une baisse aussi marquée qu'en Europe ou en Asie. Cela s'explique probablement par la conjonction de plusieurs facteurs : les investissements dans l'informatique, ainsi que les mesures protectionnistes et d'autres soutiens indirects à la réindustrialisation, cheval de bataille de Donald Trump.⁴ Cela dit, le secteur secondaire ne représente qu'un sixième de l'économie américaine, contre deux tiers aux services du secteur privé.⁵

Pourquoi ce ralentissement ? Ici également c'est une conjonction de facteurs qui entrent en cause. Le revenu disponible progresse, mais pas de façon aussi spectaculaire que les années précédentes : création d'emplois et hausses de salaire décélèrent, tandis que l'inflation progresse ; le relèvement des taux d'intérêt jusqu'à la fin de l'an dernier a alourdi les charges des ménages, et le coup de fouet des baisses d'impôts est déjà

derrière nous. L'effet des droits de douane sur les produits chinois n'est pas facile à mesurer pour l'instant, car il y a eu des effets de stockage et de substitution. Au final, le secteur financier, les transports, les loisirs, les médias font face à une demande moins boulimique et révisent en baisse leurs propres plans de développement et d'embauche. Dans les enquêtes PMI et analogues, les anticipations se dégradent plus nettement que la mesure des conditions actuelles.

Contributions à la croissance du PIB mondial



Qu'est-ce qui pourrait inverser la tendance ? Un « cessez-le-feu » avec la Chine soulagerait les domaines concernés, mais seul un accord substantiel permettrait de dépasser le cadre sectoriel ou régional. Dans un autre registre, peut-on espérer un effet-riche qui doperait la consommation ? La confiance des consommateurs reste proche des sommets, les prix de l'immobilier progressent mais sans plus. Quant aux actions, les

indices sont au même niveau qu'il y a douze mois et beaucoup de valeurs individuelles – importantes dans les plans de retraite personnels – ont faibli. La politique nouvellement accommodante de la Fed va certes soutenir la valorisation des actifs, mais peut-elle les propulser beaucoup plus haut? C'est toute la question à laquelle nous allons tenter de répondre plus loin. Reste un joker : de nouvelles mesures fiscales. Nous en reparlons à la fin de ce tour d'horizon.

Nous serons très brefs sur les autres régions, dont les perspectives paraissent globalement inchangées. Sans parler des incertitudes liées au contentieux sino-américain ou au Brexit, la confiance des consommateurs et la demande de services tendent à plafonner en Europe, malgré la progression des salaires. Une petite embellie observée au Japon semble sans

lendemain. Les indicateurs ont cessé de se dégrader en Chine, comme prévu, mais ils auront probablement du mal à dépasser le palier actuel, à moins que les autorités de Pékin mettent entre parenthèses leur ambitieux programme de transition vers une croissance plus qualitative. Hormis quelques exceptions (Argentine, Turquie, Afrique du Sud...), la stabilisation de nombreuses économies émergentes permet d'accélérer la détente monétaire, par exemple au Mexique. Cela dit, ces régions restent les premières touchées par la faiblesse du secteur manufacturier mondial. ■

³ Mêmes références que la note 1.

⁴ Les onze États fédérés les plus industrialisés ont connu une forte progression de l'emploi depuis 2017.

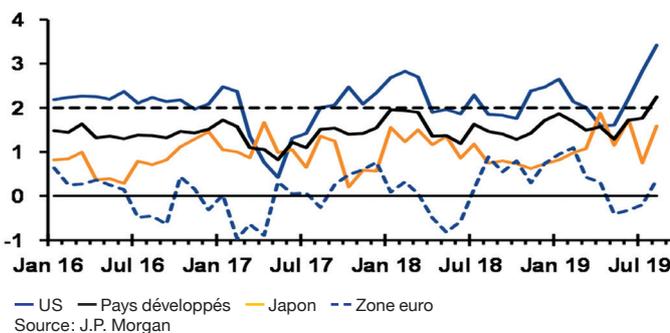
⁵ Pour l'année 2018 : 17,1% du PIB contre 68,4%. Le secteur manufacturier proprement dit (sans la construction, etc.) ne représente que 11,4%. Du côté de la dépense, même constat : la consommation représente plus de 70% du PIB.

MOINS DE SUBSTANCE, PLUS DE STIMULANTS: UN JEU À SOMME NULLE POUR LES MARCHÉS

Dans pareil contexte, la plupart des marchés financiers mondiaux nous paraissent flotter entre deux eaux. Actions et obligations de débiteurs privés se maintiennent proches de leurs niveaux d'il y a douze ou dix-huit mois, sans parvenir à les dépasser, à ce jour du moins. Elles n'ont pas fortement baissé non plus, faisant au contraire preuve d'une sérénité peu habituelle. Malgré la correction que nous venons de traverser, la volatilité demeure basse sur les actions en comparaison historique. Plus étonnant si l'on songe à tous les soubresauts politiques de ces dernières semaines, la plupart des taux de change sont restés presque inchangés. Ce sont les marchés de taux d'intérêt qui ont tenu le devant de la scène : les rendements ont connu une baisse spectaculaire fin août lorsque la surenchère sur la guerre commerciale a coïncidé avec des statistiques macroéconomiques décevantes, en Europe surtout. Ce mouvement s'est corrigé depuis, mais en partie seulement. Les rendements se sont ainsi détendus au niveau mondial bien que la croissance ne soit pas totalement compromise, que l'inflation se réveille aux États-Unis et que le déficit budgétaire se creuse inexorablement. La surévaluation des titres du Trésor et surtout celle des équivalents européens s'est encore accentuée et serait intenable si les banques centrales n'avaient pas asséché le marché.

Prix à la consommation

Hors énergie et alimentation, croissance sur 3 mois annualisée

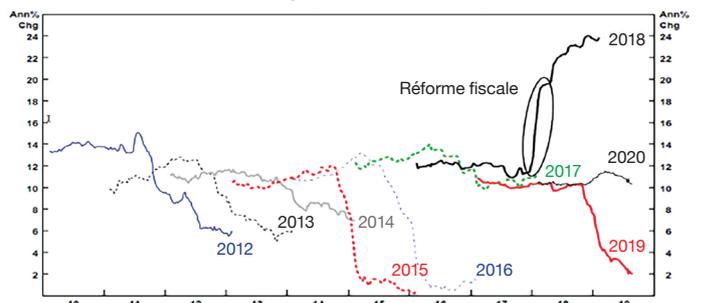


La récente surenchère de la Fed et de la BCE dans un sens accommodant a assurément contribué à stabiliser les marchés d'actions, mais, répétons-le, n'est pas parvenue à les faire redécoller. La croissance bénéficiaire a faibli partout dans le

monde; aux États-Unis elle est tombée à zéro pour l'ensemble de l'économie intérieure.⁶ Pour les valeurs cotées, les rachats de titres contribuent autant que les résultats d'exploitation à la progression des bénéfices par action.

Prévisions bénéficiares pour chaque année

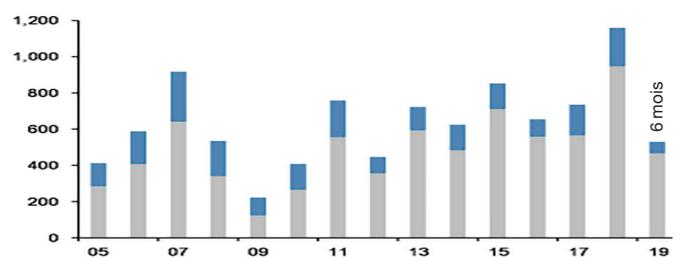
Consensus de marché IBES pour l'indice S&P 500



Source: Thomson Reuters, Bank Credit Analyst

Rachats par les sociétés de leurs propres actions

Milliards de dollars



Source: Reuters ThomsonOne, J.P. Morgan

Autrement dit, les marchés sont tiraillés entre la dégradation des fondamentaux et l'activisme des banques centrales. Pour reprendre notre image du trimestre dernier, tandis que les colombes tracent de belles volutes dans le ciel, les investisseurs doivent garder les yeux fixés sur le sol. Leurs préoccupations peuvent s'exprimer ainsi : si une récession se profile, ne faudrait-il pas redoubler la dose de stimulation monétaire? Et si les banques centrales s'avèrent impuissantes à stopper la menace, ne devrait-on pas jeter l'arme budgétaire dans la bataille?

Ce regain d'intérêt pour les questions budgétaires est d'autant plus frappant que jusqu'ici les marchés se sont avant tout fiés à la toute-puissance des banques centrales. Mais le raisonnement qui le sous-tend n'a rien d'inédit. En quelques mots: la valorisation des actifs risqués est trop généreuse pour absorber des déceptions sur les résultats des sociétés, et moins encore des défauts sur le service de leur dette. Ces risques vont proliférer si la croissance macro-économique continue de ralentir, ou la gigantesque stimulation administrée par les banques centrales depuis 2009 a eu un effet modeste sur l'activité réelle, et semble soumise à la «loi» des rendements décroissants. À l'inverse, la politique de *deficit spending* préconisée par Donald Trump a indéniablement donné un coup de fouet à l'économie américaine, et a probablement prolongé son expansion d'un ou deux ans. ■

Décisions de la BCE et anticipations d'inflation

Taux de swap 5 ans à 5 ans sur l'euro



Source: Goldman Sachs Asset Management

⁶ Statistiques du revenu national (NIPA).

FROMAGE ET DESSERT

En d'autres termes, ce que la boulimie des investisseurs semble réclamer, c'est toujours plus de stimulation monétaire, mais aussi l'activation du moteur budgétaire: fromage et dessert, si l'on peut dire.

Mais Jay Powell va-t-il nous resservir le dessert? Christine Lagarde va-t-elle autant nous gaver de sucreries que Mario Draghi? Et si nous avons besoin d'aliments plus substantiels, va-t-on prendre du fromage américain, allemand ou chinois? – Convenons que c'est un choix difficile!

Voyons en détail ce qu'on nous propose sur le chariot.

1. À contrecœur, Jay Powell va repasser le chariot des desserts

La tâche de Jay Powell paraît aujourd'hui encore plus délicate qu'à l'accoutumée. La croissance ralentit graduellement, mais il n'y a plus aucune réserve de main-d'œuvre et l'inflation se réveille. Les conditions financières au sens large sont extrêmement accommodantes et pourtant plusieurs banques semblent manquer de liquidités, à en juger par les tensions sur le marché des pensions, spectaculairement apparues le 17 septembre.⁷ La Fed n'a pas réactivé l'assouplissement quantitatif, mais se trouve forcée d'injecter des liquidités à court terme, politique qui pourrait perdurer.⁸ Malgré la deuxième baisse des Fed funds, la courbe des rendements reste inversée. La demande d'obligations du Trésor est plus vigoureuse que jamais. Pourtant, le mouvement de yo-yo sur les titres longs après le tweet du 1^{er} août donne à penser que ce marché n'est pas aussi liquide qu'on le croit. Et si c'est le cas de l'un des plus grands marchés au monde, toutes classes d'actifs confondues, que dire de l'*investment grade*, du *high yield*, d'autres compartiments plus petits encore?

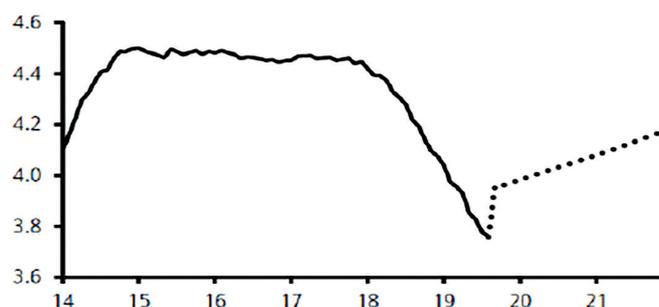
Le plein emploi et les conditions de crédit justifieraient une politique plus restrictive, mais les tensions qui apparaissent çà et là dans le système financier dictent plutôt la prudence. Conséquence logique, Jay Powell et ses collègues sont partagés sur la marche à suivre.

Pour compliquer la tâche, Donald Trump réclame à cor et à cri une détente beaucoup plus agressive des taux d'intérêt, ce qui oblige Jay Powell à réaffirmer son indépendance.

C'est ainsi que s'explique probablement l'insistance de la Fed à présenter la détente en cours comme un «ajustement de milieu de cycle» et non comme une tentative de relance, mais personne n'est dupe.

Bilan de la Fed

US Federal Reserve System, 1000 milliards de dollars



— À fin août 2019Projection (UBS)

Source: Federal Reserve Board, UBS

Que conclure? Comme c'est souvent le cas en fin de cycle, la Fed navigue à vue, avec tout de même un biais accommodant. Même si l'expression n'est pas encore revenue à la mode, Jay Powell devra tôt ou tard tenter un *soft landing*, un atterrissage en douceur. Pareille manœuvre a rarement réussi par le passé, la détente des taux n'ayant pas évité la récession. Cela dit, le moment décisif ne nous paraît pas imminent. Comme nous l'avons analysé par le passé, notre second signal d'alarme – le premier étant l'inversion entre les rendements à 2 ans et à 10 ans – serait une remontée des inscriptions nouvelles au chômage. Il n'est pas validé à ce jour, mais il faut impérativement le surveiller en raison de sa réactivité.

2. Prenant congé, Mario Draghi distribue les bonbons

Fidèle à lui-même, Mario Draghi a réussi une nouvelle fois à surprendre, en annonçant des mesures encore plus accommodantes que les attentes du marché. La retouche des taux directeurs et la réactivation de l'assouplissement quantitatif étaient prévues, mais la surprise est venue de l'absence de terme fixé pour ce dernier. Cela ne veut pas dire pour autant que le QE se prolongera *ad infinitum*: au rythme d'achat annoncé, la BCE aura retiré du marché la totalité des *Bunds* disponibles d'ici juillet prochain. Deux options seront dès lors envisageables.

L'une serait de se libérer de la contrainte de la «clé du capital»,⁹ ce qui reviendrait à augmenter les achats de *bonos* espagnols et dans une moindre mesure de BTP italiens, mais il y a fort à craindre que l'Allemagne s'opposera à cette solution.

L'autre option serait d'augmenter les achats de débiteurs privés. Elle poserait d'autres problèmes, suscitant à tort ou à raison des interrogations sur la neutralité de la BCE. Pour l'instant, le marché *investment grade* en euro a salué les décisions du 12 septembre, mais rien n'est résolu. Il reviendra à Christine Lagarde de s'attaquer à ces questions, tandis que Mario Draghi tira sa révérence en nous offrant des sucreries, agréables mais peu nutritives, et dangereuses pour la ligne.

3. En Allemagne, des plats équilibrés – trop équilibrés au goût de certains

N'y a-t-il pas d'autre solution ? C'est ce qu'un nombre croissant d'investisseurs envisagent désormais : et si l'Allemagne s'endettaît ? Les *Bunds* afflueraient sur le marché ou plutôt dans les caves de la BCE, et surtout l'Europe connaîtrait enfin une relance «à l'américaine». Cet espoir nous paraît illusoire, pour deux raisons.

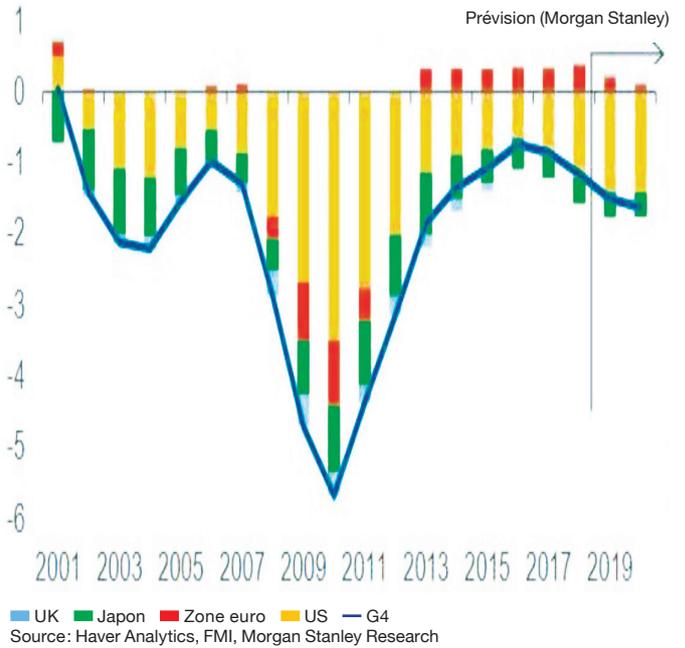
La première est bien entendu d'ordre politico-juridique, voire culturel. Le principe du frein à l'endettement a été inscrit dans la Loi fondamentale (constitution) en 2009.¹⁰ S'il n'interdit pas totalement les découverts du budget, il les limite fortement, conformément à la culture politique allemande. Qui plus est, la coalition actuellement au pouvoir défend l'objectif du budget en équilibre : le «zéro en chiffres noirs» (*die schwarze Null*). Nous venons d'en avoir une confirmation éclatante. Le plan pour le climat annoncé le 20 septembre va être doté de 54 milliards d'euros, soit 1,6% du PIB étalés sur 4 ans, mais s'impose un équilibre parfait entre dépenses et recettes.

L'autre raison tient à l'efficacité de pareilles mesures. Pour désirables qu'elles soient, les actions en vue de protéger le climat ainsi que les dépenses d'infrastructure ont peu d'effet à court terme sur la croissance. Les dernières mesures en date que l'Allemagne avait adoptées remontent à 2008-2009, au plus fort de la récession mondiale. Totalisant 62 milliards, ou 2½% du PIB, et concentrées sur une courte période, elles ont débouché sur un supplément de croissance de 1 point de PIB au total.¹¹ Les dépenses d'infrastructures ont eu un effet multiplicateur faible, tandis que la seule mesure réellement efficace en termes de relance a été la prime à la casse pour les automobiles. Berlin pourrait annoncer ces prochaines semaines, outre un calendrier plus précis sur les mesures climatiques, de nouveaux investissements en infrastructures et peut-être quelques allègements fiscaux pour les entreprises. L'enveloppe totale, 1% du PIB dans le meilleur des cas, comporterait ainsi peu de mesures efficaces à court terme.

À l'inverse, la réforme fiscale de Donald Trump, entrée en vigueur en 2018, a nettement abaissé les taux d'imposition des ménages et des sociétés, pratiquement sans réduction des dépenses ni recettes supplémentaires : du *deficit spending* à l'état pur. Outre les effets espérés à terme, elle a immédiatement amélioré le revenu disponible des consommateurs. La plupart des grandes sociétés n'ont pas bouleversé leurs plans financiers mais nombre de PME ont pu s'équiper et embaucher.

Rien de tel ne se dessine en Allemagne et encore moins en France par exemple, où les mesures envisagées pour la protection de l'environnement seront financées par de nouvelles taxes et réduiront donc le revenu disponible. En tout état de cause, la zone euro dans son ensemble continuera d'afficher un solde budgétaire primaire, c'est-à-dire avant intérêts, proche de zéro.¹²

Soldes avant intérêts des finances publiques Ajustés du cycle conjoncturel, en % du PIB



4. Le banquet chinois : de nombreux plats, en petites quantités

L'espoir des investisseurs se porte également sur la Chine, qui semble durablement installée dans une croissance beaucoup plus faible que par le passé. N'y aurait-il pas lieu de tenter une relance ? Certes, Pékin a multiplié les mesures de soutien : allègements de la politique monétaire, encouragements sectoriels par exemple. Mais rien n'indique qu'elle va abandonner cette politique des petits pas pour frapper un grand coup.

Les raisons sont multiples : économiques, financières et politiques. L'endettement des sociétés a explosé ces dernières années, ce qui a déclenché de nombreuses mesures de contrôle du crédit. Depuis lors, les autorités ont procédé à de nombreuses retouches mais il est peu probable qu'elles changent complètement de cap. Il n'y a pas urgence car la croissance s'est stabilisée. Qui plus est, une stimulation indiscriminée irait à l'encontre des objectifs de favoriser les secteurs d'avenir. Il y a également des considérations politiques. Suite à la relance de 2009, les financements par des circuits parallèles avaient favorisé l'émergence de véritables contre-pouvoirs régionaux et les autorités centrales du parti ont mené une longue lutte pour réaffirmer leur autorité autour de Xi Jinping. Sur le plan international enfin, Pékin semble soucieux d'éviter un sérieux affaiblissement du renminbi, qui déclencherait inévitablement une réaction de Washington et, sur le plus long terme, irait à l'encontre des efforts d'asseoir la crédibilité de la Chine dans le système financier mondial.

5. La surprise du chef

Il reste un point à discuter : et si Donald Trump nous réservait une surprise ? Il ne fait guère de doute qu'il se portera candidat à sa propre succession, et la campagne électorale s'ouvrira dans neuf mois à peine. Malgré les derniers rebondissements en date du feuilleton politico-judiciaire sur de possibles trafics d'influence, la popularité du président semble inébranlable auprès des sympathisants républicains, et même les ténors démocrates se gardent bien de contester sa politique à l'égard de la Chine. Sur les autres questions internationales, Donald Trump aime assurément jouer à l'éléphant dans le magasin de porcelaine ; il n'en demeure pas moins qu'à ce jour, aucun conflit armé n'a éclaté sous sa présidence. Cela dit, nul n'ignore que ce sont surtout les conditions économiques qui dictent le résultat de l'élection : *It's the economy, stupid*.¹³

Traditionnellement, on évoque deux déterminants : l'inflation et le chômage. Actuellement, l'inflation n'est pas un enjeu ; au contraire, le pouvoir d'achat a fortement progressé, même si dernièrement il a perdu un peu d'élan, nous l'avons dit. Le taux de chômage est au plus bas des cinquante dernières années. L'amélioration a été particulièrement nette pour les femmes en général, ainsi qu'auprès des Afro-Américains et des Hispaniques. Ces composantes traditionnelles de l'électorat démocrate auront moins de raisons de se mobiliser.

L'enjeu pour Donald Trump est donc de préserver ces succès, d'éviter toute dégradation sérieuse dans les douze mois à venir. Ses appels à ouvrir en grand les vannes monétaires ont été on ne peut plus explicites, mais l'impulsion des taux d'intérêt sur l'activité économique dans son ensemble n'est jamais immédiate. Au contraire, il faut généralement compter de six à douze mois pour qu'une détente déploie tous ses effets. À l'inverse, nous l'avons dit plus haut, le ralentissement actuel s'explique en partie par la hausse des taux jusqu'en décembre dernier. Autrement dit, s'il fallait «sauver» la croissance à temps pour la campagne électorale en comptant uniquement sur le levier monétaire, il serait probablement déjà trop tard. D'où l'idée qui se fait jour chez certains analystes politiques d'une relance budgétaire. Il ne s'agirait assurément pas d'une réforme fiscale de grande ampleur comme en 2017, d'autant moins que les Démocrates dominent désormais la Chambre des Représentants. Certains allègements temporaires sont tout de même envisageables, par exemple sur les déductions salariales pour la Sécurité sociale. Donald Trump n'est plus revenu sur la question depuis août mais on sait qu'il aime surprendre.

Cela dit, les risques actuels sur la croissance ne justifient pas de mesures drastiques, même dans une logique purement électorale. La crise de 2008 avait certes permis la victoire de Barack Obama, mais le marché immobilier s'était effondré tout au long de 2007 déjà et la récession avait commencé en décembre de la même année. Quant à la défaite de George Bush senior contre Bill Clinton, qui a consacré l'expression *It's the economy, stupid*, évoquée plus haut, faisons observer que le jour de l'élection, la récession était terminée depuis dix mois. Ce qui était reproché au président sortant, c'était la reprise poussive de l'emploi, la *jobless recovery*. Inutile de préciser que la situation actuelle est diamétralement opposée.

Inscriptions au chômage, indice des actions et récessions aux États-Unis



— Nouvelles inscriptions au chômage (moyenne sur 4 semaines)
— Indice des actions (Russell 3000)
Les zones ombrées indiquent les récessions
Source : FTSE Russell, Réserve fédérale de St Louis

Conclusion de notre tour d'horizon : les politiques monétaires accommodantes se trouvent confirmées, mais les attentes d'une nouvelle dose de stimulation n'ont pas été satisfaites. La Chine poursuit la politique des petits pas. Quant aux projets structurels en Europe, ils seront assurément méritoires, mais n'auront guère d'effet stimulant à court terme. Ici également, les espoirs actuels des investisseurs pourraient se trouver déçus. Reste une éventuelle surprise du côté de la Maison-Blanche, mais une impulsion de grande ampleur ne paraît ni probable, ni d'ailleurs nécessaire.

Autrement dit, l'économie mondiale est entrée dans la phase descendante du cycle. Une récession ne paraît pas imminente, quoique certains indicateurs américains, notamment les inscriptions au chômage, doivent être surveillés de près. Même si le ralentissement reste bénin, il suffirait qu'il s'accroisse pour compromettre la valorisation actuelle des actions et des obligations de débiteurs privés. À l'inverse, les obligations d'État et beaucoup de monnaies perdent de l'attrait, car les récentes décisions des banques centrales et la plupart des choix budgétaires aggraveront un peu plus les déséquilibres financiers. ■

⁷ Le taux au jour le jour des pensions de titres entre banques avait bondi de 2 à 8¼%. On ne connaît pas quelles banques avaient un besoin urgent de liquidités, ni pour quel motif exactement.

⁸ Le resserrement quantitatif durant les trois derniers semestres avait réduit de 620 milliards de dollars environ le bilan de la Fed, qui vient de réaugmenter de 90 milliards en deux semaines. Bien que les prises en pension aient été conclues à très court terme, elles ont été renouvelées quotidiennement jusqu'ici. Nombre d'analystes pensent désormais que la Fed va devoir pérenniser ces opérations et accroître durablement son bilan.

⁹ Clé de répartition des achats, proportionnels aux parts des États-membres au capital du Système européen de banques centrales.

¹⁰ La Suisse connaît un principe similaire, consacré par la Constitution fédérale depuis 2001, mais assez variable de canton à canton.

¹¹ Selon les calculs d'UBS Securities, 20 août 2019.

¹² Au solde allemand s'ajoute notamment celui de l'Italie, forcée depuis un quart de siècle à dégager un excédent primaire pour stabiliser sa dette.

¹³ Expression dérivée d'un des slogans de campagne de Bill Clinton en 1992.

CONCLUSIONS DE PLACEMENT

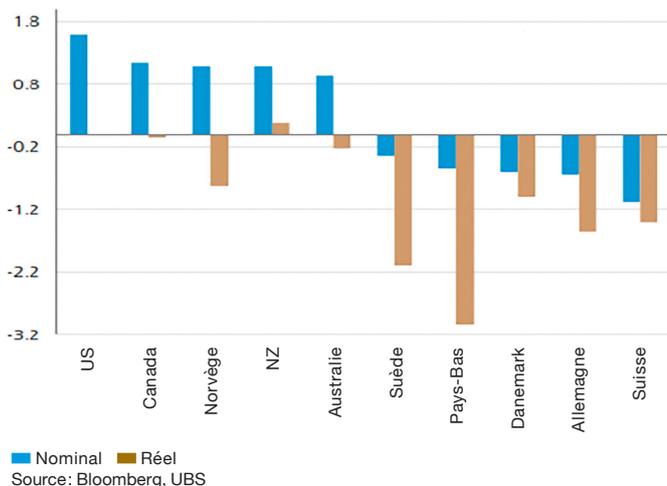
L'actualité politique internationale promet d'être riche ces prochaines semaines : États-Unis-Chine, Démocrates contre Donald Trump, Brexit, Hong Kong, Moyen-Orient... Mais cette revue trimestrielle n'est pas le cadre adapté pour discuter toutes les évolutions possibles et les décisions tactiques qu'elles pourraient nous inspirer.

Si nous nous concentrons sur les fondamentaux macro-économiques, les équilibres financiers et la valorisation des actifs, une conclusion s'impose : malgré les multiples stimulants qu'on lui administre, la croissance mondiale ralentit et freine à son tour la progression des bénéfices. Or dans l'ensemble, la valorisation des actions et encore moins celle de la dette privée ne comporte aucune marge d'erreur.

Dernièrement, les obligations d'État ont joué leur rôle défensif, mais leur valorisation s'en est trouvée d'autant plus déséquilibrée. Pas moins de 27% de l'univers présente aujourd'hui des rendements négatifs.¹⁴ Tout aussi significativement, le rendement réel du Trésor américain a fondu alors que la Fed, la Maison-Blanche et le Congrès s'évertuent à ranimer l'inflation et à creuser le déficit budgétaire.

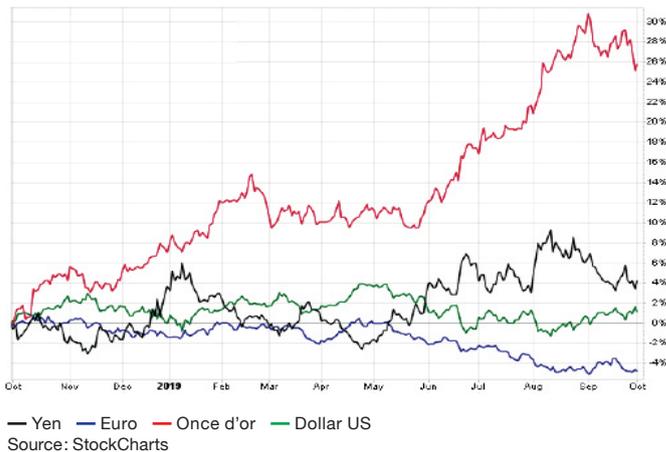
Rendement des obligations d'État

Taux à 10 ans, mi-septembre 2019



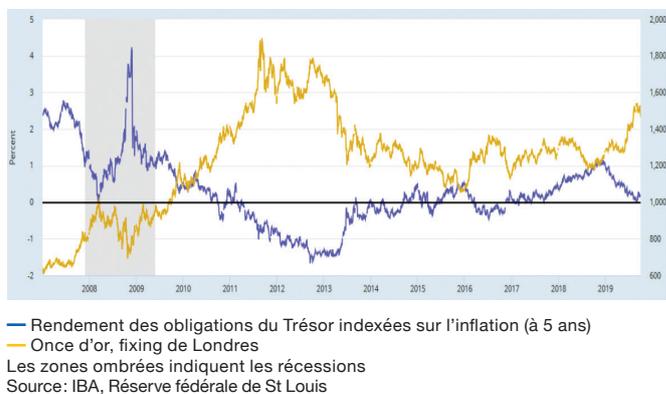
Malgré tout, nous préconisons toujours les titres du Trésor US de préférence à l'Europe ou au Japon, dont le marché est totalement aux mains des banques centrales. Les institutions du monde entier continuent d'ailleurs d'accumuler des titres américains, soutenant du même coup le dollar. Tant que ces signes concrets d'aversion au risque persistent, la dégradation des fondamentaux passera au second plan. C'est pourquoi nous n'envisageons pas de dépréciation du dollar contre les monnaies traditionnellement faibles, ni même contre l'euro sauf surprise politique. Yen et franc suisse gardent leur fonction de refuge, mais c'est surtout l'or qui se distingue de ce point de vue. Les rendements réels sont désormais nuls sur le dollar et fortement négatifs sur d'autres monnaies, ce qui constitue un soutien puissant aux métaux précieux. Qui plus est, malgré quelques dissensions, les banques centrales et la plupart des autorités budgétaires ne paraissent avoir aucun scrupule à galvauder leurs monnaies respectives. C'est pourquoi nous conservons et avons même renforcé notre exposition à l'or dans tous les portefeuilles.

Cours de change contre franc suisse



Cours de l'or et rendement réel sur le dollar

Taux à 10 ans, mi-septembre 2019



S'agissant des actions, nous préconisons toujours une approche sélective sur tous les continents, axée sur les critères de qualité tels que le faible endettement, la rentabilité des fonds propres et la stabilité des bénéfices. Les grandes valeurs de la consommation défensive en Suisse, en Europe et aux États-Unis répondent bien entendu à ces critères, mais il en va de même des leaders mondiaux dans la technologie. C'est pourquoi, malgré les secousses récentes sur ces derniers titres ou les signes de réveil des valeurs cycliques, nous maintenons nos préférences.

Performance des facteurs Quality, Momentum et Value

Actions mondiales (MSCI World Factor Indices)



Un apaisement, même temporaire, dans l'affrontement sino-américain, ranimerait sans doute l'appétit pour le risque, et permettrait aux valeurs industrielles et financières de surperformer; il en irait de même pour les indices européens et japonais par rapport au S&P 500. Si le mouvement débouchait sur une baisse du dollar, les marchés émergents et les valeurs liées aux matières premières participeraient à la fête. Mais nous ne sommes pas convaincus que ce retour en grâce sera durable. À moins d'impulsions nouvelles, le déroulement du cycle joue contre les actifs risqués. Nous avons identifié plus haut cinq sources d'où pourraient partir ces impulsions: la Fed, la BCE, les finances publiques allemandes, la Chine et enfin la Maison-Blanche. Cette dernière est la moins prévisible de toutes, mais pour les autres, les attentes du consensus de marché tendent à dépasser ce qui nous paraît réalisable.

Des surprises restent possibles, mais tant qu'elles ne bouleversent pas le tableau ci-dessus, nous y répondrons par des ajustements tactiques uniquement. Nous réaffirmons notre préférence pour une allocation équilibrée et une sélection de valeurs et de thèmes fondée sur la qualité bilancielle et bénéficiaire. Nous gardons notre ligne de conduite car il est facile de s'égarer lorsque les arbres cachent la forêt. ■

¹⁴ Soit 17'000 milliards de dollars environ au 26 septembre. Michael Hartnett, stratège de BofA Merrill Lynch, a souligné le parallèle avec le bilan cumulé des principales banques centrales: 16'600 milliards.



Patrizio Merciai, Chief Strategist
Octobre 2019

