

RENVERSANT !

EN BREF

L'optimisme sur la croissance et les craintes sur l'inflation se sont transformées en leur exact contraire. Les anticipations sur les taux d'intérêt se sont inversées, de haussières à baissières. Les investisseurs qui avaient accumulé des actifs risqués les liquident aujourd'hui. Ce dernier mouvement n'est pas terminé mais le pessimisme actuel nous paraît tout autant excessif que l'euphorie précédente. Nous envisageons donc un nouveau retournement de perspective et la reprise des principaux marchés.

NOTRE STRATÉGIE

Nous avons abordé le dernier trimestre de 2018 avec environ 20% de liquidités dans nos profils défensifs et équilibrés. Ainsi, nous n'avons pas profondément modifié notre allocation durant les turbulences. Le 16 janvier, nous avons recommencé à accumuler des actions, ce qui a fait passer notre exposition à celles-ci de sous-pondérée à neutre et ramené nos réserves de liquidités à 15% environ.

Nous avons réintroduit une exposition spécifique au secteur technologique américain, afin de renforcer notre exposition aux sources de croissance peu cyclique, étant bien entendu que nos portefeuilles restent par ailleurs largement diversifiés entre les États-Unis, l'Europe et l'Asie, Japon compris.

Le 12 décembre dernier, nous avons vendu nos positions en obligations du Trésor US à 20 ans et plus, afin de raccourcir la duration moyenne de notre portefeuille. Opération symétrique: la constitution d'une position tactique sur l'or. Le 16 janvier, nous avons réduit à nouveau notre risque de duration, qui est désormais nettement inférieur à celui du marché.

Notre sous-exposition d'ensemble au revenu fixe atteint désormais 25% pour les profils diversifiés. Nous détenons des titres du Trésor américain et de débiteurs privés de première qualité, tandis que nous demeurons très sélectifs sur le haut rendement. Nous restons pour l'heure à l'écart de la dette émergente, alors que notre exposition aux actions émergentes se limite à l'Asie.

RENVERSANT !

La plupart des marchés financiers viennent de terminer une année difficile, ce dont on avait perdu l'habitude, et aujourd'hui le pessimisme domine. Dans la dernière phase d'euphorie, l'on avait volontiers extrapolé des tendances, refusant de voir qu'elles n'étaient pas soutenables. À l'inverse, nombre d'investisseurs redoutent désormais la chute dans un puits sans fond.

Comme souvent en pareil cas, il est difficile de tout rapporter à une cause unique, ni même d'identifier le déclencheur. Les incertitudes politiques ont assurément joué un rôle, nous en avons amplement parlé dans le numéro précédent de cette Revue, mais une analyse plus complète ne peut ignorer la toile de fond macro-économique, les conditions monétaires, ainsi que les flux mondiaux de capitaux et leur allocation. Sans oublier les enchaînements entre ces différents facteurs.

Que constate-t-on? La croissance mondiale décélère depuis près d'une année – mais sans tomber au-dessous de son potentiel à long terme. L'opinion dominante sur les marchés a d'abord ignoré les faits: elle ne s'est pas préoccupée de la Chine qui était en panne de croissance depuis 2015, elle a voulu voir dans une embellie passagère le grand retour de la zone euro, et ainsi de suite. En quelques semaines, le consensus de marché a totalement renversé son point de vue et redoute désormais une contraction imminente, ignorant les facteurs positifs, tels que le désendettement et la hausse du pouvoir d'achat du consommateur américain.

Les cycles monétaires des États-Unis, de la zone euro, du Japon restent décalés dans le temps, avec la Fed pour chef de



file. Sur son impulsion, la liquidité excédentaire sur les marchés a cessé de croître, plafonné puis commencé à décroître il y a deux ans aux États-Unis et un peu plus d'une année à l'échelle mondiale: le relèvement des taux directeurs a commencé il y a trois ans déjà. La Fed a poursuivi sa politique, mais le marché des taux à terme l'a ignorée: longtemps trop optimiste, il a été forcé de rattraper la réalité dans les derniers mois de 2018. Mais la leçon a été vite oubliée: aujourd'hui il parle sur une baisse imminente des taux alors que la Fed, malgré quelques précautions oratoires, n'annonce rien de tel. En d'autres termes, face à une politique monétaire inchangée, la direction des taux du marché s'est **renversée**.

Ces péripéties n'auraient pas eu autant d'impact si les investisseurs les avaient affrontées à partir de positions solides. Or on était très loin du compte: à la fin de 2017, les instruments de protection étaient vendus à découvert, les entreprises émettaient des montants record d'obligations qui trouvaient facilement preneur... jusqu'à l'été dernier. Quant aux grands investisseurs institutionnels, ils n'avaient jamais été autant surpondérés en

actions mondiales qu'en septembre dernier. Ils ont été forcés de **renverser** la vapeur et vendre nombre de positions en toute urgence.

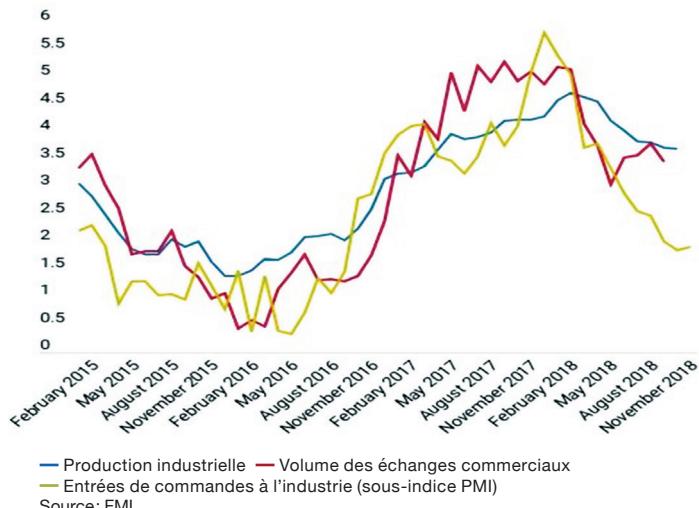
Résultat de cette triple inversion, des pertes sur l'écrasante majorité des actifs risqués à l'échelle mondiale. Une situation qui paraît exceptionnelle, mais qui en réalité s'inscrit dans la norme des corrections précédentes, y compris celle de 2015-2016. Que nous réservent les prochains mois? Les fondamentaux nous paraissent moins fragiles que ce que certains redoutent. Ce sera indéniablement un puissant soutien. Mais il implique que le consensus sur les taux d'intérêt est aujourd'hui excessivement optimiste. La poursuite du resserrement monétaire sera donc le revers de la médaille du soulagement sur la croissance. Quant au repositionnement des investisseurs, il ne nous paraît pas terminé, ce qui freinera la reprise des marchés. Cela dit, c'est bel et bien une reprise que nous envisageons. Un nouveau renversement, mais dans le sens positif: ne dit-on pas d'une bonne nouvelle qu'elle est renversante? ■

LA TOILE DE FOND PERDUE DE VUE

Nous l'avons dit, l'opinion générale a soudainement pris conscience du ralentissement de la croissance macro-économique, qui était parfaitement visible depuis six mois au moins et dont les causes étaient bien connues. Sans refaire l'analyse,¹ résumons-la ainsi: les gains de productivité ayant été médiocres tout au long de ce cycle, le potentiel de croissance a nettement diminué dans tous les pays industrialisés. La formidable stimulation monétaire des dernières années a amené plusieurs économies, les États-Unis mais aussi l'Allemagne au-delà du plein emploi et de l'utilisation optimale des capacités de production. La Fed a commencé à inverser la vapeur il y a plus de trois ans; la BCE a cherché à retarder l'inéluctable mais a tout de même mis fin à ses achats d'actifs. Aux États-Unis, la relance budgétaire a succédé à la stimulation monétaire. Rien de comparable n'est prévu en Europe, même si la coalition au pouvoir en Italie cherche à imiter Donald Trump sur ce point.²

Indicateurs de l'activité économique mondiale

Économies avancées et Chine, moyennes sur 3 mois des taux de croissance sur 12 mois, sauf PMI: écart par rapport à 50



La politique économique chinoise n'est jamais facile à déchiffrer, mais en quelques lignes: le surinvestissement, pas toujours productif d'ailleurs, qui régnait il y a quelques années n'est plus soutenable, tandis que la priorité donnée aux secteurs d'avenir tend à abaisser le rythme de croissance dans l'intervalle. Le pouvoir cherche à relancer le crédit bancaire proprement dit, tout en réprimant les financements dans les circuits parallèles (*shadow banking*). Les mesures de relance budgétaire se multiplient également. Au final, la croissance semble se caler sur un rythme d'environ 6% selon les chiffres officiels, 4% probablement en réalité.³

Deux remarques s'imposent: même si le conflit commercial avec les États-Unis l'a aggravée, la panne de croissance en Chine a des causes plus profondes, en partie liées à la structure de l'économie et à sa planification. En second lieu, la Chine n'est plus la locomotive de la croissance mondiale, si elle l'a jamais été, mais reste une variable de poids. La première phase de décélération en 2015 avait d'ailleurs déclenché une forte baisse sur les marchés mondiaux, selon des modalités assez proches de celles que nous vivons actuellement. ■

¹ Dans les numéros précédents de cette Revue, voir par exemple celui de juillet 2018, p. 4.

² Les mesures annoncées en France suite au mouvement des « Gilets jaunes » sont fragmentaires et pourraient d'ailleurs être compensées par de nouveaux impôts.

³ Sur la base de statistiques sectorielles dans l'économie réelle: l'indice surnommé Li Keshiang (consommation d'électricité, production de ciment et fret ferroviaire) et d'autres mesures plus fines, notamment celles d'UBS Evidence Lab.

PENTE DOUCE OU PRÉCIPICE ?

Le psychodrame des deux dernières semaines de l'année n'a pas été déclenché par une forte surprise d'ordre fondamental. En Chine comme dans la zone euro, plusieurs publications de statistiques macroéconomiques sont apparues relativement faibles, mais s'inscrivaient dans une tendance bien établie depuis plusieurs mois. Aux États-Unis, les déceptions ont été mineures : ainsi par exemple, les replis des indicateurs avancés PMI et ISM n'ont pas percé le palier de 50, qui eût signalé une contraction. Dans un autre domaine, le *profit warning* d'Apple a marqué les esprits, et pourtant les signes annonciateurs n'avaient pas manqué dans les mois précédents. En un mot, le ralentissement de l'activité, redescendant des sommets de 2017, était prévisible, mais « le marché » n'a pas voulu y croire, jusqu'à ce qu'il se trouve face au fait accompli. L'image qui vient à l'esprit est celle du coyote des dessins animés : courant à la poursuite de Bip-Bip, il atteint le bord d'un précipice sans s'arrêter. Il continue à l'horizontale, comme si de rien n'était, jusqu'au moment de se rendre compte qu'il n'y a plus de sol sous ses pattes... C'est alors seulement qu'il tombe.

L'image est séduisante, mais tout de même trompeuse. En réalité, la croissance américaine et mondiale n'est pas au bord d'un précipice, elle a entamé une descente en pente douce. L'économie des États-Unis ne donne aucun des signes classiques de fin de cycle. La poursuite du plein-emploi sera bien entendu déterminante pour soutenir la consommation, nous allons en reparler, mais il ne faut perdre de vue que les ménages se sont sérieusement désendettés ces dernières années, alors même que leur revenu disponible a progressé. L'activité reste par ailleurs soutenue par une politique budgétaire extrêmement accommodante. Les effets immédiats de la réforme fiscale sont

derrière nous, mais ses acquis ne seront pas remis en cause. Quelle que soit l'issue du « shutdown » qui perdure au moment d'écrire ces lignes, la confrontation entre la Présidence et le Congrès dominera la législature, mais cette configuration n'a rien d'inédit. Elle pourrait bloquer de grands projets⁴ mais devrait surtout consolider le statu quo, autrement dit le maintien des dépenses sociales comme celles de sécurité, et l'abaissement de la charge fiscale. La stimulation budgétaire devrait ainsi persister, au prix d'un creusement sans précédent du déficit.

Malgré trois ans de resserrement, la politique monétaire, pour sa part, est loin d'être franchement restrictive. Nous avons souvent évoqué ici-même l'extraordinaire modération de l'inflation aux États-Unis, en comparaison des cycles précédents. C'est la résultante, croyons-nous, de plusieurs forces structurelles : les nouveaux services commerciaux par internet, d'Amazon à Uber, la flexibilité du marché de la main-d'œuvre et l'existence d'une « armée de réserve » de personnes longtemps découragées qui cherchent à nouveau un emploi. Mais du point de vue conjoncturel, on observe tout de même un réveil en douceur de l'inflation : la hausse des salaires horaires atteint désormais 3,2%.

Deux conséquences : un début de pression sur les marges bénéficiaires des entreprises, qui pour l'heure reste bénin. Et surtout le « sujet qui fâche » : la nécessité pour la Fed de poursuivre le resserrement monétaire. ■

⁴ La presse ne parle que du « mur » à la frontière avec le Mexique, mais le grand projet de renouvellement des infrastructures pourrait être gelé lui aussi. Les conséquences pratiques seraient toutefois faibles car le plan est loin d'être finalisé et son financement n'a jamais été défini.

LA POLITIQUE DE LA FED : OBSTINATION OU SAGESSE ?

À Wall Street, une règle est établie de longue date : *Don't fight the Fed*. Ceux qui sont tentés de violer cette règle le font à leurs risques et périls. On l'a bien vu durant le psychodrame des dernières semaines. La Fed avait à peine modifié sa communication avant sa réunion du 19 décembre, mais l'opinion dominante sur les marchés s'était prise à espérer une pause, voire la fin pure et simple de la hausse des taux directeurs. Il n'en a rien été. D'où la brutale remontée des taux courts et une nouvelle vague de secousses sur les actifs risqués. Mais aussitôt après, c'est la crainte d'une erreur d'appréciation de la Fed qui a dominé. Selon cette logique, la hausse des taux serait déjà excessive et enverrait l'économie américaine en récession, d'où la détente des rendements sur les échéances longues du Trésor et une nouvelle panique sur les actifs risqués. La courbe des rendements s'est aplatie à la limite de l'inversion, nous allons en reparler, et les taux à terme se sont à nouveau écartés du message de la Fed, au risque d'une nouvelle déconvenue.

Jay Powell a rassuré les marchés le 4 janvier en soulignant qu'il pouvait faire preuve de « patience » mais en réalité il n'a rien promis d'autre que ce qui était déjà annoncé : en décembre, les membres du *Federal Open Market Committee* avaient déjà prévu d'espacer les relèvements des taux et d'abaisser leurs objectifs d'un quart de point. Ils pourraient retoucher à nouveau ceux-ci à la séance de mars et donner entretemps quelques

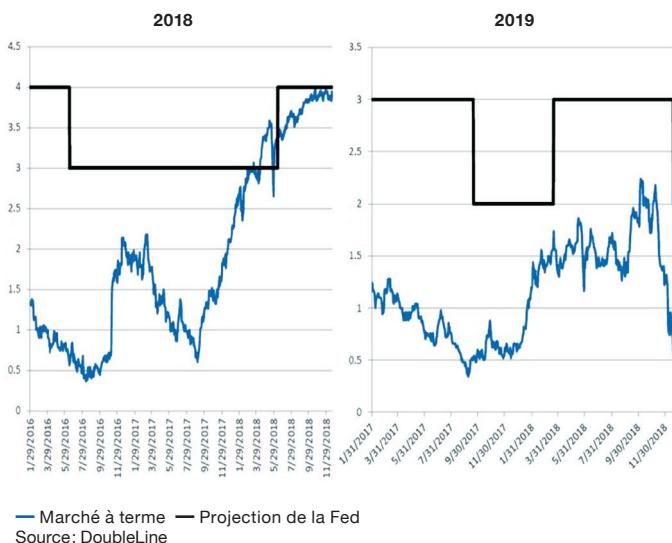
messages apaisants. Mais à ce jour, l'objectif reste d'amener les taux directeurs à 2,75% sinon plus haut tandis que le marché à terme implique désormais que le prochain mouvement sera à la baisse. Une divergence est ainsi réapparue, comme le mois dernier et comme souvent par le passé. Or à chaque fois, c'est le marché à terme qui a été forcé de se réaligner sur la Fed. Comment donc le marché pourrait-il se tromper ? Les taux à terme reflètent les anticipations au jour le jour, qui varient au gré des nouvelles, tandis que les membres du FOMC ont la responsabilité d'une politique qui va affecter tous les acteurs économiques, chacun d'entre eux doit publier ses prévisions et *in fine* ce sont eux qui décident.⁵

Que voient-ils donc sur leur écran radar ? Une économie qui a dépassé le plein emploi, l'accélération des salaires, l'allourdissement de l'endettement des entreprises (mais non des consommateurs, nous l'avons dit), une forte stimulation fiscale comportant de sérieux risques budgétaires. Tout plaide pour la poursuite de la hausse des taux. L'instabilité des marchés n'est pas un frein suffisant : les « conditions financières » tiennent compte de la performance des actions, mais aussi des spreads sur toutes les catégories d'obligations, du marché hypothécaire et des autres secteurs du crédit bancaire. Toutes ces variables se sont dégradées par rapport au contexte extraordinairement favorable de 2017 mais restent très loin de leur position neutre,

à en croire les indicateurs de la Fed elle-même: le National Financial Conditions Index a décollé à peine de son plancher; le Financial Stress Index n'a pas égalé à ce jour ses pics de 2010 ou de 2016, pas plus d'ailleurs que l'un des indicateurs privés les plus suivis, celui de Goldman Sachs. Ainsi, Jay Powell et ses collègues peuvent à bon droit et en toute conviction affirmer que la politique actuelle n'est pas restrictive.

Nombre de hausses de 1/4 % des Fed Funds

Implicites selon le marché à terme, comparées aux projections de la Fed



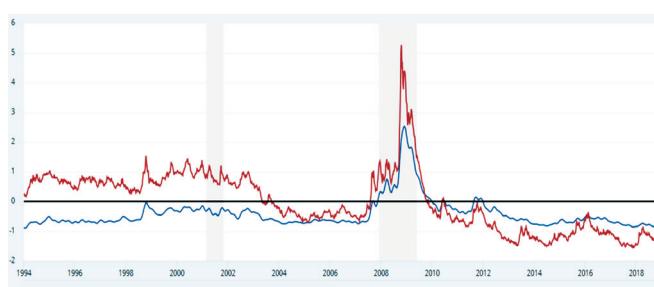
L'INVERSION DES TAUX N'EST PAS UNE MENACE IMMINENTE

Jamais on n'a noirci autant de papier ou de pixels à propos de l'aplatissement de la courbe des rendements. À partir de 2011, et la crise de la dette européenne, tout un chacun avait appris ce qu'est un *spread*; de même aujourd'hui, les chauffeurs de taxi et les garçons de café sont devenus spécialistes de « l'inversion ». Pourtant, le phénomène n'est pas nouveau lui non plus: la courbe des rendements sur le dollar s'aplatis sensiblement depuis décembre 2016.

Nous ne minimisons pas l'importance de cet indicateur, bien au contraire. La forme de la courbe n'est pas une simple enquête de confiance. Elle ne traduit pas non plus uniquement des anticipations. Elle reflète la réalité *hic et nunc*: si les taux à court terme sont aussi élevés que les rendements longs, nombre de projets d'investissements et de stratégies financières cessent d'être rentables. La courbe a ainsi une valeur prédictive exceptionnelle sur l'activité économique. Toute inversion de la structure des taux sur le dollar a été suivie par une récession aux États-Unis. Le signal est d'ailleurs précurseur: de douze à dix-huit mois avant le début officiel de la récession. Cette fonction anticipatrice est meilleure que celle des actions: l'inversion a toujours précédé la culmination des cours de bourse.⁷

Or dans la panique de ces dernières semaines, on a trop souvent négligé ce décalage temporel. Lorsque la courbe s'inversera pour de bon – ce qui n'est pas tout à fait acquis – il lui faudra encore du temps pour déployer tous ses effets. ■

Conditions financières aux États-Unis



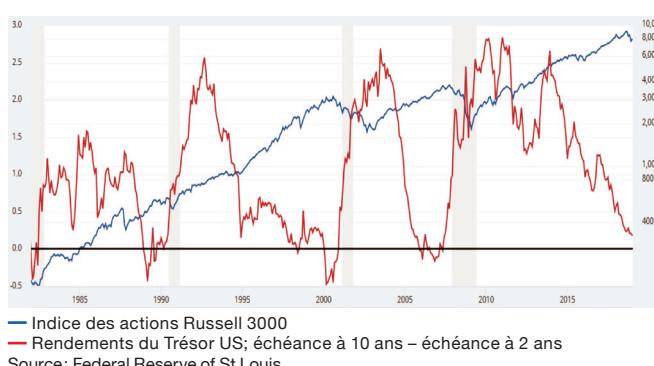
Les taux du marché risquent fort de se retendre pour se réaligner sur la Fed, et provoquer quelques secousses. Ce sera le prix à payer pour jour de la poursuite de la croissance. Le rôle de la banque centrale est « d'ôter le bol de punch quand la fête bat son plein»⁶ et non pas quand la moitié des convives sont déjà soûls et roulent sous la table. Il vaut mieux se montrer impopulaire que risquer de sérieux accidents.

En d'autres termes, l'économie américaine continue de bénéficier de la vigueur de la consommation, de la stimulation fiscale et d'une politique monétaire encore accommodante. ■

⁵ À noter que jamais la dispersion des projections des 17 membres n'a été aussi faible que le 19 décembre dernier.

⁶ Avait dit Bill Martin, Président de la Fed pendant vingt ans et grand défenseur de son indépendance.

Pente de la courbe des rendements et marché des actions américaines



⁷ Ainsi par exemple dans le cycle précédent, les rendements à 2 ans avaient dépassé ceux à 10 ans en juin 2006, 17 mois avant le début de la « grande récession ». L'indice S&P 500 avait culminé en octobre 2007, soit 15 mois après l'inversion des taux, et deux mois seulement avant la contraction économique.

TREIZE OU SEPT?

D'aucuns rétorqueront que Wall Street a désormais «vu» poindre la récession, et que le marché a toujours raison etc. etc. La réalité est pourtant différente: les faits ont souvent donné tort au marché. Toute récession a certes été précédée d'une culmination de l'indice S&P 500, mais l'inverse n'est pas vrai: les cours ont pu plonger pour toutes sortes de raisons, mais dans plusieurs cas, l'activité économique s'est poursuivie et l'optimisme est revenu. 1987 ou 1994 sont des exemples classiques, et 2015 y ressemble beaucoup. Au total, de 1945 à

aujourd'hui, l'indice S&P 500 a connu 13 baisses de plus de 20%, mais seulement 7 d'entre elles ont été suivies d'une récession dans les douze mois. La célèbre boutade de Paul Samuelson: «Des cinq dernières récessions, le marché des actions en a prédictes neuf»⁸ reste donc plus proche de la réalité que la plupart des prévisions. ■

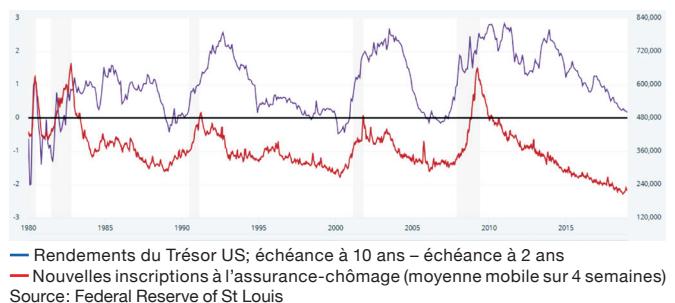
⁸ Dans un article de 1966.

AVANT L'HEURE, CE N'EST PAS L'HEURE

L'investisseur dispose donc de passablement de temps avant que survienne l'inéluctable. Mais de combien exactement? Sans surprise, les experts divergent.⁹ Nous préférons une autre approche. Il existe un indicateur moins avancé que la courbe des taux, dont le retournement de tendance annonce une récession imminente. Le délai est très court: en 2007 par exemple, le signal n'a précédé que d'un mois le début de la décroissance. C'est peu, mais tout de même appréciable. N'oublions pas que les entrées en récession sont identifiées *ex post*:¹⁰ un signal coïncidant avec la réalité permet tout de même à l'investisseur de réagir en temps utile au lieu d'attendre les confirmations.

Quel est donc cet oiseau de malheur? La dégradation du marché de l'emploi, mesurée par les nouvelles inscriptions au chômage, de préférence aux indicateurs mensuel bien connus, taux de chômage et création d'emplois, qui donnent souvent des signaux contradictoires sur le court terme. Dans tous les cycles précédents, la décrue du chômage aux États-Unis a été graduelle, tandis que sa reprise a été foudroyante. Les entreprises américaines sont connues pour réagir très rapidement à toute baisse de la demande par une réduction de leurs effectifs. Mais un bond du chômage est toujours dévastateur pour la consommation, et sanctionne sans appel la fin des années grasses.

Pente de la courbe des rendements et nouvelles inscriptions à l'assurance-chômage



Or cet indicateur avait connu à peine quelques hésitations en novembre dernier. Depuis, il est clairement revenu dans sa tendance baissière. Pour l'heure, le signal reste au vert. Sans prendre de pari sur 2021 ou 2022, constatons que l'actuelle phase d'expansion de l'économie américaine, vieille de neuf ans, n'a pas encore reçu le baiser de la mort. ■

⁹ Une anecdote : la même semaine de décembre dernier, deux des plus grandes banques au monde avaient chacune publié une étude très fouillée, selon une méthode largement comparable. L'une chiffrait la probabilité d'une récession dans les douze mois suivants à 38%, l'autre à 6%.

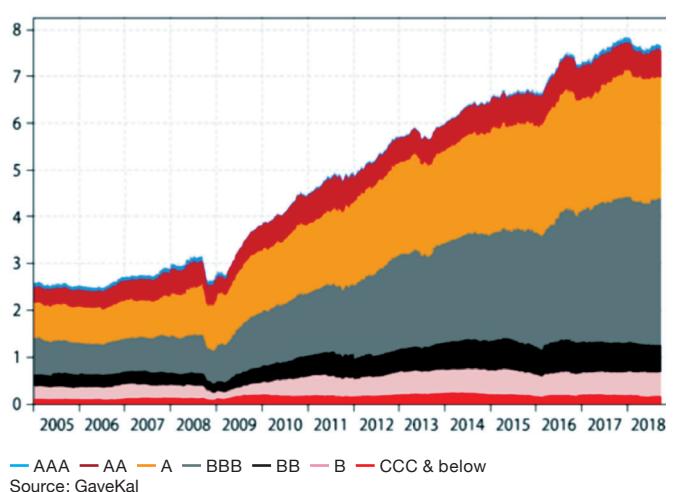
¹⁰ Aux États-Unis, c'est le National Bureau for Economic Research qui identifie officiellement les pics et les creux de l'activité. La communication intervient souvent avec 8 à 12 mois de retard, voir le tableau récapitulatif sur la page Web : www.nber.org/cycles. La définition courante mais non officielle de deux trimestres consécutifs de baisse du PIB réel n'est pas beaucoup plus utile, car les données sont publiées avec trois mois de décalage et sont fortement révisées en juillet de chaque année.

LES MÉCANISMES DE LA PANIQUE

Parvenus à ce stade, une question s'impose : si la dégradation des fondamentaux a été modeste, pourquoi donc tous les marchés des actifs risqués ont-ils aussi violemment réagi? Nous y voyons trois causes principales: le positionnement agressif de la plupart des investisseurs jusqu'au au début de la secousse, l'effet du resserrement monétaire à ce jour sur l'appétit pour le risque, et la disparition des mécanismes qui avaient maintenu la volatilité à des niveaux extrêmement bas. Ces trois causes sont liées: la faible volatilité avait permis aux investisseurs d'accumuler des positions et de les protéger à faible coût, ce qui n'est plus possible aujourd'hui. Les taux d'intérêt extraordinairement bas de naguère avaient permis une explosion d'émissions d'obligations de moindre qualité, mais maintenant elles connaissent pour la première fois une pression vendueuse. On pourrait multiplier les exemples, terminons par un trait anecdotique, mais qui illustre bien la situation des marchés. En 2015, plus de 30% des employés de Wall Street avaient trop peu d'ancienneté pour avoir vécu un seul épisode de relèvement des taux d'intérêt.¹¹

Obligations de sociétés américaines selon leur notation

Montants en trillions de \$



Outre ses effets macroéconomiques, la hausse des taux d'intérêt influence tous les modèles de valorisation des actifs risqués, met en difficulté quelques entreprises surendettées, décourage les rachats d'actions financés par l'émission d'obligations (mais non ceux payés cash par les entreprises qui disposent de liquidités), et enfin freine bon nombre de montages financiers fondés sur le levier.

D'un point de vue fondamental, la hausse des taux devrait affecter avant tout les entreprises et les marchés les plus fragiles. Les premiers mois de la correction avaient confirmé cette logique: chute des monnaies telles que la livre turque ou le peso argentin, baisse des valeurs cycliques et financières, chute des obligations *high yield*... Mais dans les dernières semaines de 2018, les valeurs de première qualité ont été liquidées à leur tour. La plupart des corrections boursières connaissent une phase de « capitulation », où l'on jette au feu les *blue chips* qui avaient résisté jusqu'alors.

TOUS LES MARCHÉS ONT ÉTÉ PRIS DANS LA TOURMENTE. TOUS ? - NON...

Les quelques semaines avant et après le Nouvel-An ont été marquées par des mouvements de yo-yo sur les actions et sur les débiteurs privés. Il en a été de même sur les titres d'État et sur l'or, mais en miroir: hausse lorsque les actifs risqués baissaient, et vice-versa. Rien de surprenant, en fin de compte.

En revanche, le marché des changes a été moins volatil que celui des actions et des obligations. Au plus fort de la tourmente en décembre, le dollar a baissé contre le yen – plus que contre le franc, d'ailleurs – mais les autres monnaies ne se sont pas vraiment appréciées à ce jour. L'euro a à peine retrouvé le niveau de juin-juillet dernier, niveau déjà déprimé par l'entrée en dissidence de l'Italie au sein de l'UE. Le renminbi s'est stabilisé, mais lui non plus n'a pas dépassé les niveaux d'il y a deux trimestres.

Et pourtant plusieurs forces étaient conjuguées pour faire baisser le dollar : suite à l'accélération de l'inflation ainsi qu'à la détente des rendements obligataires et du marché à terme, les taux d'intérêt réels ont nettement baissé. Les craintes sur la croissance ont marqué la fin de « l'exception américaine ». Wall Street a été la dernière à entrer en correction, mais une fois dans le bain, pourrait-on dire, elle a sous-performé les actions européennes et émergentes.

CAPITULATION SANS CONDITIONS ?

Le désengagement des investisseurs que nous venons de vivre correspond bien à ce que le jargon financier appelle capitulation. Poursuivons dans cette image guerrière : la fin des combats survient lorsque les investisseurs les mieux prémunis en liquidités décident de tirer parti des baisses de cours pour réaccumuler des actifs. Avons-nous atteint ce point aujourd'hui ? L'amplitude de la baisse inciterait à donner une réponse positive, mais un doute subsiste: il n'est pas certain que les investisseurs institutionnels aient totalement liquidé leur surpondération en actions. Dans la première quinzaine de décembre, un échantillon représentatif d'entre eux avaient ramené leur allocation aux actions mondiales de 131% à 115%.¹² Le désengagement s'est vraisemblablement poursuivi ces dernières semaines, mais on ne dispose pas encore de données. Tant qu'ils ne seront pas confortablement

On peut envisager ce phénomène sous un angle psychologique: la fameuse alternance entre l'avidité et l'angoisse, *greed and fear*. Cela dit, un mécanisme beaucoup plus concret est à l'œuvre. Tout investisseur, s'il est pris à contrepied, cherchera à vendre ses positions les plus fragiles, mais s'il n'y parvient pas sans de lourdes pertes, il devra compenser celles-ci par la vente de positions de meilleure qualité, et ainsi de suite. En outre, si l'investisseur a eu recours au levier, il sera forcé de vendre immédiatement, avec un effet d'autant plus dévastateur. Or les achats sur marge avaient été très élevés en première partie d'année, à Wall Street et probablement ailleurs. Voilà pour les positions physiques; dans le cas des instruments dérivés, les mécanismes peuvent être inextricables, provoquant des mouvements erratiques. ■

¹¹ Calcul fondé sur les données d'Emolument.com.

C'est probablement le désengagement des grands investisseurs qui a soutenu le dollar, ou du moins freiné sa baisse. Nous l'avons discuté par le passé: à l'échelle mondiale et sans égard pour la nationalité des différents opérateurs, la diversification des portefeuilles du « centre » vers les marchés plus risqués tend à affaiblir le dollar. En période d'aversion pour le risque, au contraire, les capitaux mondiaux tendent à refluer vers les actifs américains tels que les obligations du Trésor.

D'un point de vue fondamental, le dollar paraît de plus en plus fragile. Le déficit budgétaire va atteindre des records historiques et alourdir la charge d'intérêt. La stimulation fiscale continue de soutenir la consommation et donc, presque automatiquement les importations. Malgré le relèvement des droits de douane, la balance courante des États-Unis ne cesse de se dégrader. Dans notre analyse, c'est la perte de confiance des investisseurs, autrement dit la persistance de l'aversion au risque qui pour l'instant compense les fondamentaux baissiers. ■

sous-pondérés, les grands investisseurs seront tentés, croyons-nous, de vendre sur les reprises plutôt que d'acheter dans les creux.

Il convient donc d'observer ce type d'indicateurs afin de déterminer si la capitulation a bel et bien eu lieu. Si tel ne devait pas être le cas, d'autres phases de baisse pourraient survenir, mais elles amélioreraient d'autant plus la valorisation des actifs de première qualité sur la base de fondamentaux qui ne se sont pas totalement dégradés. En d'autres termes, la revalorisation que les marchés subissent nous paraît salutaire. ■

¹² BofA Merrill Lynch Fund Manager Survey, mensuelle.

CONCLUSIONS DE PLACEMENT

Avant d'en tirer les conclusions pratiques, récapitulons quelques points fondamentaux : la croissance mondiale continue de décélérer mais demeurera au-dessus de son potentiel aux États-Unis, en Europe et au Japon. Le déficit de croissance en Chine a des causes plus profondes que le contentieux avec les États-Unis mais devrait se stabiliser. Au niveau mondial, la croissance reste hésitante dans le secteur manufacturier, ce qui freine également la demande d'énergie et de matières premières.

L'inflation poursuit son accélération régulière aux États-Unis et dans plusieurs pays européens, tirée par le marché de l'emploi. Malgré ses déclarations apaisantes, la Fed ne devrait pas bouleverser son calendrier, qui pour l'instant prévoit deux hausses des taux directeurs en 2019. Les anticipations du marché, mesurées par les taux d'intérêt à terme, nous paraissent irréalistes. Lorsque ces rêves se dissiperont, il faudra craindre de nouvelles tensions sur les taux. Mais pour l'heure, leur détente au moment même du réveil de l'inflation a fait baisser les taux réels, a affaibli le dollar et déclenché un sursaut sur les cours de l'or.

Cela dit, la baisse du dollar est restée modeste à ce jour, sans commune mesure avec l'amplitude des mouvements boursiers. À notre avis, cette résilience du dollar s'explique par le reflux des capitaux internationaux, hors des marchés les plus risqués vers le Trésor des États-Unis. Le dollar devrait rester très demandé tant que l'aversion pour le risque dominera sur les marchés mondiaux mais la balance courante continuera de se dégrader. À l'inverse, l'euro est nettement sous-évalué. L'assouplissement quantitatif de la BCE l'a empêché de s'apprécier en ligne avec le différentiel de rendement et d'inflation. Mais le QE vient de prendre fin et une nouvelle période s'ouvre. Nos objectifs à 12 mois sont de 1.21 sur l'euro/dollar et 1.13 sur l'euro/franc suisse. Une stabilisation de la confiance sur les marchés financiers mondiaux devrait déclencher à la fois une baisse du dollar et un regain d'intérêt pour les marchés émergents notamment.

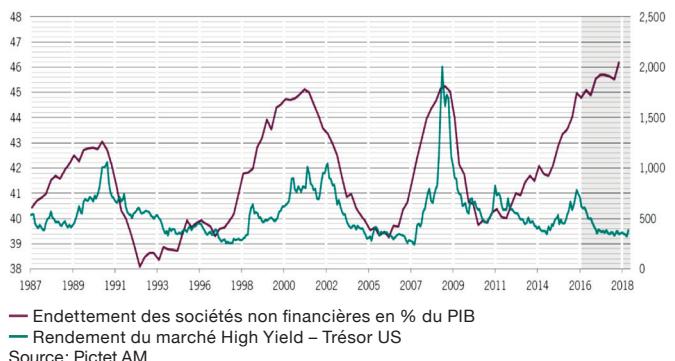
Le rendement sur le Trésor US s'était amélioré en termes réels jusqu'en novembre dernier, mais depuis lors cet avantage a été en partie effacé. Il faut se réjouir que le marché ait bien joué son rôle de refuge dans la tourmente, mais la poursuite de la croissance, celui du resserrement monétaire et le creusement du déficit budgétaire renverront les rendements à la hausse. Pour les obligations à 10 ans, nous maintenons notre objectif à 12 mois à 3.35%, la courbe des taux restant presque plate. Sur cette base, le marché nous semble désormais suracheté. Nous avons déjà légèrement réduit notre exposition et surtout fortement raccourci notre risque de duration.

Le resserrement monétaire reste à l'ordre du jour à l'échelon mondial. La BCE vient de mettre fin à ses achats nets d'actifs et le premier relèvement de ses taux directeurs interviendra entre septembre et décembre. La BNS la suivra de près. Avec la fin du QE en Europe, le Bund et même la Confédération devraient sous-performer le Trésor US (couvert contre le risque de change).

Malgré la correction récente, les différentiels de crédit restent trop bas face à la décélération de la croissance dans les secteurs cycliques et à la montée de l'endettement. Pour l'*Investment Grade*, les niveaux de rendement ne compenseront pas une légère perte en capital, tandis que sur le *High Yield*, les risques

de défaut vont s'accroître. Une forte sélectivité s'impose donc sur l'ensemble des obligations de débiteurs privés, en particulier sur les notations les plus faibles (BBB dans l'*Investment Grade*, B et au-dessous dans le *High Yield*).

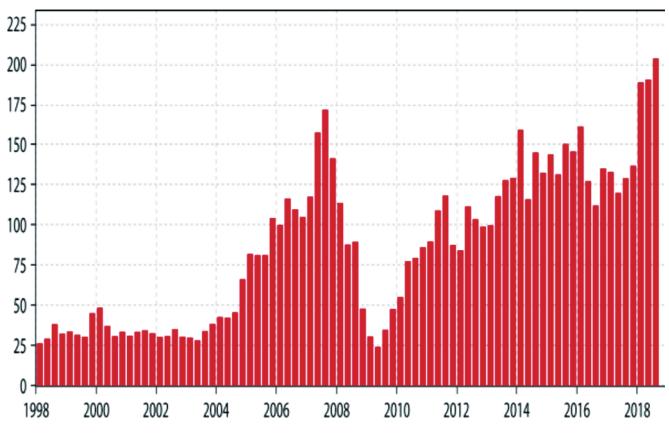
Endettement des sociétés et différentiel de rendement



La correction a ramené les multiples des grands indices actions aux niveaux de début 2016, lors de la dernière alerte sur l'économie mondiale. Les prévisions bénéficiaires peuvent encore être revues en baisse, mais la croissance nominale reste porteuse et les pressions sur les marges demeurent modestes. Aux États-Unis, les rachats d'actions par leurs émetteurs sont un puissant soutien – pour autant qu'ils soient financés par la trésorerie des entreprises et non par l'endettement.

Actions du S&P 500 rachetées par leurs émetteurs

Montants par trimestre, md \$



La volatilité restera bien présente, en raison des incertitudes politiques et surtout de la contraction de la liquidité mondiale. De grands investisseurs sont encore surinvestis en actions et vendront probablement sur les reprises. Cela dit, dans le contexte de maintien de la croissance mondiale sans forte tension inflationniste, il suffirait que les principaux indices retrouvent leur niveau d'octobre dernier pour dégager des plus-values substantielles.

Les secousses de ces derniers mois ont démontré la valeur d'une approche défensive. Jugeant que la correction en cours ne préfigure pas une récession ou tout autre grave problème fondamental, nous n'avons pas réduit notre exposition en décembre. Cela dit, les conditions qui permettraient une forte reprise des marchés ne

sont pas toutes remplies, selon nous. C'est pourquoi les réserves de liquidités et les obligations du Trésor US restent le meilleur moyen de faire face à la volatilité et à l'instabilité de la confiance. Il y a néanmoins lieu de réduire le risque de duration, répétons-le, car l'optimisme actuel sur la détente des taux nous semble excessif. Rappelons que notre règle est de ne prendre aucun risque de change sur les positions en revenu fixe.

Parmi les actifs risqués, les actions conservent notre préférence. Nos portefeuilles étaient sous-pondérés au moment où la correction des marchés est entrée dans sa phase aiguë. Nous n'avons donc plus modifié notre allocation, du moins jusqu'à tout dernièrement. Nous venons en effet de réaugmenter notre exposition aux actions, principalement sur la technologie.

Notre cœur de portefeuille favorise au niveau mondial le facteur qualité, qui se définit par les ratios d'endettement, les taux de rentabilité et la stabilité des bénéfices. Le secteur technologique

américain correspond totalement à ces critères. Même s'il a été chahuté ces derniers mois, ses perspectives bénéficiaires ne sont pas compromises, sa rentabilité reste exceptionnelle et nombre de sociétés disposent de colossales réserves de liquidités. Bien que tout portefeuille diversifié soit déjà exposé à la technologie, nous réintroduisons des instruments de placement plus ciblés.

Nous avons ainsi rétabli une exposition neutre aux actions. Nous n'entendons pas aller au-delà tant que nous n'avons pas de signes plus clairs du retour des grands investisseurs sur le marché. Cela dit, notre intention est bien de continuer d'accumuler des actifs et non d'en vendre. ■



Patrizio Merciai, Chief Strategist
Janvier 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.