



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Marchés boursiers: redressement après les turbulences de décembre**
- **Conjoncture: récession en Italie**
- **Stratégie: réduction tactique de la pondération en actions**
- **Nouvelle stratégie de placement «Basé sur des règles»**

Marchés boursiers: redressement en janvier

Après avoir perdu de 4,5 à 11,5% de leur valeur en CHF en décembre, les principaux marchés des actions mondiaux ont remonté la pente début 2019 en enregistrant des plus-values de l'ordre de 8 à 12%. L'indice suisse SPI a ainsi plus ou moins renoué avec son niveau de début 2018. Notre stratégie de placement nous a donc permis de compenser la majeure partie des corrections essuyées l'année passée.

Malgré l'importance des fluctuations, notre choix de combiner des valeurs technologiques américaines (indice Nasdaq) et des emprunts de pays émergents libellés en monnaie locale a amélioré sensiblement la performance annuelle de notre portefeuille d'actions, auparavant composé exclusivement de titres suisses.

Ce rebondissement bienvenu de début d'année ne nous empêche pas de rester lucides. Le fléchissement conjoncturel annoncé se fait d'ores et déjà sentir au niveau de maintes données économiques. Et la sortie probable du Royaume-Uni de l'UE – même sans accord – n'arrangerait pas les choses.

Nous nous en tenons à notre scénario principal, qui exclut une récession mondiale, et nous contentons de procéder à des ajustements tactiques ponctuels de notre stratégie de placement. Dans le contexte actuel, il est préférable de s'armer de patience et de réfléchir à long terme.

Conjoncture: récession en Italie

Le ralentissement de la croissance économique est particulièrement marqué en Italie. Les chiffres négatifs enregistrés par l'économie italienne aux 3^e et 4^e trimestres 2018 la placent désormais officiellement en

récession. Elle a notamment pâti sur cette période de la contraction des exportations automobiles vers la Chine.

C'est un coup dur pour le nouveau gouvernement italien qui, quelques mois plus tôt, avait joué la carte de l'optimisme pour justifier l'augmentation significative des dépenses publiques. Il est aujourd'hui rattrapé par la réalité et le spectre de l'endettement public, qui ne cesse de se creuser. Les importantes primes de risque associées aux obligations italiennes ont beau avoir quelque peu diminué, s'il ne parvient pas à renouer avec la croissance en mettant en œuvre de profondes réformes structurelles, le pays risque d'accuser d'ici dix ans une dette publique comparable à celle de la Grèce en valeur relative (par rapport à la performance économique).

Une hausse durable des primes de risque sur les émissions italiennes alourdirait encore l'endettement public en accroissant la charge d'intérêts.

Bilan: nous restons prudents à l'égard des emprunts des États affichant une dette publique importante et en constant gonflement.

Stratégie: réduction tactique de la pondération en actions

Après le récent redressement des marchés boursiers, nous souhaitons récupérer nos plus-values sur les actions. Nous avons réduit notre part d'actions de 2% environ, ce qui place dorénavant notre portefeuille en légère sous-pondération tactique.

En ce qui concerne les devises, l'USD se situe actuellement à parité avec le CHF (1:1). Au vu de ce taux de change, nous préconisons de réduire toute exposition inutile au dollar US (ventes).

Nouvelle stratégie de placement «Basé sur des règles»

Parallèlement à nos stratégies de placement classiques et durables, nous avons mis en place en février une nouvelle solution «Basé sur des règles». L'idée sous-jacente est qu'un ajustement plus rapide et plus prononcé des portefeuilles au fil du temps peut se révéler payant dans une logique de rapport risque/rendement. Il s'agit de prédefinir des règles contraintes de gestion de portefeuille destinées à garantir une action aussi systématique que possible, dégagée de l'influence de facteurs subjectifs profondément enracinés dans la nature humaine. Dans le cadre de cette stratégie, la part d'actions est adaptée de manière dynamique à l'environnement de marché durant plusieurs années, dans une fourchette généralement comprise entre 20 et 60%.

Nos conseillers se tiennent à votre disposition pour vous présenter les caractéristiques détaillées de cette approche innovante.

États-Unis: fin provisoire du «shutdown»

Les administrations américaines ont rouvert leurs portes. Le chapitre du plus long «shutdown» de l'histoire des États-Unis est clos – du moins pour l'instant. Mais la question du mur est loin d'être réglée, ni les Démocrates ni les Républicains n'étant prêts à faire de concessions sur le projet du président. Il n'est donc pas exclu que les salariés des administrations se retrouvent à nouveau en congé forcé prochainement. L'impasse budgétaire ne sera pas sans répercussions économiques: la croissance du PIB au 1^{er} trimestre s'en ressentira. Reste à savoir dans quelle ampleur. L'indice américain des directeurs d'achat de l'industrie a cependant réservé une bonne surprise en repartant à la hausse et en repassant plus nettement en zone expansionniste. Les chiffres du marché du travail sont eux aussi de bon augure, en particulier au niveau des créations de postes. Le taux de chômage a légèrement augmenté, mais il reste historiquement bas (fig 1).

UE: récession en Italie

En dépit des exhortations réitérées à la confiance, le PIB italien affiche un recul pour le 2^e trimestre consécutif, ce qui place officiellement le pays en récession. Les prévisions de PIB mises en avant par le gouvernement italien pour faire passer son projet de budget sont restées lettre morte. Il y a fort à parier que les investisseurs ne vont plus tarder à s'intéresser de nouveau de près à la politique menée par le pays en matière de dépenses publiques. Les chiffres de la zone euro dans son ensemble sont d'ailleurs loin d'être réjouissants. L'indice des directeurs d'achat des principales économies européennes évolue autour des 50 points, ce qui tend à indiquer une stagnation de la performance économique (fig. 2). Et le fait que l'emploi maintienne sa dynamique positive n'y changera rien. Le PIB devrait progresser de 1,5% en 2019, sans grand espoir d'embellie.

Suisse: repli de l'indice des directeurs d'achat

L'indice suisse des directeurs d'achat n'a pas non plus brillé en janvier (fig. 3). Il se maintient nettement dans le vert, mais la conjoncture est en perte de vitesse. C'est ce qu'indiquent les données relatives à la production et aux délais de livraison. Un raccourcissement de ces derniers signalerait une baisse de l'utilisation des capacités de production. Points positifs: la volonté durable des entreprises de créer des postes et les carnets de commandes a priori toujours bien remplis. Les chiffres récemment publiés confirment nos prévisions pour l'année en cours: une croissance du PIB de 1,5% en 2019 paraît réaliste.

Fig. 1: taux de chômage américain

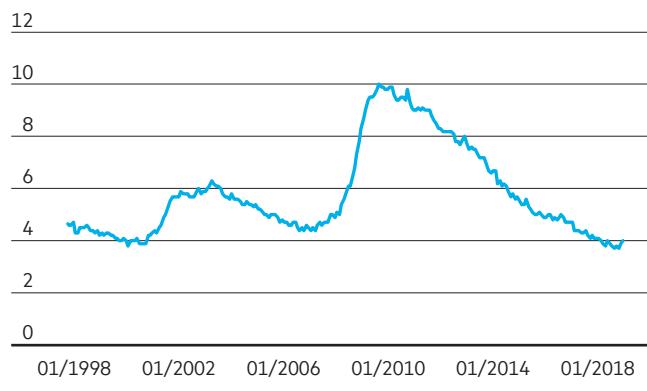


Fig. 2: indices des directeurs d'achat de l'industrie dans la zone euro

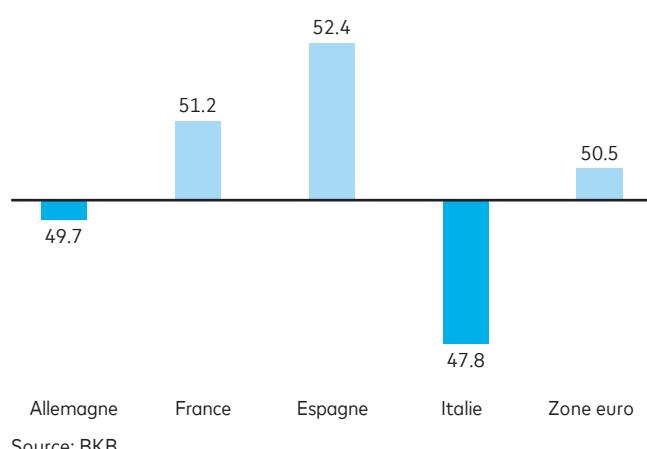
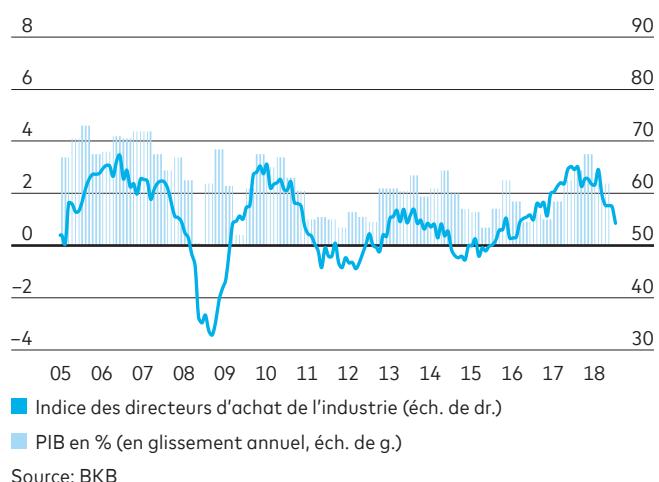


Fig. 3: indicateur avancé suisse



Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

Investment Letter 02/2019

La Fed entend se montrer patiente

Comme prévu, la Fed a laissé son taux directeur inchangé lors de sa réunion de janvier. Son président a précisé que l'économie et le marché du travail étaient en excellente forme, mais que des turbulences avaient été observées ces derniers mois. La Chine et l'Europe sont confrontées à un ralentissement de leur croissance économique. À cela vient s'ajouter l'incertitude ambiante alimentée par la présence de risques politiques non résolus comme le Brexit, la persistance du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, ainsi que l'impact de la paralysie partielle du gouvernement américain. Autant de facteurs défavorables qui, selon J. Powell, ne sont pas près de disparaître. Dans ce contexte et au vu de la faible pression inflationniste, les membres de la Fed sont d'avis que le meilleur moyen de soutenir l'économie consiste à être prudents et patients en remettant à plus tard les futurs ajustements monétaires. La Fed s'est également exprimée sur la réduction de son bilan, qui avait gonflé jusqu'à dépasser les 4500 milliards de dollars US. Depuis octobre 2017, elle réduit graduellement cette somme tous les mois. La Fed s'est déclarée prête à assouplir ses objectifs en fonction de l'évolution des conditions conjoncturelles et financières. Elle envisagerait même de stopper la réduction de son bilan. J. Powell a néanmoins rappelé que le taux directeur demeure le principal instrument de régulation de la politique monétaire.

Perspectives

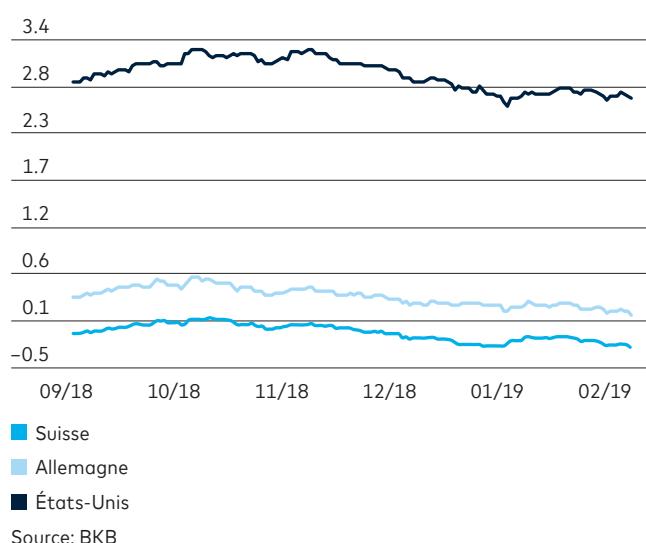
Les préoccupations croissantes liées au fléchissement conjoncturel et aux risques politiques ont pesé sur les rendements des obligations à 10 ans des États-Unis, de l'Allemagne et de la Suisse (fig. 1). La Fed a par ailleurs annoncé vouloir jouer la prudence en suspendant ses relèvements de taux. Reste à savoir si la surprenante robustesse de la conjoncture fin janvier 2019 ne l'incitera pas à finalement maintenir son cap. Nous tablons pour 2019 sur une hausse des rendements des emprunts d'État à 10 ans entre 0,25 et 0,5 point de pourcentage.

Marché suisse de l'immobilier

Les placements immobiliers suisses cotés en bourse ont commencé l'année 2019 en fanfare. Les fonds immobiliers comme les actions immobilières affichaient en janvier une plus-value supérieure à 4,5%, qui est venue compenser de facto le terrain perdu courant 2018. Sur le marché immobilier, en revanche, la situation n'a guère évolué. L'indice de bulle immobilière d'UBS s'est maintenu au 4^e trimestre 2018 à son niveau du trimestre précédent. Sur la période considérée, les prix de l'immobilier en propriété proposés à la vente ont reculé. L'étude «Wohnen In Basel» réalisée par la BKB va dans la même direction: elle fait état, pour la première fois depuis 2011, d'une baisse des prix des logements en propriété dans la région Nord-Ouest au 2^e semestre 2018, tout en constatant que les maisons individuelles sont toujours quasiment inaccessibles à Bâle. Rien d'étonnant donc à ce que celle-ci continue de compter parmi les zones suisses «à risque» de ce point de vue. Le contexte immobilier sera cette année encore exigeant pour les investisseurs. De nouvelles émissions et augmentations de capital sont à l'ordre du jour.

Nous maintenons notre pondération neutre autour de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects. Les agios sont revenus à un niveau raisonnable, et les rendements sur distribution continuent à plaider en faveur des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: rendements des emprunts d'État à 10 ans



Début d'année fulgurant pour les marchés boursiers

Les marchés des actions se sont nettement ressaisis en janvier. La performance mensuelle en CHF des principales bourses s'est établie, selon le MSCI, entre 6,9% pour les valeurs suisses et 10% pour les actions des pays émergents (fig. 1). Les déclarations de la Fed, prête à mettre entre parenthèses ses hausses de taux, et le retour à un ton plus modéré des États-Unis vis-à-vis de la Chine ont été accueillis avec soulagement par les investisseurs.

Résultats des entreprises pour le 4^e trimestre 2018

La saison de publication des bénéfices des entreprises au 4^e trimestre 2018 bat son plein. Fin janvier, à peine la moitié des sociétés de l'indice S&P 500 avaient communiqué leurs résultats. En tenant compte des chiffres restant à paraître, FactSet table sur une croissance des bénéfices de 12,4% par rapport au 4^e trimestre 2017. 70% des entreprises ont certes dépassé de 3,5% en moyenne les estimations des analystes, mais ces bonnes surprises n'en demeurent pas moins inférieures à la moyenne sur 5 ans (71% ont fait mieux sur cette période, et de 4,8%). Autre facteur moins réjouissant: en janvier, les analystes ont revu à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour les trimestres à venir. Le taux de progression sur l'année 2019, qui s'établissait encore à 7,8% fin décembre pour les sociétés de l'indice S&P 500, a ainsi été ramené à 5,6% fin janvier.

Stratégie de placement

Conséquence de notre décision de privilégier les liquidités en CHF au détriment des titres suisses: notre portefeuille présente désormais une légère sous-pondération en actions, notamment américaines et européennes. Au vu du sensible redressement des marchés boursiers en janvier dans un contexte de fléchissement conjoncturel, de la révision à la baisse des prévisions de bénéfices par les analystes et de la persistance des problèmes d'ordre politique (Brexit, conflit commercial), nous avons opéré des prises de bénéfices tactiques. Parmi les actions, nous recommandons les valeurs défensives.

Fig. 1: performance régionale des actions en CHF

Indices Net Total Return

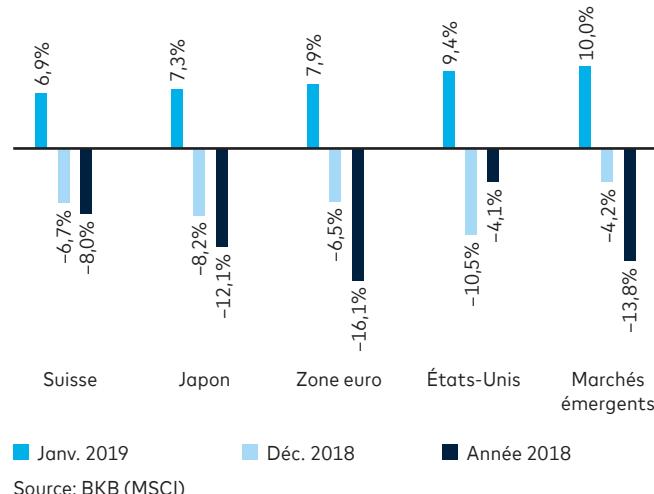
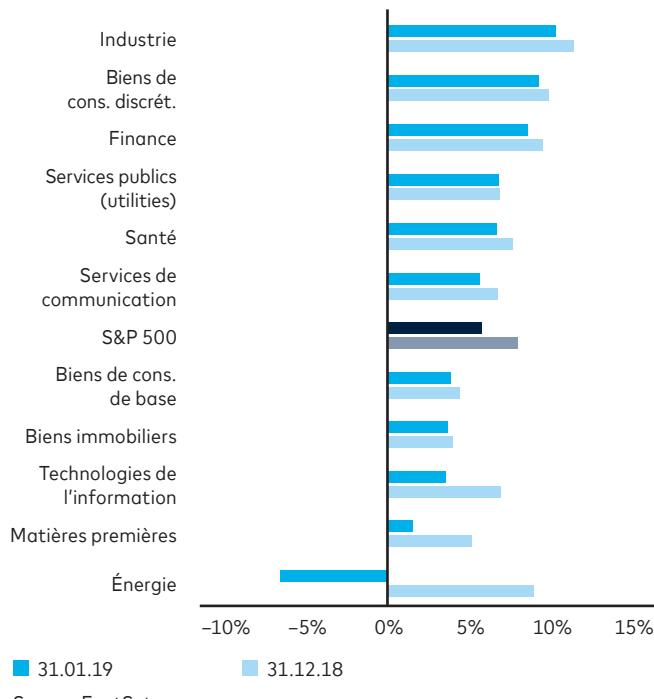


Fig. 2: prévisions de croissance des bénéfices des entreprises de l'indice S&P 500 pour 2019



© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.