



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Marchés des actions: une course sans fin?**
- **Brexit: délai supplémentaire pour les négociations**
- **Taux: un scénario à la japonaise pour l'Europe?**

Marchés des actions: une course sans fin?

Les marchés des actions ont poursuivi leur remontée en février et mars. Depuis le début de l'année, l'indice suisse des actions SPI a progressé d'environ 12% et, calculé en francs suisses, l'indice américain des actions technologiques Nasdaq a même gagné près de 18%. Malgré le conflit commercial engagé par les États-Unis, des négociations sur le Brexit au point mort et un fléchissement notable de la conjoncture mondiale, les marchés des actions ont enregistré depuis le début de l'année des gains sur cours étonnamment élevés. Dans le cadre de notre stratégie de placement, nous avons profité du nouveau record historique battu par le SPI pour «emporter» une partie des gains sur les actions, autrement dit nous avons réduit d'environ 2% fin février la proportion d'actions dans nos solutions de placement, une tactique qui nous a fait passer sous le seuil de pondération neutre des actions.

Cette récente mesure traduit notre confiance dans l'avenir: nous pensons qu'aucun scénario de récession mondiale n'est à craindre en 2019. Pour autant, il n'y a pas de raison d'attendre frénétiquement de nouveaux gains sur cours du côté des actions.

Brexit: délai supplémentaire pour les négociations

Mais la confiance qui règne sur les marchés des actions pourrait être rapidement troublée: le 12 mars, Theresa May soumettra à la chambre basse du Parlement du Royaume-Uni un nouvel accord de sortie de l'UE. Un «oui» serait une surprise, car peu de changements substantiels devraient intervenir dans cette version retravaillée. Il faut donc s'attendre à un nouvel échec de la Première ministre britannique, qui a déjà prévu, le cas échéant, de faire voter le Parlement le lendemain sur un Brexit «dur». Cette option aussi devrait être rejetée, les bookmakers d'outre-Manche n'évaluant plus qu'à 16% la probabilité d'une sortie sans accord.

Un tel refus serait suivi d'un vote, le 14 mars, sur une prolongation de trois mois du délai de négociation avec l'UE, censé prendre fin le 29 mars. C'est le scénario le plus vraisemblable dans ce jeu d'échecs diplomatique. Reste à savoir ce qui se produira si la chambre basse rejette cette prolongation. La voie d'un Brexit «dur» sans décision explicite de la part du Parlement est également possible, du moins d'un point de vue purement logique. La tension autour de ce sujet pourrait donc encore monter d'un cran en mars. Une sortie chaotique du Royaume-Uni ne fait toutefois pas partie des hypothèses de notre scénario de base actuel.

Taux: un scénario à la japonaise pour l'Europe?

Le 20 mars, la Fed décidera du prochain relèvement des taux d'intérêt. Depuis fin 2015, elle a déjà augmenté ses taux directeurs à dix reprises, de 0,25% à chaque fois et, depuis début 2018, c'est une fois par trimestre. Cette progression continue prendra fin en mars. La Fed devrait alors marquer une pause relativement longue, voire laisser les taux inchangés pour le reste de l'année.

Quant à la BCE, celle-ci a, le 7 mars, reporté au plus tôt à 2020 une hausse des taux dans la zone euro. Elle ne prend pas encore de virage, mais elle continuera d'injecter des liquidités pour un refinancement intéressant des banques. Cela devrait stimuler l'octroi de crédits et donc les investissements des entreprises.

Cela signifie aussi que la fin des taux négatifs en Suisse ne sera pas amorcée avant au moins un an. Le spectre d'un scénario à la japonaise circule donc de nouveau: on s'attend en effet à ce que la faiblesse des taux dans la zone euro et en Suisse perdure éternellement. Des distorsions du marché immobilier et un effondrement des systèmes de prévoyance vieillesse comptent parmi les conséquences potentielles les plus graves d'une telle situation. La hausse des salaires conventionnels dans la zone euro est assez vraisemblable, ce qui soutiendrait la consommation des ménages et pourrait raviver l'inflation – deux évolutions allant dans le sens des efforts de normalisation de la politique monétaire. Si l'incertitude reste grande concernant la conjoncture de ces prochaines années, nous considérons une récession mondiale comme improbable. Le moment tant attendu de la reprise conjoncturelle en Europe est toutefois très difficile à prévoir.

États-Unis: objectif de croissance économique 2018 presque atteint

D'après les données provisoires publiées fin février, l'économie américaine a connu en 2018 une croissance corrigée des variations de prix de 2,9% par rapport à 2017. La barre des 3% fixée comme objectif par l'administration Trump a donc quasiment été atteinte. La plus forte hausse (6%) a été enregistrée dans le secteur des investissements privés, qui compte pour environ 18% du PIB. La consommation des ménages, principal pilier de l'économie américaine avec près de 70% du PIB, a progressé de 2,6%. Nous partons du principe que la croissance économique des États-Unis sera plus faible en 2019 et oscillera entre 2 et 2,5%. En effet, les impulsions positives données par la réforme fiscale d'il y a un an ne se reproduiront pas, et les capacités sur le marché du travail ont été épuisées, ce qui empêche une hausse de la production. Il reste difficile pour les entreprises de pourvoir les postes vacants (fig. 1).

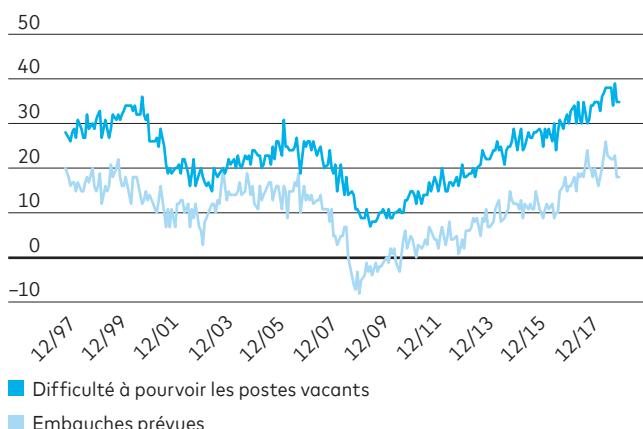
UE: la confiance en berne

Les indicateurs de confiance en Europe ont affiché une nette baisse ces derniers mois (fig. 2). C'est surtout le moral des industriels qui a chuté de manière sensible. Les indices des directeurs d'achat de l'industrie laissent entrevoir un fléchissement cyclique au cours des prochains mois. En revanche, le moral des consommateurs reste élevé, et les indices des directeurs d'achat du secteur des services continuent d'évoluer en zone expansionniste. Aussi, nous ne prévoyons pas de récession. Une résolution du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine profiterait également aux entreprises européennes. Le moral dans les secteurs des exportations et du négoce devrait alors repartir à la hausse.

Suisse: perspectives de fléchissement de la croissance

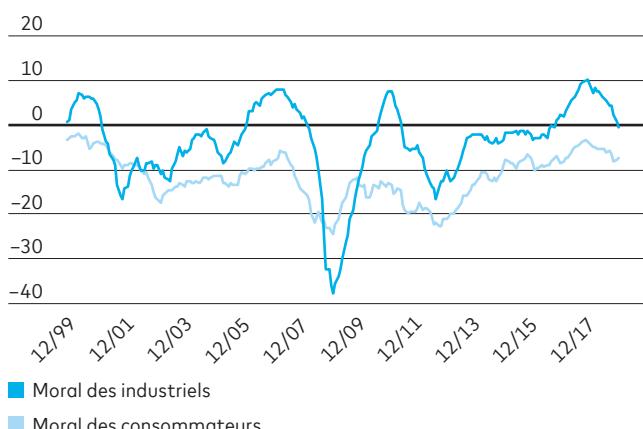
Après un 3^e trimestre 2018 négatif, la croissance de l'économie suisse s'est élevée à 0,2% au 4^e trimestre. Sur l'année, le PIB a augmenté de 2,5%. Au 4^e trimestre comme depuis début 2018, c'est le secteur manufacturier qui a été le moteur de cette croissance, profitant d'une forte demande de biens industriels suisses à l'international. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB suisse en 2019. Des indicateurs avancés tels que l'indice suisse des directeurs d'achat ont nettement reculé ces derniers mois. C'est notamment le cas du baromètre conjoncturel du KOF, dont la valeur est passée sous la moyenne à long terme (fig. 3).

Fig. 1: marché du travail américain



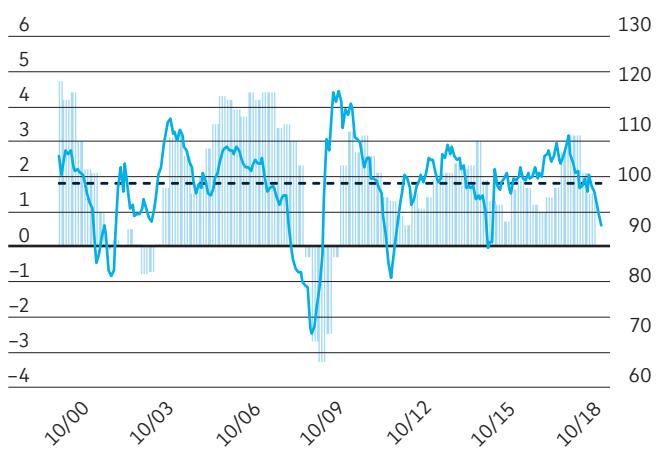
Source: BKB (National Federation of Independent Business)

Fig. 2: indicateurs de confiance en Europe



Source: BKB (Commission européenne)

Fig. 3: indicateurs avancés et croissance suisses



Source: BKB (KOF, SECO)

Stagnation de l'inflation américaine malgré la croissance économique

En janvier, le taux d'inflation aux États-Unis a atteint son plus bas niveau depuis plus d'un an et demi (fig. 1). Bien que l'économie y traverse une très bonne passe, avec un taux de chômage plus faible qu'il ne l'a jamais été ces dernières décennies, les prix n'augmentent guère. En théorie, la croissance entraîne une hausse des salaires qui favorise à son tour l'inflation. En effet, lorsque le chômage est faible, les employés sont davantage en position de négocier leur rémunération, et les entreprises essaient de répercuter sur les consommateurs une partie des hausses salariales consenties en augmentant leurs prix. C'est ainsi que naît l'inflation. Or en ce moment, ce phénomène ne s'observe quasiment pas. Le relâchement de la pression sur les prix donne à la Fed le loisir de poursuivre sa politique monétaire restrictive. Elle peut attendre de voir les effets qu'auront les récents relèvements de taux d'intérêt sur la conjoncture du pays. Et pourtant, elle en a prévu jusqu'à deux cette année. Aucune hausse des taux ne devrait intervenir en 2019 sur les marchés financiers.

Pas de relèvement des taux directeurs de la BCE en vue pour 2019

Actuellement, la BCE est confrontée à un net ralentissement de la croissance économique et à une inflation modérée. Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, de même que l'imminence du Brexit, sont un frein aux investissements des entreprises et sapent le moral des consommateurs. Le contexte n'est donc pas favorable à un premier relèvement des taux d'intérêt cette année. Par conséquent, les marchés s'attendent à ce que celui-ci soit reporté à 2020.

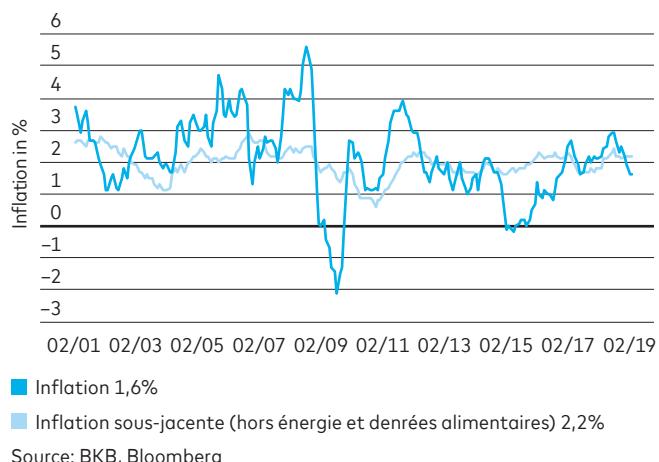
En Suisse non plus, aucun relèvement des taux directeurs ne se dessine à l'horizon, la BNS n'éprouvant pas le besoin immédiat de modifier l'orientation de sa politique monétaire.

Marché suisse de l'immobilier

Après un début d'année positif, les placements immobiliers suisses cotés ont connu une évolution essentiellement latérale en février, avant de suivre des voies opposées. Tandis que les fonds immobiliers ont fini le mois dans le vert (+1,1%), les actions immobilières ont légèrement reculé (-0,2%) depuis fin janvier. Les fonds immobiliers très présents dans la région lémanique ont dans l'ensemble affiché une performance mensuelle inférieure à la moyenne, alors que ceux dont les biens étaient majoritairement localisés dans les environs de Zurich ont tiré leur épingle du jeu.

Les agios des fonds immobiliers suisses ont fini par remonter, les gains sur cours des fonds immobiliers résidentiels restant nettement supérieurs à ceux des fonds immobiliers commerciaux. Malgré cette récente hausse, nous sommes bien loin des records historiques d'agios. Les rendements sur distribution, qui se montent à près de 3%, sont attrayants en comparaison des obligations suisses. Nous maintenons donc notre pondération neutre de 5% dans le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: inflation américaine



Poursuite de la course sur le marché des actions en février

Les marchés des actions ont poursuivi leur course au mois de février. La propension au risque des investisseurs a notamment été stimulée par la perspective d'une pause dans le resserrement de la politique monétaire américaine ainsi que par des discussions constructives dans le cadre du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Selon MSCI, le marché suisse des actions figure dans le peloton de tête en matière de performance, avec +4,6% (fig. 1). Le SPI a battu son dernier record du 9 janvier 2018. Les marchés des actions européen et américain (respectivement +3,5% et +3,7% en CHF) ont eux aussi affiché un résultat mensuel positif. En revanche, les marchés des actions des pays émergents et du Japon (respectivement +0,6% et +0,3% en CHF) n'ont pas suivi, notamment en raison d'évolutions monétaires négatives.

Du point de vue des secteurs, l'informatique et l'industrie, tous deux cycliques, ont enregistré une surperformance à l'échelle mondiale, et c'est le secteur immobilier qui ferme la marche (fig. 2). Ce constat correspond aux bénéfices inattendus observés sur le marché américain des actions, où, d'après FactSet, l'informatique compte 85% d'entreprises ayant dépassé les prévisions de bénéfices pour le 4^e trimestre (proportion la plus élevée), et le secteur immobilier 44% (proportion la plus basse). Au total, 69% des entreprises ont fait mieux que prévu, un taux toutefois inférieur aux 77% de la moyenne sur cinq ans. L'ampleur du dépassement, de 3,3%, est elle aussi plus faible que la moyenne sur cinq ans, qui se situe à 4,8%.

Stratégie de placement

Après une première étape en janvier, nous avons continué fin février à réduire notre part d'actions de manière anticyclique et affichons désormais une sous-pondération de ces titres. Ayant vendu nos actions suisses au profit de liquidités, nous avons aujourd'hui un positionnement neutre sur les actions suisses et une sous-pondération des actions européennes et américaines. Les espoirs de résolution du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine et de report du Brexit ont déjà de nombreux effets positifs sur les marchés. Cependant, nous prévoyons toujours un fléchissement conjoncturel qui devrait se répercuter sur la croissance des bénéfices réalisés par les entreprises.

Fig. 1: performance régionale des actions en février
Indice Net Total Return en CHF, 31.1.2019=100

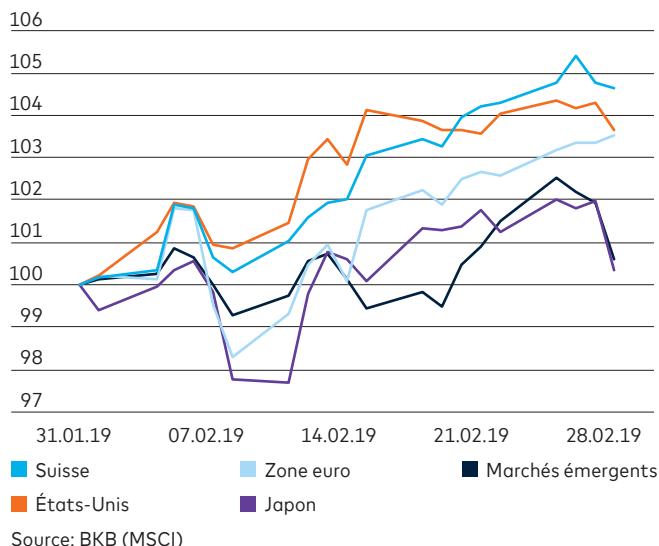


Fig. 2: performance relative des secteurs mondiaux en février par rapport au marché global

