



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Actions: de nouveaux sommets atteints en avril**
- **Conflit commercial: Trump fanfaronne avec ses recettes douanières**
- **Stratégie de placement de la Banque Cler: la confiance prédomine**

Actions: de nouveaux sommets atteints en avril

Les marchés mondiaux des actions ont poursuivi sur leur lancée en avril. Le rendement global du SMI (dividendes inclus, hors déduction de l'impôt anticipé) s'établit à un petit +19% pour la période comprise entre janvier et fin avril 2019. On est loin des pertes avoisinant les 10% enregistrées en 2018. Sur la dernière décennie, le SMI a affiché un rendement global moyen d'à peine 10% par an, une performance pourtant bien supérieure au rendement annuel moyen dégagé par les actions pendant de nombreuses décennies (7,5% par an environ).

La pénurie de placements tant décriée depuis 2010 constitue finalement un contexte très favorable aux investissements à risque. La sagesse populaire qui veut que toute crise cache une occasion de rebondir se vérifie encore une fois. Rien d'étonnant donc à ce que des pessimistes chroniques reconnaissent aujourd'hui que les placements en actions assortis d'un horizon suffisamment long étaient et resteront attrayants. Pour engranger des primes de risques, il faut être prêt à accepter de fortes fluctuations de valeur. La décennie consécutive à la grande crise financière a aussi vu des phases, parfois prolongées, de turbulences et d'absence de rendement des actions. L'altitude de croisière des 10% de rendement annuel n'a pas été maintenue tout au long de la période. Cela tenait davantage du numéro de voltige d'un avion de chasse que d'un vol de ligne régulier: une suite de piqués vertigineux et de chandelles impressionnantes, dont le pilote ressort avec les jambes flageolantes et l'estomac noué. Sans s'en rendre compte, il a réalisé une trajectoire annuelle moyenne d'à peu près 10%. Et l'avenir risque de ne pas être plus reposant. Nous maintenons cependant notre stratégie de placement en actions axée sur le long terme, tout en sachant pertinemment que la prochaine décennie rapportera moins de 10%.

Conflit commercial: Trump fanfaronne avec ses recettes douanières

Début mai, les fameux tweets postés par Trump ont soufflé le chaud et le froid sur les marchés boursiers. Après avoir annoncé que les négociations menées pour parvenir à un accord avec la délégation chinoise étaient en bonne voie, il a menacé d'augmenter les taxes douanières et d'en imposer de nouvelles sur les importations chinoises. Au moment de la rédaction de ce numéro, difficile de savoir s'il s'agit là d'une tactique d'intimidation ou si les pourparlers pourraient effectivement être voués à l'échec.

Nous trouvons plus intéressants les récents tweets du président, dans lesquels il se félicite de la hausse des recettes douanières soutirées aux Chinois depuis mi-2018, grâce auxquelles – Trump soit loué – l'économie américaine se porte à merveille. Depuis l'introduction de ces droits de douane à l'été et l'automne derniers, ce ne sont pas les exportations de la Chine vers les États-Unis qui ont chuté, mais bien celles des États-Unis vers la Chine (-15 milliards d'USD par trimestre). Et pendant ce temps, les importations américaines de biens chinois poursuivent leur hausse, malgré les barrières douanières. Le problème que Trump a voulu résoudre n'a ainsi fait que gagner en ampleur. Le déficit de la balance commerciale des États-Unis culmine à des niveaux inégalés. Les Américains s'endettent encore plus lourdement pour financer leur consommation excessive. Le danger tient à ce que le crédit dont jouit le pays demeure tel que les hommes politiques ne semblent guère s'inquiéter de l'aggravation de la dette publique. En cas de réélection de Trump, l'endettement pourrait, à l'issue de son second mandat, atteindre les mêmes proportions qu'en Italie.

Pour remporter les élections de 2020, Trump doit gagner le bras de fer avec la Chine. Envers et contre tout, il cherche à convaincre ses électeurs du bien-fondé des nouvelles surtaxes sur les importations, alors que la politique commerciale américaine vire, lentement mais sûrement, au fiasco. Seule la robustesse conjoncturelle permet d'en dissimuler l'impact.

Stratégie de placement de la Banque Cler: la confiance prédomine

Nous prenons nos distances avec le principe boursier «Sell in May and go away» (Vendre en mai et prendre des congés) et de ne pas modifier la pondération des actions, légèrement inférieure désormais au taux cible stratégique. Le dicton «Pas de nouvelles, bonnes nouvelles!» s'applique aussi en bourse. Nous pensons que Trump finira par trouver un accord avec les Chinois et doutons que les grandes banques centrales resserreront la vis des taux cette année. Si les bourses ne semblent pas accorder un grand intérêt aux élections européennes de mai, nous gardons l'œil ouvert pour vous.

États-Unis: un bon début d'année

Au 1^{er} trimestre, la croissance américaine a été nettement supérieure aux attentes. Malgré le handicap du «shutdown», qui a placé de nombreux fonctionnaires fédéraux au chômage forcé en janvier, le PIB a augmenté de plus de 3%. Cette première estimation est en général affinée par la suite – et les corrections peuvent être considérables. Si la croissance absolue ne fait aucun doute, ses causes laissent à désirer. En effet, elle a été alimentée non pas par une sensible augmentation de la consommation des ménages ou des investissements, mais par une amélioration de la contribution du commerce extérieur et une importante constitution de stocks. On est donc en droit de se demander si la dynamique conjoncturelle soutenue pourra être maintenue. Les indices des directeurs d'achat laissent en tout cas augurer d'un ralentissement de la croissance économique. Le recul du chômage (fig. 1) constitue certes une bonne nouvelle, mais on sait que ce taux accuse toujours un certain retard sur la conjoncture.

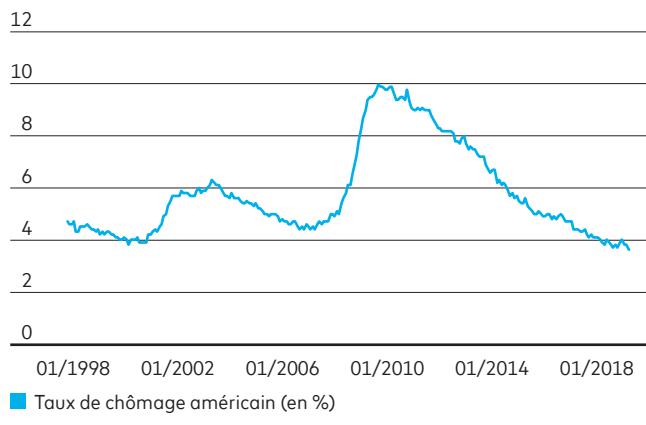
UE: une bonne surprise côté croissance

Le fléchissement attendu du PIB a au moins été différé d'un trimestre. Après six mois consécutifs de croissance négative, l'Italie a doucement renoué avec le positif, et d'autres pays européens ont publié des chiffres convaincants. Il serait cependant prématuré de spéculer sur la fin du tunnel conjoncturel à partir de ces seules données. La plupart des indicateurs de confiance font malgré tout état d'un ralentissement économique, notamment dans l'industrie (fig. 2). Autre point positif à concéder à la zone euro: la poursuite de l'embellie sur le marché du travail. La consommation des ménages devrait ainsi jouer un rôle stabilisateur.

Suisse: le moral de nouveau en berne

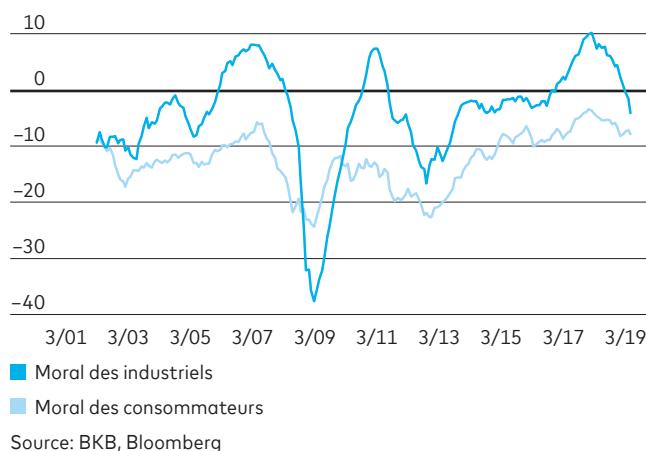
Les derniers chiffres ne laissent hélas aucun doute: l'économie suisse ne sera pas épargnée par la morosité ambiante dans les milieux industriels européens. Chez nous aussi, les indicateurs avancés cèdent du terrain. La tendance mise en évidence par l'indicateur du KOF, qui faisait état depuis quelque temps déjà d'une progression du PIB suisse inférieure à la moyenne, est confirmée par l'indice des directeurs d'achat de l'industrie, qui évolue désormais sous le seuil critique des 50 points – une première depuis fin 2015 (fig. 3). Cela laisse présager une contraction dans les trois à six mois. Nous ne prévoyons pas de récession cette année, mais ne nions pas que les perspectives se sont assombries.

Fig. 1: taux de chômage américain



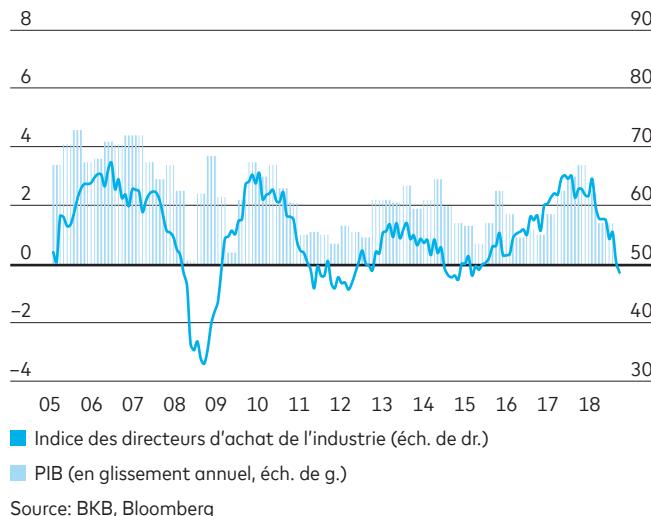
Source: BKB, Bloomberg

Fig. 2: indicateurs de confiance en Europe



Source: BKB, Bloomberg

Fig. 3: indicateurs avancés et croissance suisses



Source: BKB, Bloomberg

Politique monétaire: la Fed maintient le cap de la prudence

Lors de leur réunion de début mai, les membres de la Fed ont décidé à l'unanimité de laisser le taux directeur inchangé. Depuis mars, le marché du travail américain n'a en effet pas faibli. La conjoncture connaît une robuste croissance, et le chômage est descendu à 3,6%. Malgré l'essor économique et salarial, l'inflation est repartie à la baisse depuis le début de l'année, pour s'établir en mars à un taux annuel de 1,5%. Cependant, ce sont non pas les salaires nominaux, mais les coûts salariaux unitaires (c.-à-d. les coûts salariaux par unité produite) qui sont déterminants pour la hausse de l'inflation. À long terme, l'inflation sous-jacente s'aligne sur les coûts salariaux unitaires (fig. 1), qui ont contre toute attente diminué de 0,9% alors que les économistes tablaient sur une augmentation de 1,5%.

Selon Jerome Powell, président de la Fed, la faiblesse de l'inflation s'explique par des facteurs à court terme, et non par la mise en œuvre d'une politique monétaire restrictive. Il n'y a d'après lui lieu de s'inquiéter que si, à long terme, l'inflation se situe au-dessous ou au-dessus de l'objectif établi par la Fed. Il ne voit pour le moment aucun argument justifiant de relever ou d'abaisser le taux directeur. Dans le contexte économique et financier mondial actuel, avec une pression inflationniste modérée, les membres de la Fed continuent à jouer la carte de la «patience» et à différer tout ajustement des taux. Powell a ainsi coupé court aux espoirs d'assouplissement de la politique monétaire.

Perspectives

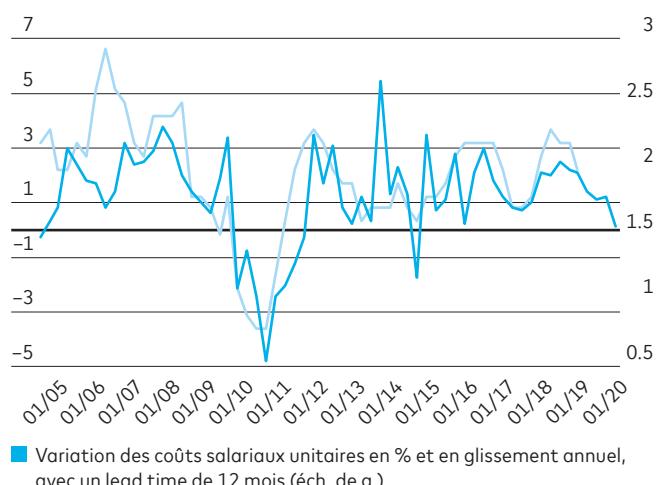
La Fed a infirmé les pronostics d'abaissement des taux en 2019 et confirmé son intention de rester dans l'expectative. La Banque centrale européenne (BCE), de son côté, ne procédera à aucun relèvement avant 2020. Au vu de la situation dans la zone euro, il est par ailleurs peu probable que la Banque nationale suisse (BNS) intervienne sur les taux avant la BCE. Nous misons par conséquent pour les six prochains mois sur une hausse légère des rendements des emprunts d'État à 10 ans.

Marché suisse de l'immobilier

Après un début d'année encourageant, les placements immobiliers suisses cotés en bourse ont suivi des chemins différents: les fonds ont poursuivi leur légère remontée en avril tandis que les actions perdaient une partie des bénéfices accumulés. La faiblesse des rendements obligataires n'a donc pas été d'un très grand secours aux placements immobiliers. Entre début janvier et fin avril 2019, les fonds et les actions ont affiché des hausses respectives de 9,6% et 8,4%. En avril, les actions immobilières ont cessé de bénéficier de la clémence du climat boursier. Les agios des fonds immobiliers suisses, portés par la hausse des cours, ont continué à grimper, les gains sur cours des fonds résidentiels restant nettement supérieurs à ceux des fonds commerciaux.

Le risque d'assister à la formation d'une bulle immobilière sur le marché suisse continue dans l'ensemble à diminuer. L'indice UBS ad hoc (Swiss Real Estate Bubble Index) a de nouveau enregistré une légère baisse, mais on relève dans certaines zones (notamment dans les régions bâloise et zurichoise) des disparités de plus en plus importantes. Les rendements sur distribution des fonds immobiliers, qui se montent à près de 3%, sont attractifs en comparaison des obligations suisses. Nous maintenons notre pondération neutre de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: inflation et coûts salariaux unitaires américains



Source: BKB, Bloomberg

La hausse s'est poursuivie en avril

Le rallye des actions observé depuis le début de l'année ne s'est pas démenti en avril. La dissipation des préoccupations conjoncturelles a tout particulièrement stimulé les secteurs cycliques: les valeurs financières et technologiques, à l'instar des biens de consommation cyclique, ont le vent en poupe. En revanche, les secteurs défensifs comme la santé, l'immobilier et les fournisseurs (utilities) sont à la traîne par rapport au marché dans son ensemble. Dans une perspective régionale, on constate ainsi que les actions de la zone euro, très largement représentées dans les secteurs cycliques, se détachent avec une performance mensuelle de 7,4% en CHF. Les actions américaines n'ont rien à leur envier, avec une performance de 6,4% en CHF. Les valeurs suisses défensives, qui ont absorbé en avril l'entrée en bourse réussie de Stadler Rail ainsi que la scission de la division Alcon de Novartis, sont quant à elles restées un peu en retrait en enregistrant en avril une performance passable de 3,9%. Le Japon (+3,7% en CHF) ainsi que les pays émergents (+4,5% en CHF) peuvent eux aussi se targuer d'une performance positive de leurs actions (fig. 1).

La saison des bénéfices a été meilleure que prévu

Le lancement de la saison de publication des résultats des entreprises n'est pas étranger aux plus-values réalisées par le marché des actions au 1^{er} trimestre. Les analystes, qui avaient significativement revu à la baisse leurs prévisions de bénéfices au cours des mois précédents et prédis une croissance des bénéfices négative par rapport à 2018, ont été surpris par les résultats globalement positifs des entreprises. Aux États-Unis notamment, les entreprises devraient éviter de peu le recul des bénéfices en ce début 2019. Mais, comme en Europe, l'évolution des bénéfices y est restée en retrait de celle du chiffre d'affaires, si bien que les marges bénéficiaires se réduisent (fig. 2). Le niveau historiquement élevé de ces marges, en particulier outre-Atlantique, ainsi que l'interruption de la tendance haussière ne sont guère rassurants.

Stratégie de placement

Nous maintenons notre positionnement prudent et notre légère sous-pondération en actions (-1,3%). Il est à ce stade difficile de savoir où l'on en est du fléchissement économique: le creux de la vague est-il déjà franchi ou encore à venir?

Fig. 1: performance régionale des actions en avril

Indice Net Total Return en CHF, 29.3.2019=100

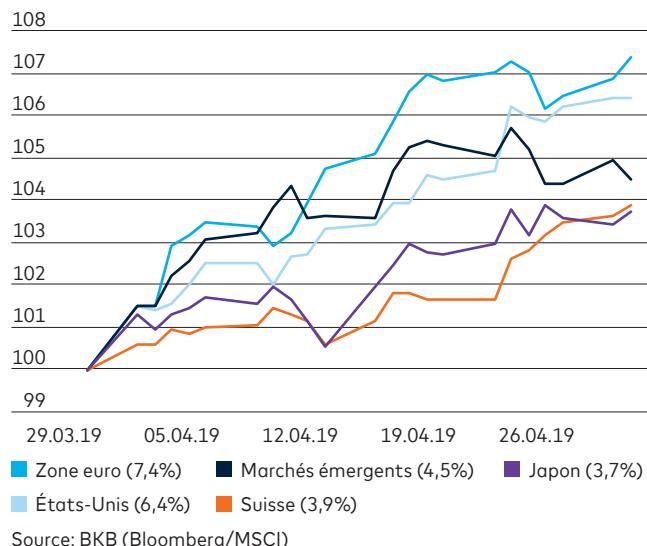


Fig. 2: marges bénéficiaires des entreprises cotées en bourse aux États-Unis et en Europe en %

