



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **La Fed et la BCE à l'origine d'une baisse de taux à l'échelle mondiale**
- **Doit-on finalement s'attendre à une récession?**
- **Stratégie de placement: la prudence reste de mise**

La Fed et la BCE à l'origine d'une baisse de taux à l'échelle mondiale

La Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) ont communiqué fin juillet leurs décisions en matière de taux pour le dollar et l'euro. Conformément aux attentes de la plupart des acteurs du marché, la Fed a abaissé son taux directeur de 0,25%. Cette réduction s'avère toutefois modérée, dans la mesure où certains tablaient sur 0,5%. Sans surprise, la Fed a en outre mis un terme à la réduction continue de son bilan un peu plus tôt qu'annoncé. Elle n'exclut pas d'autres baisses de taux au cours des prochains mois. Le but de cet assouplissement de la politique monétaire est de contrer à titre préventif l'augmentation des risques conjoncturels, due en partie à la politique commerciale américaine.

Une semaine avant la Fed, la BCE a évoqué d'autres baisses de taux et une reprise du programme d'achats obligataires. Ce revirement en matière de politique monétaire mondiale signe provisoirement la fin des efforts entrepris depuis fin 2016 pour faire augmenter les taux. En effet, la dynamique de croissance et l'inflation sont trop faibles pour laisser envisager une normalisation de la politique monétaire par la Fed et la BCE. La Banque nationale suisse (BNS) pourrait elle aussi abaisser encore les taux négatifs si les mesures prises par la BCE devaient faire passer la monnaie unique nettement sous la barre de 1,10 franc pour 1 euro. Les marchés financiers ont fait preuve d'une volatilité accrue à la suite de la communication de ces décisions, qui laissent planer le doute sur l'ampleur des futures mesures d'assouplissement de la politique monétaire et sur le moment auquel elles interviendront. Il en a résulté des corrections sur les marchés des actions ainsi qu'un net recul des taux des emprunts d'État à long terme à l'échelle mondiale. Le rendement à maturité des emprunts de la Confédération à 10 ans est ainsi tombé à près de -1% par an, contre -0,5% pour ceux de

l'Allemagne et +0,25% pour ceux de l'Espagne. Le taux d'intérêt des emprunts d'État américains a quasiment diminué de moitié depuis fin 2018, passant de 3,2 à 1,7% environ. En Asie, différentes banques centrales ont suivi la voie ouverte par la Fed et la BCE en abaissant elles aussi leurs taux. Même si la réaction des marchés des taux semble actuellement un peu exagérée, il faut se faire à l'idée que les taux resteront faibles pendant encore un à deux ans. La poursuite de l'actuelle politique de taux bas accroît toutefois les risques que de nouvelles bulles d'investissement voient le jour, que certains marchés de l'immobilier connaissent un boom incontrôlé, que de grandes banques déjà touchées se retrouvent dans une situation précaire et que des États imprudents continuent de s'endetter.

Doit-on finalement s'attendre à une récession?

Les signaux en provenance des marchés des taux pourraient d'ores et déjà être interprétés comme annonciateurs d'une récession. Même si les indicateurs conjoncturels n'ont reculé que de façon modérée, rien ne laisse présager une prochaine amélioration de la situation. L'évolution des relations commerciales entre la Chine et les États-Unis, le Brexit dur qui se profile, la crise gouvernementale en Italie ainsi que l'incertitude concernant le résultat des futures élections en Allemagne et en France semblent pétrifier complètement les milieux politiques. Dans le cadre de notre scénario principal, nous continuons de considérer une récession comme peu probable. Les risques ont toutefois augmenté. S'il devait finir par se produire une récession à l'échelle mondiale, les dirigeants européens et américains ne seraient pas exempts de tout reproche. Les responsables européens restent en effet sourds aux nombreux appels de la BCE, qui aimerait les voir procéder à de profondes réformes structurelles afin de relancer la croissance. Au sein de la zone euro, le secteur bancaire demeure lui aussi dans un profond sommeil en attendant une évolution miraculeuse de la situation. Actuellement, les actions bancaires de grands établissements européens (et suisses) présentent une faiblesse inquiétante, similaire aux valeurs enregistrées pour la dernière fois il y a dix ans, après leur sauvetage par l'État.

Stratégie de placement: la prudence reste de mise

Au vu de l'incertitude croissante relative aux futures mesures de politique monétaire et de la tendance conjoncturelle, nous maintenons notre sous-pondération en actions. Les corrections sur les marchés des actions restent modérées, mais, en cas de fortes fluctuations, nous envisagerions une augmentation de la part d'actions au sein de notre portefeuille. Des provisions ont été faites pour les liquidités excédentaires qui s'avéreraient alors nécessaires. Nous avons réalisé au cours de l'année et des dernières semaines une partie de nos gains sur les positions tactiques en or constituées en 2018.

États-Unis: fléchissement économique au 2^e trimestre

Après avoir progressé de plus de 3% au 1^{er} trimestre, le PIB des États-Unis a connu une croissance moindre (un peu plus de 2%) au 2^e trimestre, ce qui reste supérieur aux attentes du marché et des économistes. La consommation des ménages a évolué de façon satisfaisante, augmentant de plus de 4% (selon les chiffres provisoires) après n'avoir connu qu'une très faible progression en début d'année. Nous pensons que les consommateurs continueront de soutenir la conjoncture durant le trimestre en cours, car le marché du travail américain se porte toujours très bien (fig. 1) et le moral des consommateurs est de nouveau en hausse, à un niveau historiquement élevé. La politique commerciale de Donald Trump, en revanche, pèse sur la conjoncture: les droits de douane prélevés sur les produits chinois sont principalement supportés par l'économie américaine et les consommateurs. Le nouveau durcissement du conflit annoncé pour début septembre n'augure rien de bon. Nous tablons donc sur un fléchissement supplémentaire de la dynamique conjoncturelle.

UE: l'industrie continue de faire grise mine

Le moral des entreprises ne s'est pas amélioré en juillet. Les indices des directeurs d'achat de l'industrie restent clairement en zone de contraction et laissent présager une évolution négative de la conjoncture. En revanche, l'espoir est permis dans le secteur des services, où les indicateurs restent expansionnistes. Cette situation est certainement due au bon moral des consommateurs (fig. 2) et à la nouvelle baisse du taux de chômage. On peut la résumer comme suit: le secteur des services souffle, tandis que celui de l'industrie souffre. Ce dernier est en effet plombé par le conflit commercial mondial et les incertitudes liées au Brexit.

Suisse: des embauches malgré une baisse de moral

L'industrie helvétique n'est pas épargnée par la morosité ambiante: l'indice des directeurs d'achat a encore reculé. Il se situe à son plus bas niveau depuis l'été 2009 (fig. 3) et ne se porte guère mieux que son équivalent allemand. Le sous-indice de l'emploi, en revanche, offre une lueur d'espoir: supérieur à la barre critique des 50 points, il laisse augurer d'autres embauches de la part des entreprises, ce que corrobore le baromètre conjoncturel du KOF. Selon celui-ci, la majorité des entreprises qui se concentrent sur le marché domestique prévoient de renforcer leurs effectifs au cours des mois à venir.

Fig. 1: marché du travail américain



Fig. 2: indicateurs de confiance de la zone euro

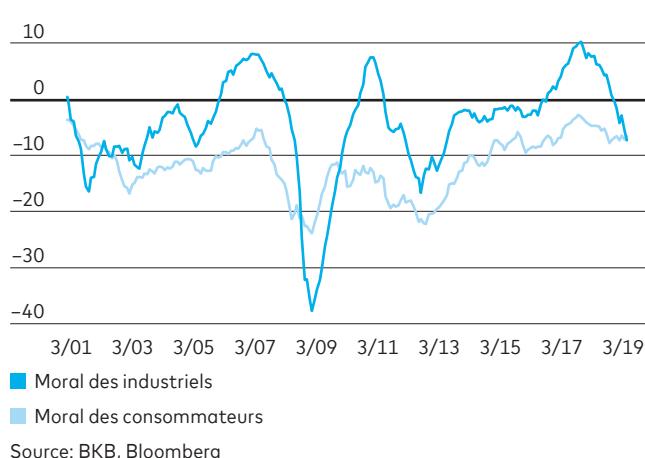
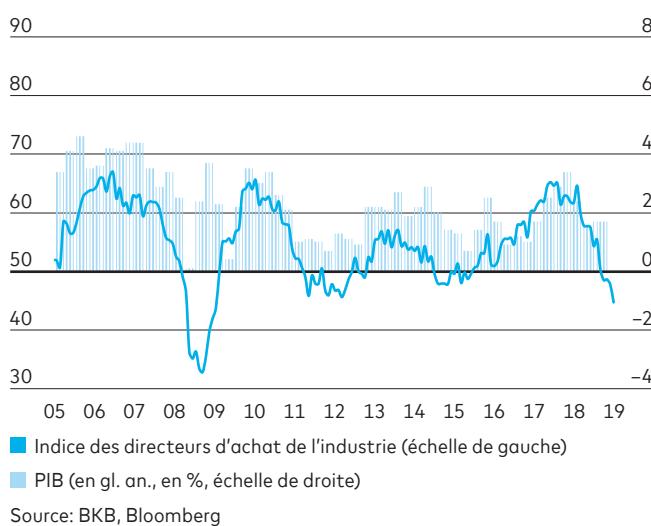


Fig. 3: indicateur avancé et PIB suisses



Fed vs Trump

Comme prévu, la Fed a abaissé fin juillet son taux directeur de 25 points de base. Il s'agit de la première réduction des taux depuis la fin de la crise financière en 2009. Bien que cela réponde à une exigence majeure de Donald Trump, l'ampleur de la baisse ainsi que les déclarations de la Fed concernant l'orientation future de la politique monétaire ont vraisemblablement déçu le président américain. En effet, l'instance s'est bien gardée d'annoncer de nouvelles baisses de taux automatiques, se disant au contraire prête à adapter si nécessaire sa politique monétaire en cas d'évolution de la situation. En outre, la réduction du taux directeur s'explique davantage par les risques liés au conflit commercial sino-américain que par les perspectives conjoncturelles actuelles. Il n'est donc guère surprenant que Donald Trump ait décidé d'étendre encore les droits de douane sur les marchandises chinoises, comme s'il souhaitait contraindre l'établissement indépendant qu'est la Fed à procéder à des baisses de taux bien plus importantes. En effet, une aggravation du conflit commercial rendrait nécessaires d'autres réductions des taux.

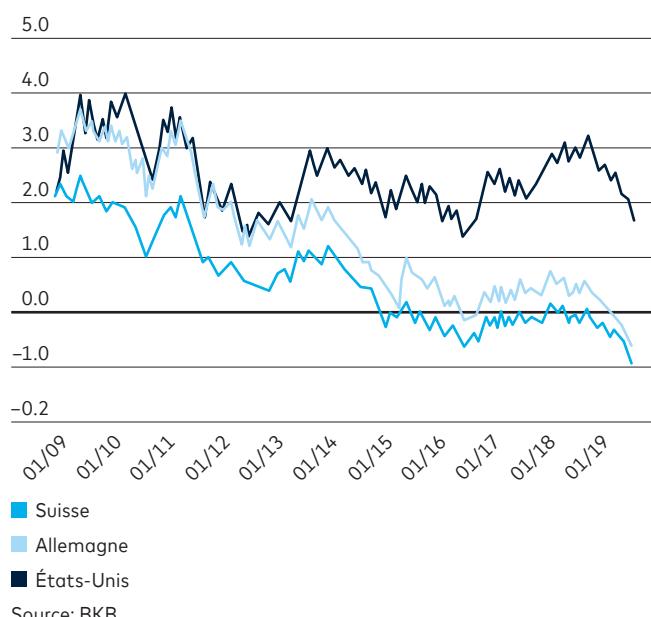
La BCE laisse entrevoir un nouvel assouplissement de sa politique monétaire

La BCE n'a pas surpris les marchés financiers: lors de sa séance du 25 juillet, elle a décidé d'opter pour le statu quo dans un premier temps et de mettre la question d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire à l'ordre du jour de sa séance de septembre. Il est probable qu'avant de se retirer, Mario Draghi, son président, annonce encore une fois une légère baisse de taux et/ou une reprise des achats obligataires. Reste à savoir quelle sera la teneur des mesures prises. La BNS devrait s'en tenir à sa politique actuelle. Elle observe de nouveau de plus près le taux de change EUR/CHF, qui est passé sous la barre de 1,10 franc pour 1 euro. Tout indique qu'elle interviendra sur le marché des devises en cas de forte appréciation du franc. Les obligations restent peu attrayantes. Le rendement annuel des emprunts suisses à 10 ans est tombé à -0,9% (fig. 1). En d'autres termes, si l'on souscrit une telle obligation et qu'on la conserve jusqu'à son échéance, on réalise une perte de 9%.

Marché suisse de l'immobilier

La valeur des placements immobiliers suisses cotés en bourse évolue de façon très satisfaisante depuis le début de l'année. Fin juillet, les actions immobilières restaient plus intéressantes que les fonds, avec une progression de 17,5% environ, contre 15% tout de même pour les fonds immobiliers. Les indices ont battu de nouveaux records en juillet. Les turbulences enregistrées début août sur les marchés des actions ne se sont quasiment pas fait sentir. Les actions immobilières n'ont connu qu'un léger recul, tandis que les agios des fonds immobiliers ont encore une fois augmenté. Les gains sur cours des fonds résidentiels restent nettement supérieurs à ceux des fonds commerciaux. Le risque d'assister à la formation d'une bulle immobilière sur le marché suisse continue à diminuer. L'indice UBS ad hoc (Swiss Real Estate Bubble Index) a de nouveau enregistré une légère baisse, tandis que le marché suisse de l'immobilier continue de profiter des rendements historiquement bas des obligations: les placements immobiliers restent relativement attrayants par rapport à ces dernières. Nous maintenons notre pondération neutre de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

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



Source: BKB

Les marchés mondiaux ont toujours le vent en poupe

En juillet également, la tendance était à la hausse sur les marchés des actions des pays industrialisés. L'indice MSCI World Developed Markets a réalisé une performance mensuelle de +1,8% en CHF, à laquelle le marché américain a fortement contribué (+2,9% en CHF). Le marché suisse a enregistré une progression de 0,8%, surperformant ainsi ceux des pays émergents, qui ont fait du surplace avec une performance mensuelle de 0,1% en CHF. Les actions de la zone euro, elles non plus, n'ont présenté aucun intérêt pour les investisseurs suisses: elles ont réalisé une contre-performance (-0,8%), à laquelle la dépréciation de la monnaie unique a contribué de façon déterminante. Alors qu'en juillet, la perspective des baisses de taux a boosté les marchés des actions, le ciel s'est fortement assombri début août avec l'escalade du conflit commercial sino-américain. Les prix des actions ont alors fortement baissé (fig. 1). À l'échelle mondiale, ce sont les titres des secteurs des technologies et des communications qui ont connu la plus forte progression en juillet. En revanche, après l'effondrement des marchés début août, les pertes les plus faibles ont été enregistrées par les titres des secteurs défensifs que sont les fournisseurs (utilities), l'immobilier et la santé.

Publication des bénéfices: de bonnes surprises, mais pas de quoi s'enflammer

D'après les premiers résultats publiés pour le 2^e trimestre, les bénéfices des entreprises de l'indice S&P 500 sont en légère hausse par rapport au 2^e trimestre 2018. Les pertes de bénéfice des entreprises technologiques et énergétiques, en particulier, se sont avérées moins importantes que prévu. Les résultats de l'industrie américaine ont agréablement surpris les analystes. Dans l'ensemble, la croissance des bénéfices reste toutefois très timide, ce qui n'est pas étonnant compte tenu du contexte macroéconomique peu dynamique.

Stratégie de placement

Étant donné que les investisseurs pourraient à l'avenir accorder davantage d'importance aux risques politiques (qu'ils ont jusqu'à présent largement occultés), nous avons maintenu en juillet notre sous-pondération en actions. D'ailleurs, l'actuel manque de dynamisme de l'économie ne nous incite pas à adapter notre stratégie en la matière.

Fig. 1: performance régionale des actions pour juillet et début août 2019

Indice Net Total Return en CHF

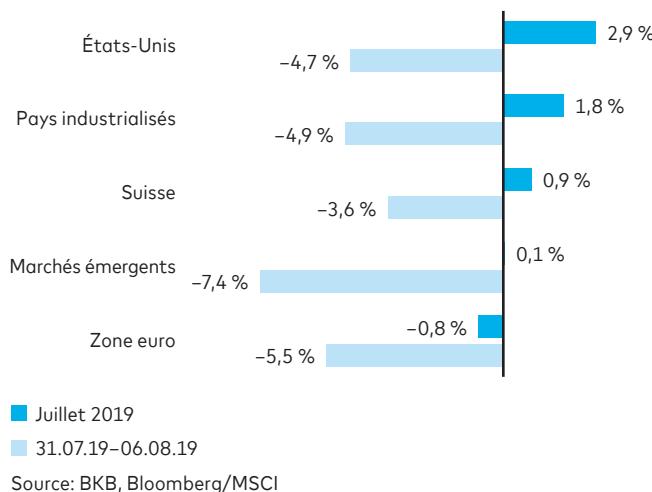


Fig. 2: augmentation des bénéfices de l'indice S&P 500 en glissement annuel

