



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Jusqu'où iront la Fed et la BCE?**
- **La Banque nationale suisse suit-elle la BCE?**
- **Boris Johnson: un loup dans la bergerie?**

Jusqu'où iront la Fed et la BCE?

Au mois de septembre, les banques centrales américaine et européenne devront prendre des décisions importantes, qui pourraient avoir des répercussions non négligeables sur le taux de change euro/franc et l'évolution des taux en Suisse. Tout d'abord, la BCE fixera ses taux d'intérêt le 12 septembre prochain. Le taux d'intérêt débiteur déjà négatif (-0,4%) applicable aux surplus de liquidités des banques devrait être légèrement abaissé. Les acteurs du marché attendent également avec impatience de savoir si la BCE entend élargir ses achats d'obligations et ajuster son objectif en matière d'inflation, actuellement défini comme «au-dessous, mais à un niveau proche, de 2%», afin qu'il corresponde davantage à la réalité. D'après les déclarations de représentants de la BCE, on peut tabler sur des mesures de politique monétaire destinées à soutenir l'économie de la zone euro.

Le 18 septembre, la banque centrale américaine (Fed) abaissera vraisemblablement ses taux d'un quart de point supplémentaire, déplaçant ainsi le taux directeur effectif dans une fenêtre inférieure à 2%. Il est pour le moment impossible de déterminer le nombre de réductions des taux qui seront mises en place dans les trimestres à venir. Le marché américain des placements productifs d'intérêts devrait connaître un voire deux autres abaissements de taux d'un quart de point chacun. L'économie du pays ne présente certes pour l'instant aucun symptôme aigu de récession imminente, mais la courbe de taux du dollar, de nouveau inversée pour la première fois en août (c'est-à-dire que les taux à échéance de 10 ans sont moins élevés que ceux à échéance de 2 ans), est de mauvais augure pour la conjoncture et les marchés des actions. Les attentes relatives aux actions des banques centrales ont provoqué une baisse des courbes de taux dans le monde entier. En Allemagne et en Suisse, les courbes de taux sont passées au-dessous de celle du Japon, et l'État italien, fortement endetté, se voit même verser des

intérêts pour les échéances inférieures à 2 ans pour les crédits contractés. Ce contexte de taux, considéré par beaucoup comme anormal, conduit certains à avancer la thèse qu'une bulle du marché des obligations s'est formée au cours de la dernière décennie et que celle-ci serait bien plus importante que celle des marchés boursiers dans les années 1990 et celle du marché immobilier américain dans les années 2000.

Le niveau des emprunts d'État américains est au plus bas depuis la Seconde Guerre mondiale. En l'absence de pression inflationniste, cette situation pourrait encore persister longtemps. Les incitations et les effets redistributifs qui en résultent ont déjà une incidence sur les marchés financiers et les loyers, sur le niveau désespérément bas des actions des grandes banques européennes et la difficulté à stabiliser durablement les systèmes de retraite. Le cadeau empoisonné de l'argent bon marché prescrit par les banques centrales a également des effets secondaires indésirables à long terme.

La Banque nationale suisse suit-elle la BCE?

Les décisions de la BCE et de la Fed pourraient générer une nouvelle pression à la valorisation du CHF. La réaction des marchés financiers devrait déterminer largement si la BNS abaissera encore les taux négatifs dès la date de sa décision officielle, le 19 septembre, ou seulement après. Une nouvelle diminution du taux directeur suisse à -1% reste toutefois possible.

Boris Johnson: un loup dans la bergerie?

Dans moins de deux mois, le Royaume-Uni devrait quitter l'UE après la présentation du nouveau Premier ministre. Il pourrait paraître surprenant que la reine autorise Boris Johnson à mettre le Parlement britannique en congé forcé jusqu'à mi-octobre. Est-ce là l'alternative au déficit de démocratie tant reproché à l'UE? Tous les scénarios sont envisageables: report, Brexit dur, nouveau scrutin, nouvelles négociations avec l'UE. À moins que Boris Johnson ne prépare un nouveau coup de théâtre politique. Une analyse des scénarios est inutile, car elle revient à tenter de préparer systématiquement les brebis à une intrusion du loup dans la bergerie à la nuit tombée.

Stratégie de placement: la prudence reste de mise

Au regard de l'incertitude régnant quant à la tendance conjoncturelle, nous avons de nouveau légèrement réduit la part d'actions en août. Certes, aucune correction majeure n'a été effectuée au niveau des marchés des actions et les indices des actions atteignent début septembre des notations proches de leurs records historiques. Cependant, l'assouplissement de la politique monétaire escompté semble être intégré dans les cours des actions. Notre positionnement est justifié par le manque d'impulsions permettant de générer rapidement de nouveaux gains de change au niveau des actions.

États-Unis: bon moral des consommateurs malgré le conflit commercial

Le moral des consommateurs américains reste très bon: malgré un léger recul, il se situe à un niveau très élevé en comparaison avec les 20 dernières années (fig. 1). La consommation demeure un stabilisateur essentiel de la conjoncture américaine. C'est également ce que montre la 2e estimation du PIB pour le 2^e trimestre, selon laquelle la consommation des ménages s'est accrue de 4,7% par rapport aux trois premiers mois de l'année. Il semblerait, du moins jusqu'à présent, que le moral des consommateurs défie les incertitudes liées au conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine. La conjoncture américaine n'en sort pourtant pas indemne, comme le montre l'indice des directeurs d'achat de l'industrie. Celui-ci a en effet de nouveau reculé et se situe désormais, avec 49,1 points, au-dessous du seuil critique des 50 points. Le risque de récession s'est donc accru, ce dont témoigne également la courbe inversée de la structure des taux (différence de taux des emprunts d'État américains à 10 ans et à 2 ans). Dans le passé, celle-ci constituait un bon indicateur de récession à moyen terme.

UE: politique, politique et encore politique

Dans la zone euro, les indicateurs avancés ont ça et là envoyé quelques signaux positifs. Les indices des directeurs d'achat de l'industrie ont légèrement augmenté et ceux du secteur des services promettent des taux de croissance positifs (fig. 2). Certains sont même nettement en phase d'expansion. La politique ajoute cependant de l'huile sur le feu: le Brexit demeure en effet une épée de Damoclès, puisque tous les scénarios restent envisageables. Un autre risque semble toutefois écarté, l'Italie s'apprêtant à se doter d'un nouveau gouvernement qui n'inclura pas les populistes de droite menés par Matteo Salvini. Les relations entre le pays et l'UE devraient par conséquent s'améliorer quelque peu.

Suisse: le moral légèrement en hausse

Le moral de l'industrie suisse s'est légèrement amélioré au mois d'août. L'indice des directeurs d'achat a augmenté, mais demeure sous le seuil critique des 50 points (fig. 3), ce qui laisse présager une contraction de l'industrie dans les trois à six prochains mois. Pour la première fois depuis juillet 2016, le sous-index de l'emploi est également passé au-dessous du seuil de croissance, ce qui accroît le risque de voir les conflits commerciaux mondiaux et les discussions au sujet du Brexit affecter le marché de l'emploi dans l'industrie. Il est toutefois positif de constater que l'indice du secteur des services est de nouveau nettement expansionniste.

Fig. 1: moral des consommateurs américains

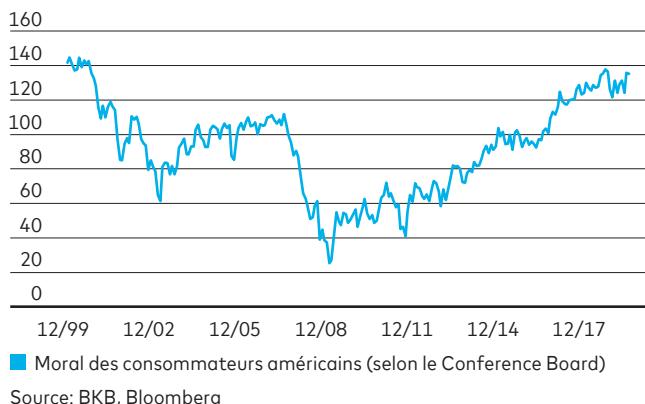


Fig. 2: indicateurs avancés de la zone euro

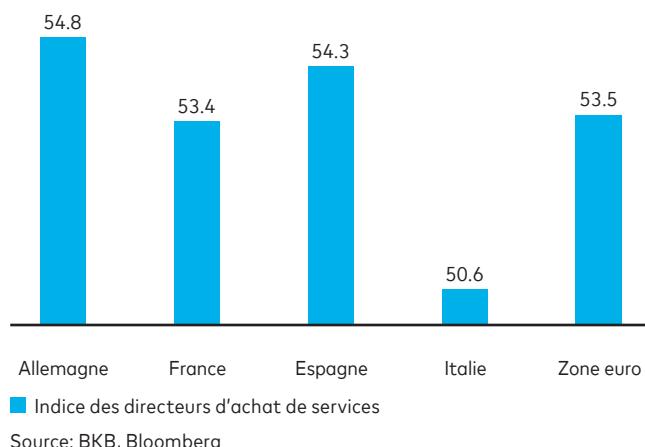
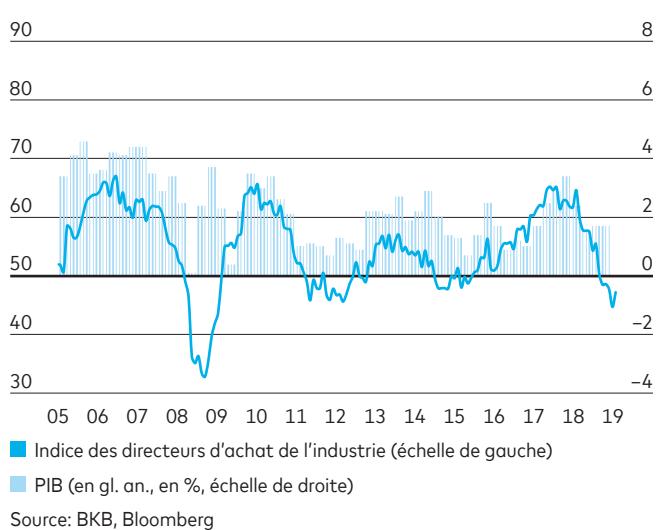


Fig. 3: indicateur avancé et PIB suisses



Pleins feux sur la politique monétaire en septembre

Après le virage à 180° opéré par la Fed en matière de politique monétaire, les acteurs du marché et les économistes attendent impatiemment les prochaines réunions des banques centrales. La première sera celle de la BCE: le 12 septembre, Mario Draghi en assurera la présidence pour la dernière fois. Les spécialistes tablent sur le fait qu'il optera, pour clôturer son mandat, pour une politique monétaire encore plus expansionniste. Une diminution du taux est également attendue de la part de la Fed le 18 septembre. Sur le marché, une réduction de 25 points de base est actuellement prise en compte. La dernière à statuer sera la Banque nationale suisse. Là aussi, un abaissement du taux directeur à -1% est probable. Cela devrait cependant dépendre des directives de la BCE d'une part et des réactions observées sur le marché d'autre part. Si le franc résiste à la potentielle pression à la valorisation, la BNS pourrait temporiser une réduction des taux. La stabilisation de la situation en Italie pourrait avoir un effet positif à cet égard. Une coalition entre le Mouvement 5 étoiles et les socio-démocrates (PD), sous la houlette du gouvernement Conte, devrait nettement apaiser les tensions avec la Commission européenne et mettre, pour le moment, un terme au débat sur l'avenir de l'euro, qui ne cesse de refaire surface.

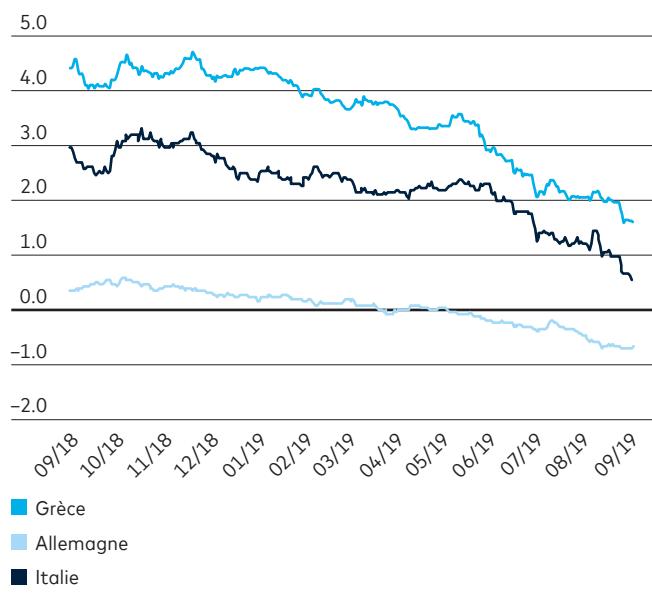
Rendements des emprunts d'État historiquement bas

En raison de la hausse des risques de récession et des incertitudes politiques (conflit commercial, Brexit, etc.), les rendements des emprunts demeurent sous pression. Les emprunts d'État en Allemagne et en Suisse restent nettement négatifs. Outre la politique monétaire expansionniste et les inquiétudes conjoncturelles, les estimations peu élevées en matière d'inflation laissent présager un maintien des taux à un niveau bas. Actuellement, le niveau des prix est donc extrêmement stable. Même les rendements des emprunts d'État grecs et italiens ont nettement reculé au cours des derniers mois (fig. 1). À cet égard, la perspective de la formation d'un nouveau gouvernement en Italie a récemment apaisé les esprits. L'évolution du cours euro/ franc sera largement influencée par les décisions à venir en matière de politique monétaire. Il faut toutefois s'attendre à ce que la BNS essaie de s'opposer à une nouvelle valorisation du franc et, si nécessaire, à une nouvelle diminution du taux directeur.

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. Dans ce contexte, les actions immobilières se sont même nettement distinguées en comparaison des fonds à la fin août. Elles ont enregistré au 30 août 2019 une progression de 28% environ. Les fonds immobiliers ont tout de même progressé de près de 14%. Les turbulences enregistrées début août sur les marchés des actions ne se sont quasiment pas fait sentir. Les fonds immobiliers n'ont que légèrement reculé et les actions immobilières ont même pu se profiler positivement, 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. Les placements immobiliers continuent à être soutenus par des taux historiquement bas. La pénurie de placements au niveau des obligations attire les investisseurs vers les fonds et actions immobiliers. Les rendements des dividendes sont attractifs comparativement aux emprunts d'État suisses à 10 ans, dont le rendement est nettement négatif. Les investisseurs ne se laissent guère effrayer par l'environnement de marché extrêmement exigeant. 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, Bloomberg

Correction sur les marchés des actions mondiaux en août

Les mois de juin et juillet ont été extrêmement positifs pour les investisseurs en actions. Divers indices ont atteint des niveaux record. C'est notamment le cas de l'indice S&P 500, qui a dépassé le seuil des 3000 points, ainsi que du Swiss Performance Index, qui a conclu le mois de juillet à plus de 12 000 points. Toutefois, début août, Donald Trump a brutalement jeté un froid en annonçant de nouveaux droits de douane sur les importations de Chine, occasionnant ainsi dans les premiers jours du mois une nette correction sur les marchés des actions, qui n'ont pas réussi à se rétablir depuis lors, à quelques exceptions près. Les actions des marchés émergents, en particulier, ont montré des signes de grande faiblesse, et le marché des actions britannique a été plus durement touché que la moyenne. L'épée de Damoclès du Brexit, bien perceptible, continue de menacer l'île (fig. 1).

Tendance à la hausse pour les estimations de bénéfices

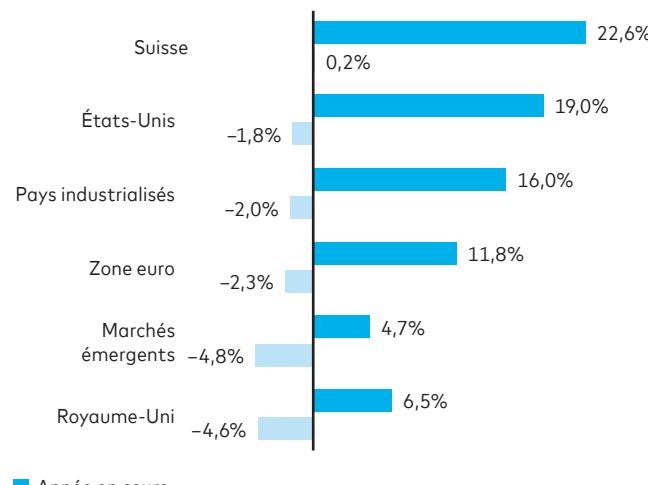
Si le bilan du 2^e trimestre est encore relativement positif compte tenu des turbulences politiques et du ralentissement de la conjoncture – les entreprises de l'indice S&P 500 ont enregistré une nouvelle hausse de croissance –, il convient de s'attendre à une baisse de dynamisme dans les trimestres à venir. C'est ce que laissent supposer, notamment, les estimations de bénéfices des analystes des marchés financiers, qui affichent une tendance à la baisse depuis le début de l'année (fig. 2). Celle-ci a été plus nettement marquée pour les actions des pays émergents (-13%). À l'inverse, le marché suisse des actions affiche une très grande stabilité à cet égard également (+/-0%).

Stratégie de placement

Compte tenu des craintes de récession et des risques politiques qui subsistent, nous avons diminué en août notre engagement dans les actions des pays émergents et donc encore réduit le risque inhérent aux portefeuilles. La part d'actions se situe désormais environ 4% au-dessous du niveau stratégique.

Fig. 1: marchés des actions de l'année en cours et du mois d'août

Indice Net Total Return en CHF

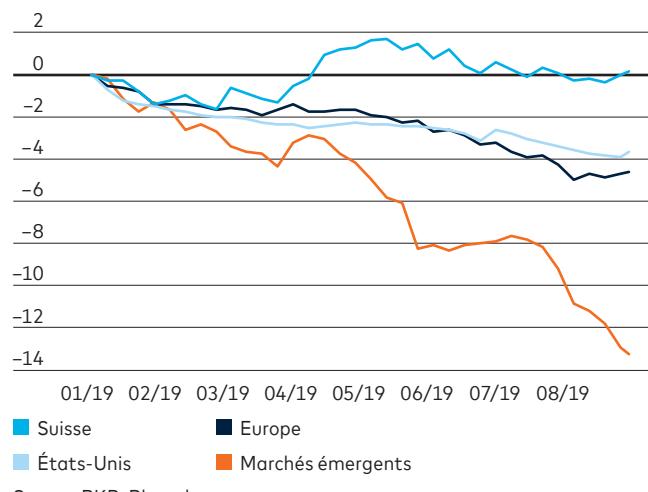


Année en cours

31.7.19–31.8.19

Source: BKB, Bloomberg/MSCI

Fig. 2: évolution des révisions des estimations de bénéfices pour l'exercice à venir en %



Source: BKB, Bloomberg