



**Sandro Merino**  
Chief investment officer  
Banque Cler

- **Élections au Congrès américain: déferlante d'une vague démocrate?**
- **Croissance mondiale: des vents moins favorables en 2019?**
- **Actions: le moment est venu de réaliser les plus-values des valeurs secondaires!**

## Élections au Congrès américain: déferlante d'une vague démocrate?

À l'instar de son prédécesseur B. Obama, D. Trump pourrait se retrouver en difficulté à peine deux ans après avoir pris les rênes du pays. Les Républicains devraient conserver la majorité au Sénat, mais pourraient la perdre à la Chambre des représentants. D'après les sondages, ce scénario aurait environ 65% de chances de se réaliser. Si tel était le cas, Trump serait bien embêté pour faire passer de nouvelles lois au Congrès. Il aurait cependant toujours la possibilité d'user des décrets présidentiels, une pratique à laquelle il a pris goût, imitant en cela Obama, qui n'avait eu d'autre choix pendant six ans. S'il était vaincu aux élections de mi-mandat, Trump verrait son assise politique fortement entamée. Ses promesses de nouvelles baisses de la fiscalité ne lui suffiront guère pour s'assurer une majorité au Congrès. D'autant que la controverse sur l'état de plus en plus catastrophique des finances du pays prend de l'ampleur. Le déficit budgétaire américain pour la seule année 2018 (4%) est près de deux fois supérieur à celui que l'Italie veut imposer à la Commission européenne pour 2019. On attend également le rapport de Robert Mueller, ancien directeur du FBI nommé procureur spécial, qui mène l'enquête sur les soupçons d'ingérence russe dans l'élection présidentielle de 2016. Une nouvelle impasse politique au Congrès n'aurait de toute façon pas de répercussions directes sur l'économie et les marchés financiers.

## Vers un ralentissement mondial de la croissance en 2019?

Depuis l'automne 2016, la croissance économique mondiale n'a cessé de s'accélérer. Le niveau actuel des principaux indicateurs comme l'emploi, la croissance, l'inflation ou l'utilisation des capacités n'a plus grand-chose à voir avec la profonde crise économique qui sévis-

sait il y a dix ans. Même dans la zone euro, le chômage est en moyenne redescendu à son taux de début 1999, lors de l'introduction de la monnaie unique. Une décence de politique monétaire expansionniste a permis à l'économie de se refaire une santé. Les taux directeurs remontent donc logiquement. La Fed devrait annoncer en décembre son neuvième relèvement de 0,25 point, trois ans après le lancement de sa politique de normalisation des taux. L'idée était aussi de se constituer une «réserve» pour contrer d'éventuelles tendances à la récession par des baisses de taux. Certains observateurs des marchés financiers se montrent pessimistes et expriment leur crainte de voir la Fed forcée de revoir ses taux à la baisse dès la fin 2019 pour enrayer le fléchissement de la croissance. Nous ne partageons pas ce pessimisme, mais n'excluons pas non plus un ralentissement économique mondial modéré. Le rythme soutenu de la croissance américaine actuelle n'a rien de durable: il est dopé par les baisses d'impôt et par le gonflement de l'endettement public; en Chine aussi, il diminue depuis déjà plusieurs années, se rapprochant de celui d'un État à un stade de développement économique avancé. En Europe non plus, l'accélération tant attendue de la croissance n'est pas vraiment au rendez-vous. Ni l'Italie ni la France ne parviennent, pour l'instant, à concrétiser les nouvelles impulsions politiques sur le plan économique.

## Actions: le moment est venu de réaliser les plus-values des valeurs secondaires!

De par leur orientation cyclique, les valeurs secondaires, c.-à-d. les titres des entreprises de taille relativement modeste, appelées «small et mid caps», dégagent de meilleurs rendements que les actions des très grandes sociétés, en particulier en période de conjoncture florissante. À l'inverse, les replis conjoncturels ne leur sont pas propices. La tendance à l'amélioration des performances des valeurs secondaires a dans la pratique déjà pris fin. Nous recommandons de réaliser les plus-values générées par les small et mid caps européennes comme suisses, et de réinvestir le produit de ces ventes dans des fonds reproduisant le marché globalement défensif. Sur le marché suisse des actions, le support idéal est l'indice SMI, qui regroupe les vingt plus grandes sociétés anonymes.

Même si nous ne pensons pas que le fléchissement de la croissance provoquera l'effondrement des marchés des actions, mieux vaudrait adopter dès à présent un positionnement plus défensif dans la sélection de vos titres. Notre échantillonnage de fonds de placement selon l'approche du meilleur de la classe vous fournit autant d'instruments adéquats. Votre conseiller se fera un plaisir de vous guider de manière compétente dans vos choix. Nos solutions de placement et mandats de gestion de fortune intégreront ce changement de stratégie fin octobre.

## États-Unis: maintien de la dynamique conjoncturelle

Selon les premières estimations, le PIB américain a augmenté de 3,5% au 3<sup>e</sup> trimestre, dépassant ainsi légèrement les prévisions des économistes. Cette hausse a notamment été portée par la consommation des ménages et les dépenses publiques. Les exportations affichent quant à elles un léger repli, alors que les importations, nullement freinées par le conflit commercial, ont progressé. La bonne santé de la conjoncture américaine se reflète également sur le marché du travail. Le taux de chômage s'est ainsi établi en septembre à 3,7%, son plus faible niveau depuis 1970, faisant pousser des ailes aux consommateurs: leur moral culmine à un plus-haut jamais atteint depuis septembre 2000 (fig. 1). Les impulsions positives données par la réforme fiscale du début d'année continuent à se faire sentir, mais il faut s'attendre à perdre cet effet stimulateur courant 2019. La forte utilisation du facteur travail, la fin prochaine du dopage fiscal, la normalisation de la politique monétaire ainsi que les différends commerciaux laissent présager une inflexion du rythme de croissance du PIB.

## UE: recul du moral des consommateurs

Les multiples sources d'incertitude politique en Europe et dans la zone euro pèsent de plus en plus sur l'économie. Et le repli des indicateurs de confiance ne concerne pas uniquement certains pays régulièrement en difficulté comme l'Italie: ce constat vaut pour l'ensemble de la zone euro. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie, qui culminait encore à 60,6 points en décembre 2017, ne se situe plus aujourd'hui que deux points environ au-dessus de la barre critique des 50 points. Une valeur supérieure à ce seuil augure une expansion, une valeur inférieure une contraction. Le moral des consommateurs européens s'est assombri. Le rythme de croissance du PIB devrait continuer à ralentir, mais cette évolution ne se ressent pas encore sur le marché du travail (fig. 2).

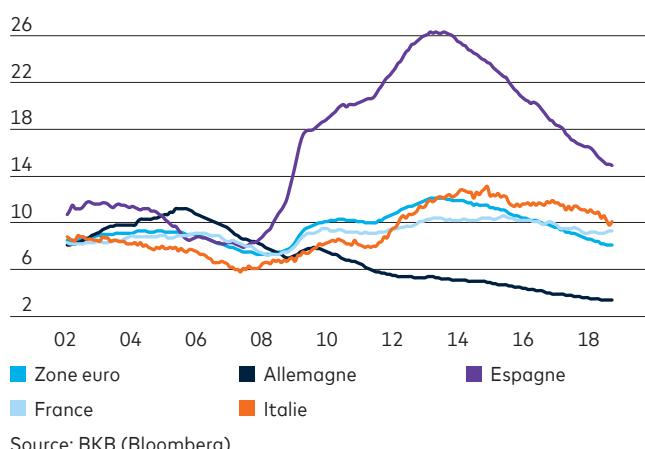
## Suisse: baisse du chômage

Les perspectives conjoncturelles de la Suisse pour 2019 sont elles aussi moins favorables, si l'on en croit les prévisions disponibles, qui font consensus. La fourchette des estimations de croissance du PIB suisse s'établit entre 1,4 et 2,2% pour l'année prochaine, avec une moyenne de 1,8%. Ce fléchissement ne devrait cependant pas affecter le marché du travail dans un premier temps. Le taux de chômage s'établit actuellement à 2,5% (chiffre corrigé des variations saisonnières) et devrait continuer à baisser (fig. 3) d'après les résultats du sondage mené auprès des entreprises.

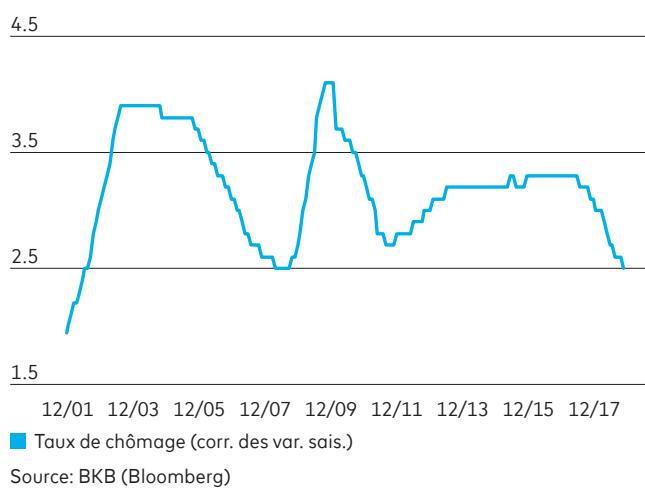
## Fig. 1: moral des consommateurs américains



## Fig. 2: taux de chômage dans la zone euro



## Fig. 3: taux de chômage en Suisse



# Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

Investment Letter 11/2018

## La BCE maintient son cap

La réunion d'octobre de la Banque centrale européenne (BCE) a laissé les impatients sur leur faim. La décision a été renouvelée de s'en tenir à la stratégie déjà énoncée de durcissement progressif de la politique monétaire expansionniste. Plus intéressante a été l'attitude de Mario Draghi sur la question italienne. Le niveau d'endettement de la troisième puissance économique de la zone euro s'élève à quelque 131% du PIB environ (le taux toléré étant de 60%). Or le projet budgétaire présenté par le gouvernement populiste italien implique d'accroître la dette publique de 2,4% du PIB en 2019, de manière à financer certaines promesses électorales. Tout nouveau gonflement de l'endettement du pays alimentera les doutes nourris par les marchés sur la capacité de l'Italie à assumer ce niveau de déficit budgétaire. Cela restreindra la marge de manœuvre du gouvernement et pèsera sur le secteur bancaire. Les rendements des emprunts d'État italiens augmentent en effet aux dépens des banques nationales, qui détiennent de nombreux titres obligataires. Les investisseurs sont actuellement rémunérés à environ 3,4% sur leurs emprunts à 10 ans. Si les taux continuent de progresser, l'Italie ne sera pas la seule à se retrouver en difficulté. Cela soulèverait de nouveau la question de l'avenir de la zone euro. Draghi a affirmé que la BCE suivait de près les événements. Il a toutefois rappelé que c'est la Commission européenne, et non la BCE, qui doit veiller au respect du Pacte de stabilité et a exprimé sa confiance dans la capacité des protagonistes à parvenir à un accord sur le projet de budget italien pour 2019.

## Perspectives

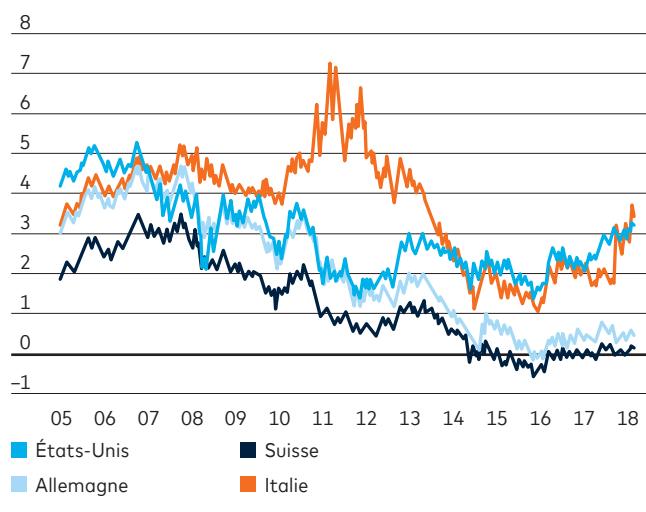
L'aversion croissante au risque suscitée notamment par les incertitudes politiques à ces dernières semaines intensifié le phénomène de fuite vers des obligations considérées comme des valeurs refuges. En conséquence, les rendements des emprunts d'État à 10 ans des États-Unis, de l'Allemagne et de la Suisse se retrouvent quelque peu malmenés (fig. 1). La robustesse de la conjoncture mondiale, le processus de normalisation de la politique monétaire et la hausse de l'inflation ne justifient cependant pas le récent recul des rendements. Nous prévoyons donc toujours, d'ici à fin 2019, une augmentation des rendements des emprunts d'État à 10 ans comprise entre 0,5 et 1,0%.

## Marché suisse de l'immobilier

Le mois d'octobre a confirmé que les placements immobiliers se trouvent sous pression. Si les fonds immobiliers ont globalement stagné par rapport à leur valeur au 30 septembre, les actions immobilières ont perdu du terrain dans le sillage du marché des actions (SMI) et rejoignent ainsi les fonds immobiliers dans leur évolution défavorable depuis le début de l'année. La performance négative des actions immobilières s'explique selon nous par la délicatesse du contexte pour ce type de placements au mois d'octobre. Les placements immobiliers en fonds pâtissent quant à eux toujours du rythme effréné des augmentations de capital ainsi que des lancements de fonds immobiliers. Alors que les investisseurs institutionnels devaient par le passé souvent se satisfaire de souscriptions partielles lors d'une augmentation de capital, on assiste désormais aussi à des souscriptions intégrales. En ce qui concerne l'évolution des taux en Suisse, il n'y a en revanche eu aucune perturbation: les rendements sont toujours extrêmement bas.

Nous maintenons notre pondération neutre autour de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects, en partie en raison de l'attrait des rendements sur distribution par rapport aux obligations helvétiques.

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



Source: BKB (Bloomberg)

## Turbulences sur les marchés des actions en octobre

Le mois d'octobre n'a pas été favorable aux actions, qui ont enregistré de sensibles baisses de cours, tant dans les pays industrialisés que dans les pays émergents. Les secteurs cycliques que sont les matières premières, l'industrie, les technologies de l'information et la consommation discrétionnaire ont affiché des ventes particulièrement massives. Quant aux secteurs défensifs des fournisseurs (utilities), des télécommunications, des biens de consommation, de l'immobilier et de la santé, ils ont subi une spirale baissière de moindre ampleur. Ces fortes corrections de cours n'ont pas de fondement réel. La sanction plus nette infligée aux valeurs cycliques tend cependant à montrer que les investisseurs anticipent un ralentissement conjoncturel.

## Fin de la surperformance des small caps

Les entreprises à petite et moyenne capitalisation, dites «small et mid caps», montrent à long terme une meilleure performance que les valeurs standard à forte capitalisation. L'écart de rendement était particulièrement net ces dernières années sur le marché suisse des actions. La tendance à la surperformance vient cependant de prendre fin (fig. 1). Cette soudaine baisse de régime des small et mid caps est due à leur orientation cyclique. Elles profitent de manière plus que proportionnelle des phases de dynamique conjoncturelle positive, mais sont les premières pénalisées sur le segment des actions en cas de ralentissement économique (fig. 2).

## Stratégie de placement

Compte tenu de la robustesse conjoncturelle – malgré le ralentissement qui se profile –, de la justesse des valorisations et de l'évolution encourageante des bénéfices des entreprises, nous trouvons exagérées les corrections de cours intervenues sur les marchés des actions. Mais comme les incertitudes politiques continuent à peser (Brexit, question italienne, conflit commercial), nous avons décidé d'accroître la part d'actions défensives au sein de notre portefeuille et d'investir dans des valeurs standard suisses. Nous avons parallèlement revu à la baisse notre surpondération en small caps, en compensant là encore par des valeurs standard.

## Fig. 1: performance des small et mid caps suisses

Indice Total Return, 31.03.1995 = 100



## Fig. 2: performance relative des small et mid caps suisses et conjoncture (évolution de l'indice des directeurs d'achat)

Performance relative des small et mid caps par rapport aux large caps, sur la base de données mensuelles en glissement annuel

