



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Durcissement du conflit commercial sino-américain**
- **Accélération de la croissance mondiale**
- **Marchés des actions: une tendance haussière durable?**

Durcissement du conflit commercial sino-américain

Dans l'Investment Letter 07/18 de la Banque Cler, nous avions présenté des scénarios plausibles d'escalade du conflit commercial opposant les États-Unis à la Chine. Nous ne savons pas encore, début août, si D. Trump va concrétiser ses discours enflammés vis-à-vis de la Chine en instaurant de nouvelles taxes douanières substantielles.

En examinant l'histoire chinoise du XIX^e siècle, et notamment les causes et conséquences des «guerres de l'opium» entre la Chine et la Grande-Bretagne, on arrive plutôt à la conclusion que l'Empire du Milieu, cette fois, ne cédera pas. Si l'administration Trump décide de surtaxer les produits chinois, nul doute selon nous que la Chine lui rendra la pareille. Au XIX^e siècle, la Grande-Bretagne accusait, comme les États-Unis aujourd'hui, un important déficit de sa balance commerciale avec la Chine. Le métal argent, le moyen de paiement qui leur permettait d'importer les marchandises chinoises tant convoitées (thé, porcelaine) menaçait d'échapper aux Britanniques, financièrement affaiblis par les guerres napoléoniennes. De son côté, la Chine ne montrait que peu d'intérêt pour les produits européens, jugés inutiles et de qualité inférieure. L'opium cultivé dans les colonies britanniques était tout désigné pour se substituer à l'argent comme moyen de paiement et rééquilibrer les échanges entre les deux pays. Le refus bien compréhensible de la Chine d'accepter l'importation de cette drogue, avec toutes les répercussions sociales qu'elle impliquait, a conduit à une escalade militaire. La supériorité militaire de la Grande-Bretagne à l'époque a contraint la Chine à tolérer le commerce de l'opium, très lucratif pour les Britanniques. En 1843, la Chine s'est de nouveau vue obligée de céder aux Britanniques l'île de Hong Kong, alors inhabitée, dont ils voulaient faire une colonie de la Couronne et une plaque tournante de leur commerce régional.

Bien souvent, l'Histoire est rédigée par les vainqueurs. Aussi il ne faudrait pas sous-estimer l'expérience acquise à ses dépens par la Chine dans ses échanges avec l'Occident. Les parties auraient intérêt à se montrer ouvertes à la négociation et aux concessions. Le président de la Commission européenne Jean-Claude Juncker est tout de même parvenu à conclure avec D. Trump, lors de leur rencontre du 25 juillet dernier, un «accord» en trompe-l'œil qui désamorce provisoirement la crise. La démarche mérite d'être saluée mais, à l'image de celui passé par D. Trump avec la Corée du Nord, l'«accord» euro-américain est à ce point vide de toute substance et non contraignant que le président américain, s'il ne s'appelait pas Trump, ne manquerait pas de le dénoncer. Pour résumer, début août, l'issue du conflit commercial sino-américain reste ouverte. Les États-Unis et la Chine ne manqueront pas, selon nous, de durcir leurs droits de douane, mais dans des proportions sans impact significatif sur la croissance économique mondiale.

Accélération de la croissance mondiale

La performance économique mondiale progresse actuellement d'environ 4%, un rythme deux fois supérieur à celui de 2016. La zone euro affiche une croissance de 2%, et les États-Unis de 4%. Le pic enregistré par les États-Unis au 2^e trimestre résulte cependant des effets ponctuels et peu durables des réductions d'impôt. Les indicateurs économiques chinois, eux non plus, ne semblent pas se ressentir du conflit commercial, et notamment de la mise en place des nouvelles barrières douanières. Même en revoyant à la baisse les chiffres officiels de la croissance chinoise, on obtient un taux robuste de 5%.

Nous pensons avoir épousé, à ce stade, le quota de bonnes nouvelles concernant la croissance économique. Nous prévoyons un ralentissement conjoncturel modéré aux prochains trimestres. Rien ne laisse pourtant présager sérieusement une prochaine récession.

Marchés des actions: une tendance haussière durable?

Le marché suisse des actions a progressé de quelque 6% en juillet, une des meilleures performances mondiales. Il est réaliste de tabler, d'ici la fin de l'année, sur une remontée du SMI à 9500 points. Les hausses de cours observées s'expliquent avant tout par les résultats globalement excellents des entreprises au 2^e trimestre. Tout en étant conscients que cette dynamique est appelée à fléchir, nous restons confiants pour le second semestre. Dans l'immédiat, nous n'avons pas l'intention de réaliser nos gains sur cours de juillet, car la proportion d'actions dans nos stratégies de placement correspond aujourd'hui exactement à la valeur de référence que nous visons pour une «pondération tactiquement neutre en actions».

États-Unis: la croissance dopée par la consommation

Selon les premières estimations, le PIB américain a augmenté de plus de 4% au 2^e trimestre, soit presque deux fois plus qu'au trimestre précédent. C'est la consommation des ménages qui a fait la différence: elle a progressé de 4% entre avril et juin, contre à peine 0,5% pendant les trois premiers mois de l'année. Cette hausse notable n'est en soi guère surprenante. Les observateurs l'avaient annoncée. L'excellente forme du marché du travail (fig. 1) n'y est pas étrangère: le taux de chômage a en peu de temps chuté à 3,8% au 2^e trimestre. Il faut tenir compte aussi de l'effet procyclique produit cette année par la réforme fiscale américaine. Reste à savoir si cette poussée est purement éphémère ou non. La réforme fiscale n'aura en tout cas plus d'effet stimulateur sur la croissance en 2019. Les chiffres pour 2018 n'en restent pas moins positifs, avec une croissance prévisionnelle du PIB de 2,5% au total.

UE: la conjoncture au beau fixe

Malgré le récent repli minime des indicateurs de confiance, les signaux conjoncturels sont au vert dans la zone euro. Le niveau des indicateurs laisse augurer une hausse du PIB supérieure à 2%. Autre bonne nouvelle: le moral des consommateurs demeure bon. Le marché du travail continue lui aussi sa remontée (fig. 2). Le taux de chômage pour l'ensemble de la zone euro s'établit maintenant à 8,3%, après avoir culminé à 12,1% en 2013. L'Allemagne connaît même le plein emploi. La création de nouveaux postes n'est plus la priorité de la première économie d'Europe, qui fait désormais face à une pénurie de main d'œuvre qualifiée de plus en plus gênante pour sa croissance.

Suisse: moral en berne chez les consommateurs

Contre toute attente, le moral des consommateurs suisses a fortement chuté (fig. 3). C'est d'autant plus surprenant que le taux de chômage (corr. des var. sais.) se trouve actuellement à son plus bas niveau depuis octobre 2008. Le SECO explique cette baisse de moral par l'augmentation des risques conjoncturels à l'international. Les conflits commerciaux entre les États-Unis et le reste du monde suscitent l'inquiétude. Les consommateurs redoutent visiblement que cela n'affecte la progression de leur pouvoir d'achat. A contrario, le moral des entreprises reste très positif. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie est nettement expansionniste.

Fig. 1: États-Unis – emploi et postes à pourvoir

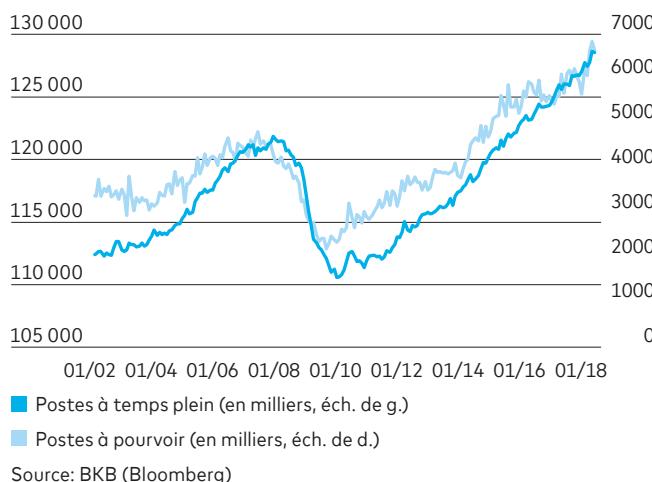


Fig. 2: zone euro – sélection de taux de chômage

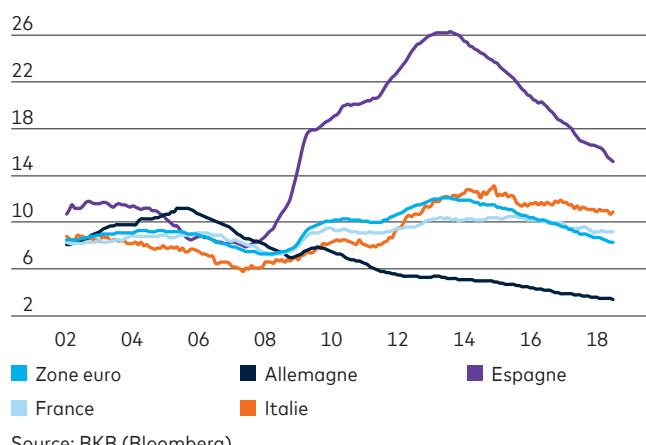
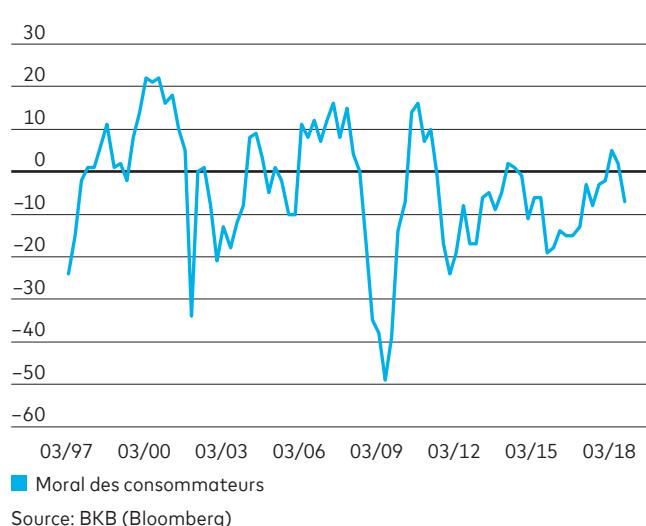


Fig. 3: moral des consommateurs suisses



Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

Investment Letter 08/2018

Accalmie estivale du côté des taux

Rien de nouveau dans ce domaine! Les banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique maintiennent le cap amorcé. La BCE et la BNS poursuivent leur politique expansionniste. Les taux d'intérêt restent bas dans la zone euro comme en Suisse. Aux États-Unis, la Fed ne dévie pas non plus de sa stratégie de normalisation des taux. On s'attend à deux nouveaux relèvements d'ici la fin de l'année.

Ces interventions n'ont jusqu'à présent quasiment pas affecté le rendement des emprunts d'État américains à 10 ans: fin juillet, ils s'établissaient en dessous des 3%. C'est d'autant plus surprenant que la Fed, conformément à sa stratégie de réduction de son bilan (fig. 1), a ces derniers mois freiné ses achats d'obligations américaines. Or une contraction de la demande devrait entraîner une baisse des cours et une hausse des rendements, ce qui n'est en l'occurrence pas le cas.

Si les taux d'intérêt américains à court terme continuent à augmenter, on risque fort de voir s'inverser la courbe. Les rendements des emprunts d'État à 2 ans dépasseraient alors ceux à 10 ans. Ce phénomène a constitué par le passé un signe fiable d'annonce d'une récession différée. La possibilité d'inversion ne sera de toute façon pas intégrée dans les prévisions de taux forward avant la mi-2019.

Perspectives

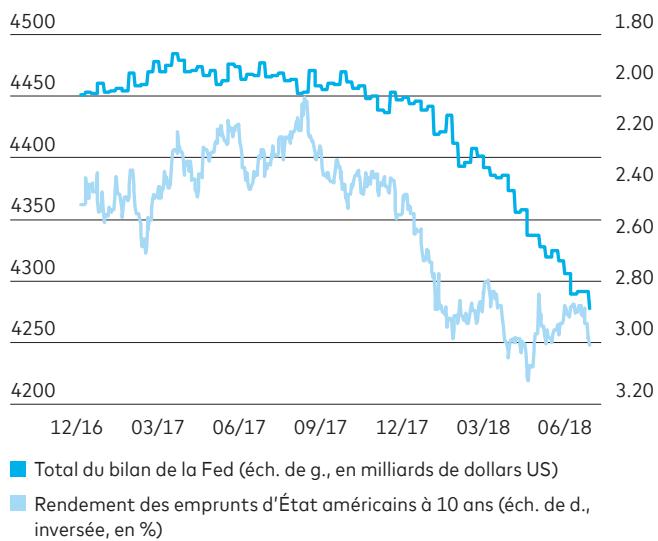
La prise en compte, dans les taux forward, du scénario d'inversion de la courbe des taux américains en 2019 ne constitue en aucun cas un instrument de prévision. Les taux forward varient en effet quotidiennement. Rien ne dit que les rendements des emprunts d'État à 10 ans se maintiendront à leur niveau actuel. Nous pensons plutôt que le tournant amorcé en matière de taux va se poursuivre. Si la Fed continue sur sa lancée de réduction de son bilan, les rendements des obligations à long terme devraient croître, ne serait-ce que pour des raisons structurelles – avec les retombées que cela aurait sur les taux dans la zone euro et en Suisse. Nous prévoyons donc, d'ici 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

En juillet, les fonds immobiliers ont reconquis un peu du terrain perdu par rapport aux actions immobilières. L'indice SWIIT (fonds immobiliers) a ainsi affiché une progression supérieure à celle de l'indice REAL (actions immobilières). Depuis le début de l'année, ces dernières ont une longueur d'avance conséquente (plus de 4%), ce qui a jusqu'à présent permis aux investisseurs de profiter d'une performance légèrement positive de 3% environ. Les détenteurs de parts de fonds immobiliers doivent quant à eux se contenter d'un résultat toujours négatif (un peu plus de 1%). La bonne nouvelle, tout de même, c'est que les agios des fonds immobiliers ont remonté la pente ces derniers mois. Fin juin, ils évoluaient en moyenne sous la barre des 20%, avec un net écart entre les fonds du segment commercial et ceux du segment habitation. Ces derniers sont bien plus chers que les fonds constitués d'immeubles commerciaux. Le contexte demeure cependant stimulant. La faiblesse des taux et la robustesse conjoncturelle sont des atouts. A contrario, le recul de l'immigration et la forte activité dans le secteur de la construction pèsent sur le marché.

Nous maintenons notre pondération neutre autour de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects, car les rendements sur distribution, actuellement un peu inférieurs à 3%, restent attractifs.

Fig. 1: taux d'intérêt américains et total du bilan de la Fed



Source: BKB, Bloomberg

Performance positive des actions en juillet

La tendance globale sur les marchés des actions mondiaux a été à la hausse en juillet. Les valeurs suisses, en particulier, ont réalisé une belle performance en progressant de 6,2% sur le mois (selon le MSCI), ce qui leur a permis de renouer avec des rendements positifs, y compris en comparaison avec le début de l'année. Après les pertes essuyées en mai et en juin, les titres des pays émergents tirent eux aussi leur épingle du jeu en affichant un résultat mensuel de +1,9% en CHF. Freinés dans leur ascension par la faiblesse des actions chinoises, qui pâtissent de l'enlisement du conflit commercial avec les États-Unis, ils restent cependant à la traîne par rapport aux marchés des actions des pays industrialisés, qui ont progressé de +2,9% en CHF en juillet (fig. 1).

Nouvelle amélioration des résultats des entreprises au 2^e trimestre

L'ouverture de la saison de publication des résultats réalisés par les entreprises au 2^e trimestre a apporté son lot de bonnes surprises. Début août, plus des deux tiers des sociétés composant l'indice américain S&P 500 avaient déjà annoncé une hausse de leurs bénéfices de 24% en moyenne par rapport au 2^e trimestre 2017. 85% de ces entreprises ont dépassé les estimations des analystes.

Grand gagnant du mois: le secteur de la santé

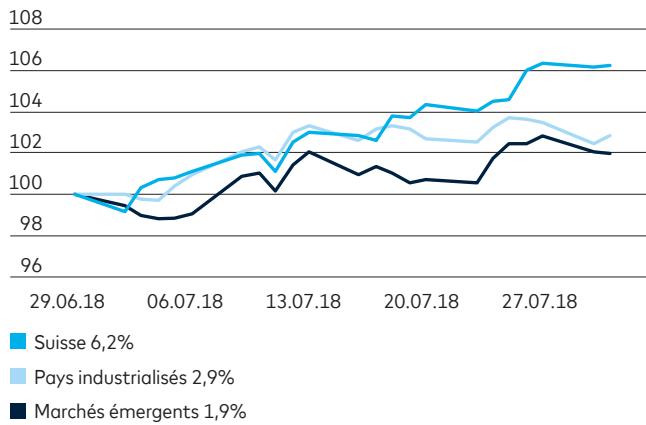
En comparaison sectorielle, la palme de la meilleure performance revient à la santé. Novartis et Roche, deux poids lourds de l'indice suisse, ont ainsi dépassé de plus de 10% les attentes des analystes. Dans la course à la surperformance, les titres technologiques ont en revanche flanché pendant la deuxième moitié du mois (fig. 2). Leur dégringolade s'explique notamment par le recul des entreprises de médias sociaux Facebook et Twitter, dont les efforts pour mieux contrôler leurs utilisateurs suscitent l'inquiétude.

Stratégie de placement

Nous n'avons procédé à aucun ajustement. Notre positionnement de facto neutre en actions nous paraît optimal au vu des risques politiques existants: conflit commercial sino-américain, tensions au sein du gouvernement de coalition allemand, crise gouvernementale en Grande-Bretagne et coalition gauche-droite italienne.

Fig. 1: performance régionale des actions en juillet

Net Total Return en CHF



Source: BKB (Bloomberg/MSCI)

Fig. 2: performance des secteurs de la santé et des technologies de l'information en juillet

Net Total Return en CHF



Source: BKB (Bloomberg/MSCI)