



- **Une fin d'année placée sous le signe de la volatilité**
- **Notre scénario de croissance mondiale pour 2019**
- **Vendez vos obligations américaines à haut rendement!**

## **Une fin d'année sous le signe de la volatilité**

Le mois de novembre et la première semaine de décembre ont reflété les fluctuations chaotiques qu'ont connues les marchés des actions tout au long de 2018. Le spectre d'un ralentissement de la croissance économique mondiale, que traduit l'aplatissement de la courbe des taux américains, pèse actuellement sur les bourses.

Les dernières semaines de l'année promettent encore plus de volatilité. Le programme de décembre s'annonce riche: la Chambre basse du Parlement britannique pourrait enfin prendre une décision historique sur l'accord de divorce avec l'UE. L'issue du scrutin est incertaine. À l'heure qu'il est, tous les scénarios sont envisageables: approbation du texte? Élections anticipées? Organisation d'un nouveau référendum, qui pourrait cette fois se solder par un vote anti-Brexit?

Les prochaines décisions de la BCE et de la Fed en matière de taux sont en revanche plus prévisibles: la BCE devrait communiquer le 13 décembre son intention de maintenir ses taux directeurs à leur niveau actuel, à savoir zéro, et la fin de son programme d'achat d'emprunts. La Fed, confortée par la robustesse des chiffres de l'emploi en novembre, devrait annoncer le 19 décembre un relèvement de 0,25 point, qui portera le taux à 2,5%.

Nous nous attendons par ailleurs à d'autres hausses outre-Atlantique en 2019. La Fed pourrait toutefois indiquer dès décembre un espacement futur du rythme trimestriel actuel de ses interventions sur les taux, selon l'évolution de la situation économique. Aujourd'hui, on ne sait pas quelle sera la future donne conjoncturelle.

## **Notre scénario de croissance mondiale pour 2019**

Quel a été par le passé l'élément déclencheur des récessions en Suisse? Au milieu des années 1970, le choc

pétrolier intervenu dans un contexte de poussées inflationnistes avait généré une récession. Les promenades dominicales sur des autoroutes désertées sont restées gravées dans la mémoire collective. L'inflation s'établissait à l'époque à 8-10%. La Suisse a connu une autre récession au début des années 1980, lorsque le prix du pétrole a doublé en période d'inflation soutenue. Au début des années 1990, elle a été ébranlée par la première guerre du Golfe, une crise bancaire aux États-Unis et une crise immobilière à l'intérieur de ses frontières. L'inflation a alors grimpé en flèche à 6%, et les taux directeurs se sont envolés à 8%, ce qui semble aujourd'hui vertigineux. Depuis, le spectre de l'inflation s'est «assoupi». Les taux directeurs n'ont jamais dépassé 3,5% ces 25 dernières années et ont même été négatifs en 2015. La dernière récession, dans le sillage de la crise bancaire de 2008/2009, remonte à dix ans. Aujourd'hui, après une longue phase d'expansion, de nombreux investisseurs flairaient presque instinctivement une nouvelle récession.

Au 3<sup>e</sup> trimestre, l'économie helvétique a contre toute attente accusé un fléchissement de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Il ne s'agit certes pas d'un signe précurseur de récession en Suisse, mais ce recul accroît l'incertitude ambiante sur l'évolution conjoncturelle.

Nous prévoyons un ralentissement notable de la croissance mondiale en 2019, mais sans tendance marquée à la récession dans les principales régions économiques. Nous invitons les investisseurs à réévaluer leur stratégie de placement pour 2019, notamment leur propension à prendre des risques. Il serait bon, selon nous, de limiter et de fortement diversifier les risques de crédit liés en particulier aux obligations d'État et d'entreprises.

## **Vendez vos obligations américaines à haut rendement!**

Le contexte est moins favorable aux obligations d'entreprises américaines à haut rendement. Le repli mondial de la croissance à venir ainsi que la hausse des rendements américains renchérissent la levée de capitaux, notamment pour les entreprises à faible solvabilité. Leur endettement à court terme les oblige à se refinancer plus souvent. Dans le cadre de notre thème de placement «Taux d'intérêt mondiaux» pour la période allant du 28.4.2015 au 5.12.2018, le fonds «Axa WF US High Yield Bonds» que nous avons recommandé a réalisé une performance cumulée de 15,3% en CHF.

Nous recommandons à nos lecteurs de céder tout ou partie de leurs parts de fonds de la catégorie des obligations américaines à haut rendement. Nous nous ferons un plaisir de vous soumettre d'autres propositions de placement qui nous paraissent plus intéressantes dans le contexte actuel.

## États-Unis: confirmation de la robustesse économique

Les chiffres récemment publiés confirment le bilan de ces derniers mois: la conjoncture américaine tourne à plein régime. Aucune fausse note n'est à relever parmi les indicateurs. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie est à nouveau expansionniste, ce qui augure d'un taux de croissance soutenu. Sur le marché du travail, le plein-emploi règne (fig. 1). Le moral des consommateurs se maintient lui aussi à un niveau extrêmement élevé. Et pourtant, les prévisions pour 2019 font état d'un ralentissement économique. Les signaux d'avertissement proviennent entre autres du marché obligataire. En raison du durcissement de la politique monétaire menée par la Fed, la courbe de structure des taux n'est en effet plus que légèrement positive. Et la forte utilisation du facteur travail limite le potentiel de croissance. La première puissance économique du monde risque donc de voir sa dynamique conjoncturelle s'infléchir en 2019. Rien ne permet cependant d'envisager un scénario de récession.

## UE: fléchissement de la croissance

Si le PIB de la zone euro avait progressé de 2,8% au 3<sup>e</sup> trimestre 2017, il n'a cette année augmenté que de 1,7% (en glissement annuel) sur la même période. Les indicateurs avancés font état de ce ralentissement depuis quelques mois (fig. 2). L'Allemagne et l'Italie ont même vu leur PIB reculer. La première puissance européenne est pénalisée par les nouvelles normes antipollution dans le secteur automobile, tandis que l'Italie est confrontée à des problèmes plus structurels: baisse des dépenses des ménages et des investissements, et stagnation des dépenses publiques. L'Allemagne devrait renouer avec la croissance dès le 4<sup>e</sup> trimestre. Les perspectives pour l'Italie demeurent en revanche moroses, en partie à cause du conflit budgétaire qui l'oppose à la Commission européenne.

## Suisse: moral toujours au beau fixe dans l'industrie

L'indice suisse des directeurs d'achat de l'industrie a beau avoir connu quelques turbulences ces derniers mois, il demeure largement expansionniste du haut de ses 57,7 points et augure pour les 3 à 6 prochains mois d'une économie en bonne santé (fig. 3). Le sous-indice de l'emploi n'est pas en reste: les entreprises helvétiques ont prévu de continuer à embaucher. La Suisse ne sera toutefois pas épargnée par l'inflexion générale de la dynamique conjoncturelle qui se profile pour 2019. Les prévisions oscillent entre 1,4 et 2,2%, un niveau dans l'ensemble inférieur à la moyenne à long terme.

Fig. 1: taux de chômage américain

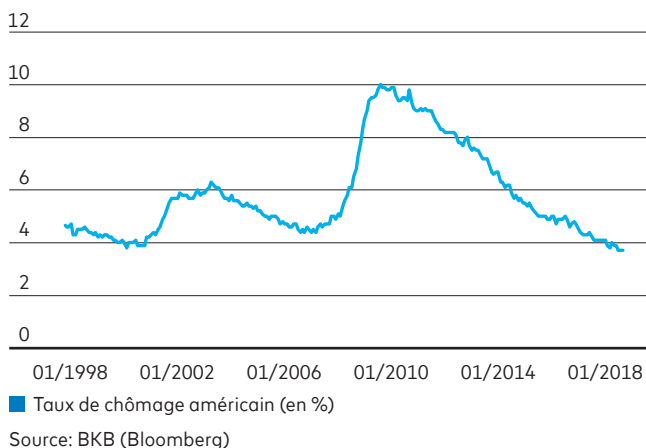


Fig. 2: indicateurs de confiance de la zone euro

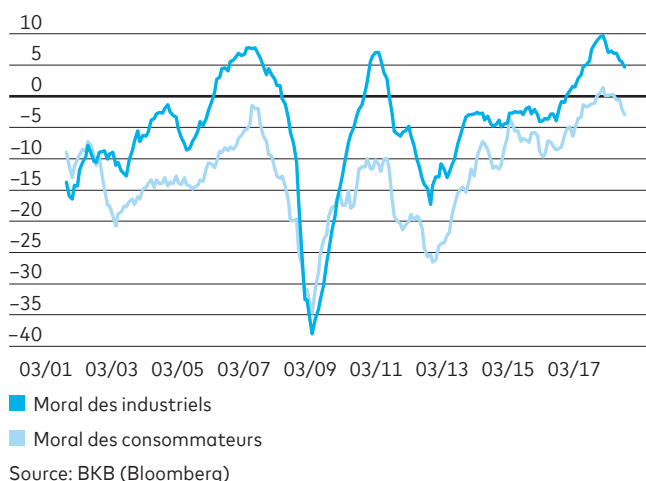
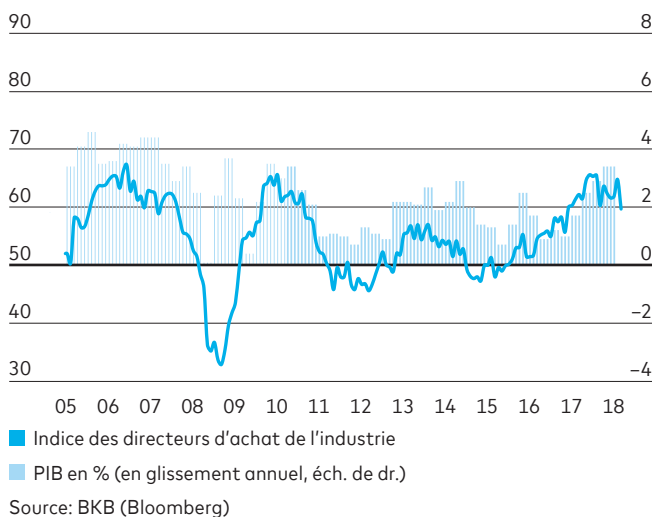


Fig. 3: indicateur avancé suisse



# Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

## La Fed semble vouloir réduire la cadence

Comme on s'y attendait, les membres du Comité monétaire de la Fed n'ont pas modifié, lors de leur dernière séance début novembre, la marge de fluctuation du taux directeur. Jerome Powell, président de la Fed, a en revanche pris tout le monde au dépourvu en affirmant que le taux directeur américain avait quasiment atteint le niveau neutre auquel il n'a plus aucun effet (ni stimulateur, ni modérateur) sur la croissance économique. Il indiquait pourtant encore en octobre que cet objectif restait très éloigné. Sa récente déclaration laisse en tout cas entendre que les relèvements progressifs pourraient cesser prochainement. Powell a en outre rappelé que la politique monétaire américaine ne suit pas un cap prédéterminé. Parallèlement, la Fed a émis un signal clair de hausse des taux pour décembre. D'après le procès-verbal de la séance, la quasi-totalité des membres du Comité seraient favorables à une nouvelle intervention. La prochaine séance aura lieu le 19 décembre: elle sera l'occasion d'actualiser ces prévisions de taux.

## Perspectives

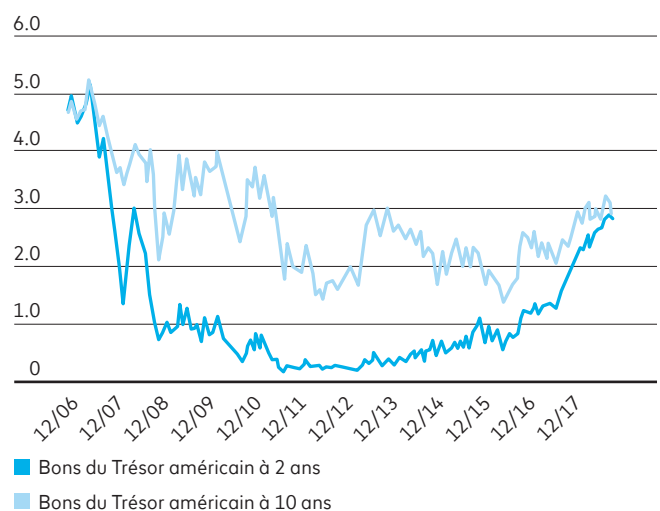
Les préoccupations conjoncturelles ainsi que les doutes quant à l'avenir du récent accord commercial passé avec la Chine ont suscité chez les investisseurs un regain d'intérêt pour les obligations des nations industrielles, considérées comme une solution de placement refuge. En conséquence, les rendements des emprunts d'État à 10 ans de la Suisse, de l'Allemagne et des États-Unis se retrouvent sous pression. La performance des bons du Trésor américain vient pour la première fois en trois mois de passer sous la barre des 3%. L'écart de rendement jugé essentiel entre les emprunts d'État à 2 et à 10 ans demeure positif, mais très faiblement (fig. 1). Une inversion de la courbe des taux (taux à court terme supérieurs à ceux à long terme) a par le passé souvent été un signe annonciateur de récession. Nous tablons pour 2019 sur une hausse des rendements des obligations à 10 ans plafonnée à 0,25 ou 0,5 point de pourcentage. Si, du point de vue des fondamentaux, des rendements nettement plus élevés seraient parfois justifiés, la politique monétaire menée par la BNS et par la BCE ainsi que les prévisions mondiales en matière d'inflation ne parlent pas en faveur d'une hausse significative.

## Marché suisse de l'immobilier

En novembre, la valeur des placements immobiliers a été relativement stable. Les actions ont légèrement progressé, tandis que les fonds ont cédé un peu de terrain. Les fonds immobiliers affichaient au 30 novembre un résultat sur l'année sensiblement négatif; les actions immobilières évoluaient quant à elles légèrement en dessous de zéro. Le risque d'une bulle immobilière en Suisse a continué de diminuer, comme en témoigne le recul affiché au 3<sup>e</sup> trimestre par l'indice UBS ad hoc (Swiss Real Estate Bubble Index), qui a quitté la zone à risque pour la première fois depuis mi-2012. Le risque de variation des taux reste en revanche inchangé. En cas de hausse, les biens et placements immobiliers risquent d'enregistrer des moins-values. La diminution de ce risque ne permet pas pour autant de parler de «détente» générale sur le marché de l'immobilier. À bien équivalents, l'acquisition d'un logement en propriété représente encore 31 loyers annuels. Ce ratio a atteint un nouveau sommet. Le coût de l'accession à la propriété ainsi que les dispositions réglementaires grèvent le budget de nombreux ménages.

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: comparaison du rendement des emprunts d'État américains**



Source: BKB, Bloomberg

## Performance mitigée en novembre

Les marchés des actions mondiaux ont connu en novembre des hauts et des bas, avec une performance variable. Aux États-Unis, l'issue prévisible des élections au Congrès a vu se poursuivre les corrections de cours, avant que le président de la Fed ne vienne calmer le jeu sur les marchés des actions en fin de mois (+0,8% en CHF) au sujet des futures interventions sur les taux. Les excellents résultats obtenus au 3e trimestre par les entreprises ont été relégués à l'arrière-plan. En l'absence d'allègements fiscaux, les analystes ne tablent plus que sur une augmentation des bénéfices inférieure à 10% pour 2019. Selon le MSCI, les actions de la zone euro ont essuyé de nouvelles pertes (-1,9% en CHF) et, en Suisse, elles ont clôturé dans le négatif (-0,4%). Dans les pays émergents, et notamment en Asie, on a assisté, dans le sillage des ventes massives des mois précédents, à une consolidation qui a permis aux titres de terminer le mois de novembre à +3% en CHF.

## Actions défensives en forme, valeurs énergétiques et technologiques en difficulté

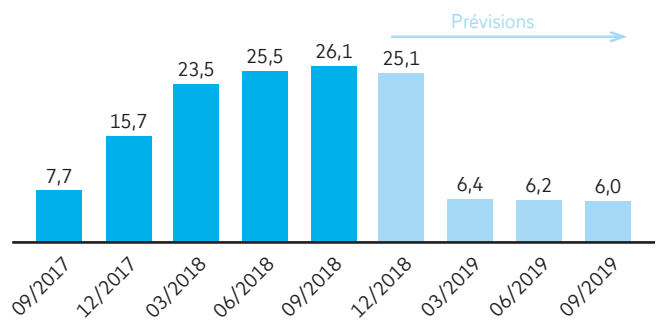
Les secteurs défensifs de la santé, des fournisseurs (utilities) et des télécommunications ont beaucoup mieux tiré leur épingle du jeu en novembre que le reste du marché. Les titres énergétiques ont en revanche pâti de la forte baisse du prix du pétrole (fig. 2). Dans le cadre des sanctions qu'elle a prononcées contre Téhéran, la Maison Blanche a concédé plus d'exemptions que l'on aurait pu s'y attendre. En matière d'offre, l'autre surprise vient de la nouvelle hausse de la production de pétrole américaine ainsi que des stocks, mais aussi de l'augmentation du quota d'extraction russe. Côté demande, la croissance devrait être assez faible au vu des prévisions conjoncturelles. Le ralentissement annoncé de la croissance n'a pas épargné non plus le secteur informatique. Le poids lourd Apple a ainsi subi un revers de plus de 18% reflétant les inquiétudes concernant les ventes de Noël.

## Stratégie de placement

Après avoir relevé en octobre la part d'actions suisses dans notre portefeuille, nous avons mi-novembre changé notre fusil d'épaule et décidé de récupérer nos plus-values. Nous sommes revenus à une pondération neutre et privilégions désormais dans nos mandats une légère sous-pondération en actions afin de tenir compte des risques politiques toujours importants. À la liste des points sensibles que sont le Brexit, la question

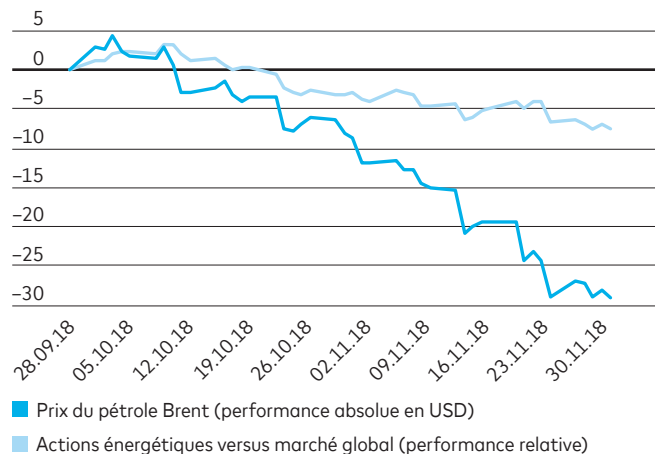
italienne et le slogan «America First» vient s'ajouter l'affaiblissement du président américain. Nous pensons néanmoins qu'il n'y a actuellement pas lieu de sous-pondérer davantage les actions car, rappelons-le, c'est un ralentissement économique qui est annoncé pour 2019, pas une récession.

**Fig. 1: augmentation des bénéfices de l'indice S&P 500 par rapport à l'année précédente (en %)**



Source: BKB, Bloomberg

**Fig. 2: prix du pétrole et actions énergétiques en novembre (en %)**



Source: BKB, Bloomberg (MSCI)

© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.