BBGI GROUP Global Investments

Stratégie d'investissement

Janvier 2020

"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS WITH US AFTER WE'VE STOPPED LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.

VACHERON CONSTANTIN
GENÈVE

ONE OF
NOT MANY.

CONTACT US +41 22 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-32 Emirats Arabes Unis
33-35 Marchés émergents

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

38-40 Devises
41-43 Obligations internationales
44-45 Obligations suisses
46-48 Immobilier international
49 Immobilier suisse
50-52 Actions internationales - régions
53 Actions internationales - secteurs
54 Actions suisses
55 Actions suisses - secteurs
56-57 Matières premières
58 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

60 Portefeuille CHF
61 Portefeuille EUR
62 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

64-66 Perspectives des marchés financiers et cycle de liquidité en 2020

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Le scénario consensuel adopte enfin une vision macroéconomique plus positive
- Statu quo sur les taux directeurs et injections massives de liquidités de la Fed
- Attention aux valorisations désormais historiquement élevées des actions
- Emergence de nouveaux risques géopolitiques capables de changer les perspectives
- L'année 2020 ne pourra pas réitérer les exploits boursiers de 2019

Après cinq à six mois de consolidation horizontale des marchés actions, l'année 2019 s'est finalement bouclée sur une nouvelle progression encore très appréciable des actifs risqués au cours du dernier trimestre. Celle-ci s'est essentiellement produite au cours des deux derniers mois de l'année sous l'impulsion d'injections massives de liquidités opérées par la Réserve fédérale américaine. Ce facteur a été déterminant selon nous dans le regain d'optimisme et de confiance constaté sur les marchés financiers, alors même que la phase 1 d'un accord commercial global entre la Chine et les Etats-Unis, qui devait réduire la principale source d'incertitude de l'année 2019, était pourtant encore dans l'attente d'une ratification. Après avoir abaissé à trois reprises ses taux directeurs de -0.25% au second semestre, la banque centrale américaine a donc décidé de réinjecter, en quelques semaines seulement, plus de 400 milliards de liquidités et de regonfler ainsi son bilan de 11% dans un temps record. Il lui avait effectivement fallu douze longs mois et cinq fois plus de temps pour réduire d'autant la taille de ce dernier entre septembre 2018 et septembre 2019. Cette activité exceptionnelle aurait pu susciter des interrogations et inquiéter des investisseurs rationnels sur les raisons ayant poussé la banque centrale à une telle action précipitée en lien avec les difficultés constatées dans le Repo Market, mais ce ne fut pas le cas. Sur le dernier trimestre, les actions internationales ont ainsi profité d'une hausse moyenne de +8% (actions suisses +5%), tandis que l'immobilier international (+ 3.3%) et suisse (+5.7%) progressaient tous deux sensiblement et que les matières premières (+8.3%) enregistraient l'une des plus fortes hausses. Les obligations internationales (+0.5%) et suisses (-1.7%) finissaient plus faiblement dans ce contexte. Sur l'ensemble de l'année, on observe ainsi une hausse quasi généralisée et assez rare de la plupart des classes d'actifs composant l'univers d'investissement traditionnel, allant des obligations internationales (+6.84%) et suisses (+3.05%), aux actions internationales (+27.67%) et suisses (+30.59%), en passant par l'immobilier international (+22.5%) et suisse (+20.67%) et les matières premières (+17.63%) notamment. Cette progression est d'autant plus remarquable que pendant l'année, les bénéfices des sociétés américaines ont plutôt baissé d'environ -5%, ce qui suggère que la hausse de près de +30% de l'indice S&P500 est exclusivement imputable à l'expansion des multiples, qui ont effectivement avancé de 14x à 19x les profits au cours de l'année. Déjà relativement chères au 3ème trimestre 2019, les actions semblent, dans ce contexte, encore plus richement évaluées après la hausse de +8% du S&P500 au 4ème trimestre. D'autres mesures de valorisation confirment ce constat et constituent de véritables sources d'inquiétude pour les investisseurs rationnels en ce début de nouvelle année et de nouvelle décennie. On observe aujourd'hui, que les valorisations en termes de « Price to sales » ou d'« Enterprise value to EBITDA » se situent à des niveaux historiques élevés qui correspondent à ceux atteints en 1999 avant le début du « bear market » initié en 2000 et qui avait vu les cours des actions chuter de -50%. Une remise en perspective indispensable en ce début d'année pour estimer les opportunités et les risques des marchés. Sur le plan macro-économique, l'évolution des indices PMI manufacturiers et plus généralement les perspectives pour le secteur industriel, autres sources importantes d'inquiétude en 2019, se sont stabilisées et même améliorées dans certains pays dont les Etats-Unis et la Chine en repassant en zone de croissance notamment pendant cette période. Le rebond des taux d'intérêt à long terme observé également va dans le sens d'un réajustement progressif du scénario conjoncturel, qui ne s'éloigne que lentement du scénario de récession pour se normaliser quelque peu. Rappelons que les anticipations de la Fed pour 2020 sont de +2% de croissance réelle du PIB américain. Nos perspectives pour la zone euro et le Japon sont plus proches de +1%, tandis que l'économie suisse pourrait bien encore profiter d'une croissance de +1.5% de son PIB. Sur le front des devises, le franc s'est apprécié dans les dernières semaines de l'année pour enregistrer de modestes progressions sur un an contre le dollar (+1.43%), dollar australien (+1.88%), yuan (2.59%) et contre euro (+3.7%), tandis qu'il se dépréciait de -0.5% contre le yen et de -2.85% contre le dollar canadien. Sur le plan politique, l'année 2020 devrait débuter sur une meilleure visibilité et sur des perspectives plus encourageantes. Une trêve entre la diplomatie chinoise et américaine devrait intervenir après la signature de la phase 1 des négociations en janvier, il est en effet certainement indispensable à Donald Trump de pouvoir afficher un succès dans son bras de fer commercial avec Pékin pendant la campagne électorale qui s'annonce. A ce propos, relevons que l'investiture démocrate pourrait également être un facteur de risque significatif pour les marchés dans l'éventualité où la sénatrice Elisabeth Warren devait l'emporter avec un programme politique qui ne sera pas favorable aux actifs financiers. Ce risque semble pourtant faible à ce jour selon les sondages qui positionnent Jo Biden comme meilleur candidat pour battre Donald Trump en novembre. Nous estimons que du point de vue politique l'année 2020 devrait ainsi débuter sous de meilleurs auspices. Cependant, les derniers développements en matière de géopolitique au Moyen-Orient, qui sont intervenus en début d'année ne doivent pas être sous-estimés. La montée des tensions est brutale et réelle entre les Etats-Unis et l'Iran après l'élimination du général Qasem Soleimani considéré comme le numéro 2 du régime. La réaction de l'Iran est difficile à prévoir, mais une brusque flambée des tensions dans la région a déjà affecté les cours du brut et de l'or. Ces hausses des cours nous semblent désormais appelées à se poursuivre au cours des prochains mois, dans un contexte probablement plus incertain encore et qui devrait permettre à l'argent de réaliser un parcours plus intéressant encore. En ce qui concerne les actifs risqués et les actions en particulier, les niveaux de valorisation extrêmes, parfois proches de ceux connus par le passé, notamment en 1999, avant des périodes de correction importantes des cours devraient suggérer une certaine prudence en début d'année 2020.

Alain Freymond
Associé
CEO BBGI Group

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- L'économie américaine restera vigoureuse
- Le facteur « liquidité » perdra de l'importance
- Les perspectives internationales sont sous-estimées
- Poursuite de l'ajustement graduel des taux longs
- Retour de la volatilité sur les marchés actions

L'économie américaine restera vigoureuse

L'économie américaine est restée relativement solide en 2019 en enregistrant l'une des meilleures performances des économies développées avec une croissance proche de +2%. Les prévisions de récession qui avaient émergé au 4ème trimestre 2018 se sont avérées tout à fait infondées comme nous l'avions décrit alors dans nos précédentes analyses. Cependant, ces prévisions alarmistes n'ont cessé d'affecter le climat boursier au point de pousser la Réserve fédérale à l'action dès le mois de juillet dans une politique à nouveau accommodante qui devrait de notre point de vue renforcer une croissance de fond pourtant encore solide.

Les baisses de taux sur l'ensemble de la courbe des taux, ainsi que les injections de liquidités du dernier trimestre 2019 auront un impact positif sur la dynamique conjoncturelle américaine en 2020. D'autant que la prochaine signature d'un accord sur le commerce entre la Chine et les Etats-Unis, qui devrait être le début d'une trêve de bon aloi pendant la période électorale américaine, devrait aussi diminuer l'incertitude qui a pesé sur les perspectives du secteur industriel international. L'économie américaine devrait rester vigoureuse en 2020 également en raison d'une consommation intérieure soutenue et d'une reprise de l'investissement.

Le facteur « liquidité » perdra de l'importance

Après les trois dernières baisses de taux directeurs de -0.25% chacune aux Etats-Unis notamment et les injections de 400 milliards de dollars en quelques semaines, le retour du facteur « liquidité » peut être considéré comme important au second semestre 2019. Cependant, pendant cette période, l'économie américaine a plutôt favorablement surpris les observateurs comme le démontre également la forte reprise de l'indice de surprise économique de Citigroup et ne semblait pas vraiment devoir être soutenue par ces actions de la banque centrale. Si l'économie américaine s'avère, comme nous le pensons, toujours sur une tendance relativement vigoureuse en ce début d'année, la Réserve fédérale pourrait considérer que ses interventions n'étaient pas indispensables et qu'elles ont peut-être déjà créé les conditions d'un renforcement de la tendance déjà présente.

L'abondance de liquidité a certes soutenu l'évolution des marchés financiers, mais les conditions financières aux Etats-Unis s'en sont aussi trouvées allégées pour tous les agents économiques. Dès lors, il est probable que la Fed n'agisse pas sur ses taux d'intérêt en année électorale, même en cas de renforcement de la conjoncture. Elle pourrait cependant limiter pendant un temps à nouveau ses injections de liquidités en stabilisant au niveau actuel son bilan.

Par conséquent, il ne faut plus attendre en 2020 de soutien potentiel de ce facteur pour les marchés financiers.

Les perspectives internationales sont sous-estimées

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale nous semblent sous-estimées par le consensus des prévisionnistes en ce début d'année en raison notamment de l'inertie qui accompagne encore des prévisions conjoncturelles trop influencées par les indicateurs avancés tels que les PMI du secteur manufacturier. L'incertitude provoquée par les risques de guerre commerciale totale entre la Chine et les Etats-Unis était l'un des principaux facteurs qui a conduit à des révisions à la baisse des perspectives économiques récentes.

En 2020, ce facteur devrait perdre de son influence et devrait être progressivement révisé positivement avec l'amélioration concrète du cycle industriel qui s'améliore déjà dans certains pays. Le scénario conjoncturel global devrait donc être progressivement révisé à la hausse, à moins que l'émergence en début d'année 2020 de nouveaux risques géopolitiques au Moyen-Orient ne débouchent sur une crise aux conséquences négatives sur le marché du pétrole.

Poursuite de l'ajustement graduel des taux longs

Le mois d'août 2019 a cristallisé toutes les peurs et les incertitudes en matière de croissance économique dans un accès de panique qui s'est propagé à tous les marchés de taux d'intérêt. L'effondrement des rendements dans la plupart des pays semblait pourtant sans rapport avec les risques économiques réels potentiels pour la grande majorité des marchés concernés. Les réponses apportées par les autorités centrales des divers pays développés ou émergents ont été variables, mais dans la plupart des cas elles ont rassuré les investisseurs inquiets des éventuels risques d'affaissement de la dynamique économique. Ces actions développeront des effets positifs encore plus nettement en 2020 sur les économies concernées, à commencer par l'économie américaine. Une amélioration probable des conditions économiques et des perspectives de croissance devrait soutenir une poursuite du changement d'anticipations déjà en cours depuis le mois de septembre 2019.

L'ajustement graduel des taux longs qui s'est enclenché au 4ème trimestre 2019 devrait donc encore se poursuivre en 2020 à mesure que les statistiques économiques confirmeront l'amélioration de la situation économique. Les taux à dix ans en dollars avaient chuté de 3% en septembre 2018 à moins de 1.5% en août 2019 en anticipation d'une récession ou d'un fort affaiblissement de la croissance.

Une croissance de +2% en 2020 pourrait donc repousser les taux longs du Trésor américain entre 2% et 2.5%.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Retour de la volatilité sur les marchés actions

La performance des marchés actions en 2019 a été particulièrement réjouissante et impressionnante avec un marché américain à nouveau parmi les meilleurs « performeurs » des marchés développés. La performance de +28.88% du S&P500 en dollar sur douze mois est tout d'abord exceptionnelle si on la compare à la suite des performances annuelles enregistrées au cours des vingt dernières années. Elle est en effet, la deuxième meilleure performance de la période juste derrière celle enregistrée en 2013 de +29.6%. Par rapport à la performance annuelle moyenne d'environ +6% sur vingt ans et +10.4% sur trente ans, le résultat de l'année 2019 est également hors norme. Elle couronne une onzième année de « bull market » débuté au printemps 2009, qui s'affiche désormais comme la plus longue phase de hausse des bourses des dernières décennies.

Mais si on met en perspective la progression de 2019 avec l'évolution plus récente des indices boursiers, on constate que l'indice S&P500 est resté jusqu'en octobre 2019 dans une zone de consolidation qui avait débuté en janvier 2018 sans pouvoir dépasser significativement les tops intermédiaires atteints en janvier 2018, septembre 2018, mai 2019, juillet 2019 puis septembre 2019 proches de 3'000 points. Ainsi, entre septembre 2018 et septembre 2019, la performance du S&P500 s'est avérée en fait proche de zéro. La hausse des neuf premiers mois de l'année 2019 a effectivement simplement permis de compenser et d'effacer la volatilité et la correction temporaire de près de -20% qui avait marqué les marchés financiers au 4ème trimestre 2018. Dès lors l'impressionnante hausse de l'année 2019 n'apparait plus tout à fait aussi exceptionnelle. La hausse du 4ème trimestre 2019 de +8.5% peut apparaitre comme une nouvelle avancée des indices, après une période de vingt et un mois de consolidation, dans une volatilité il est vrai élevée en fin d'année 2018.

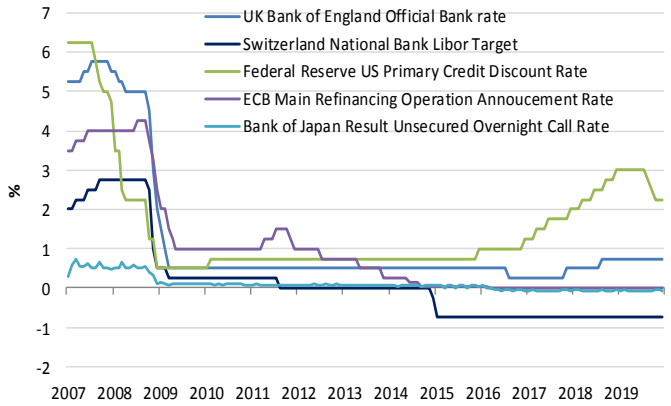
Cependant, il faut tout de même relever que cette dernière avancée semble bel et bien due à nouveau au facteur « liquidité » et non pas à une évolution positive des bénéfices des sociétés qui devrait être le facteur le plus sain à long terme pour justifier d'une progression des cours. En effet, les injections massives de liquidités opérées par la Réserve fédérale américaine pendant cette période, correspondant à plus de 400 milliards de dollars, soit plus de 10% du bilan de la banque centrale, ne sont pas étrangères au regain de confiance des investisseurs. Pourtant, l'année 2019 devrait se boucler sur une contraction des profits des entreprises américaines d'environ -5% et les perspectives de croissance des profits pour 2020 ne devraient pas être élevées dans le contexte de croissance économique plus faible et de pression sur les marges.

Relevons également que la performance de l'année a été construite par un nombre limité de valeurs et que par conséquent la participation à la hausse des marchés n'a pas été large.

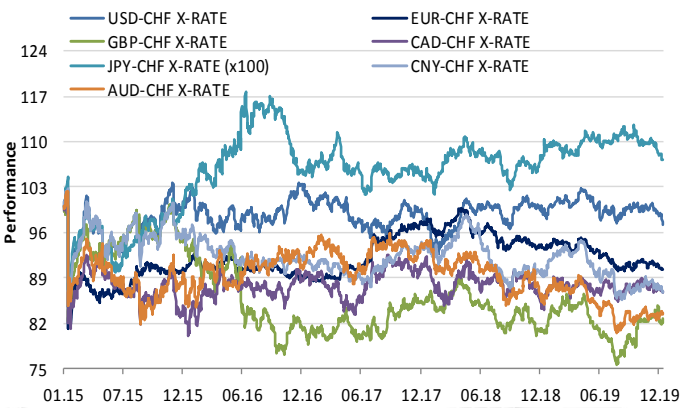
Dans ce contexte spécifique, les niveaux de valorisation des marchés actions et du marché américain en particulier se sont tendus en 2019. La hausse des cours s'explique par l'accroissement du ratio cours/bénéfice qui est passé de 14x à 19x les profits dans l'environnement de contraction des bénéfices. D'autres mesures de valorisation confirment ce constat et constituent de véritables sources d'inquiétude pour les investisseurs rationnels en ce début de nouvelle année et de nouvelle décennie. On observe aujourd'hui que les valorisations en termes de « Price to sales » ou d'« Enterprise value to EBITDA » se situent à des niveaux historiques élevés, correspondant à ceux atteints en 1999 avant le début du « bear market » initié en 2000 et qui avait vu les cours des actions chuter de -50%. Ces éléments permettent une remise en perspective indispensable en ce début d'année pour estimer les opportunités et les risques des marchés.

Les marchés actions nous semblent plus que jamais vulnérables à une diminution/interruption des injections de liquidités, à une remontée graduelle des taux d'intérêt longs ou à des déceptions en matière de croissance des profits en 2020. Un retour de la volatilité nous parait probable après une progression exceptionnelle des cours en 2019.

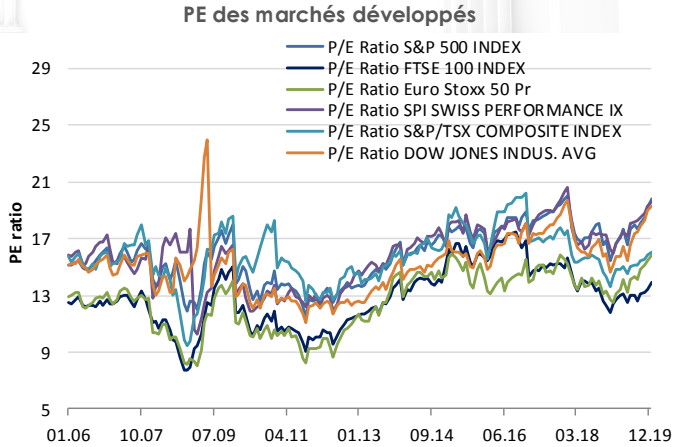
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



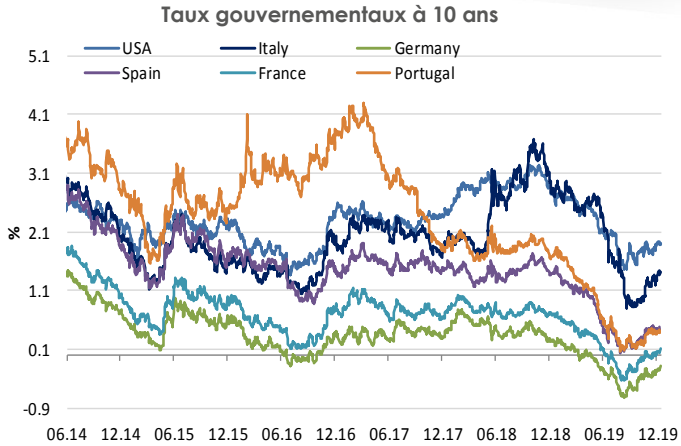
7 principales devises contre CHF (base 100)



PE des marchés développés



Taux gouvernementaux à 10 ans



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance attendue du PIB américain en 2020 de +2%
- Récession technique évitée en 2019 mais l'avenir reste incertain
- Le PIB japonais est pratiquement au point mort
- Croissance soutenue par la consommation privée et publique en Suisse

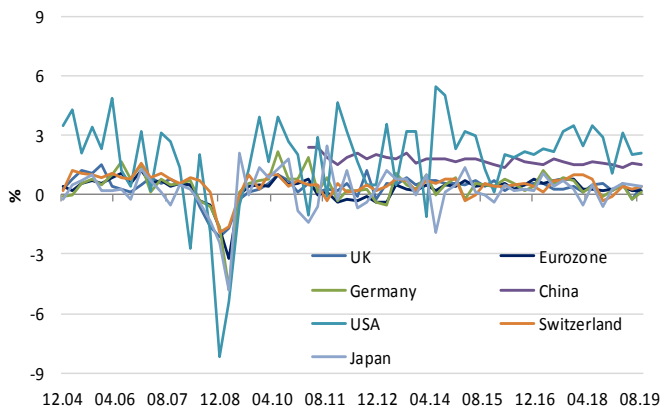
Croissance attendue du PIB américain en 2020 de +2%

Nous l'avions déjà évoqué à plusieurs reprises en 2019, la baisse des taux directeurs, les injections de liquidités de la Fed et des taux longs à peine plus élevés constituent ensemble un facteur de soutien conjoncturel extrêmement positif qui développera encore plus d'effets en 2020. Depuis plusieurs trimestres, les coûts de financement pour tous les agents économiques, individus, PME, multinationales, entités publiques et gouvernements sont donc plus attrayants, ce qui devrait aussi bien soutenir la consommation que l'investissement dans le contexte conjoncturel finalement bien plus favorable qu'escompté par le consensus des prévisionnistes en 2019. Au-delà des baisses de taux nominaux, l'évolution des taux réels devrait aussi apporter un soutien conjoncturel indirect, permettant de renforcer la dynamique économique et le marché immobilier en particulier au cours des prochains mois. Les taux d'intérêt réels, normalement positifs, sont devenus négatifs aux Etats-Unis suite à la baisse des taux longs (10 ans) de 3% à 1.5% (août 2019). Ils restent négatifs en début 2020 malgré la remontée des rendements à dix ans à 1.9% et à une inflation hors alimentation et énergie de 2.3% (inflation globale de 2.1%) toutes deux légèrement au-dessus de l'objectif de la banque centrale. Un excès de pessimisme infondé en 2019 a donc conduit à des ajustements de taux d'intérêt nominaux et réels qui seront favorables à une relance conjoncturelle au cours des prochains trimestres. La signature attendue le 15 janvier de la partie 1 de l'accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis marquera sans doute le début d'une trêve bienvenue dans ce dossier épineux qui aura marqué l'année 2019. Il est en effet tout à fait probable que Donald Trump se satisfasse de ce premier succès, sans doute suffisant pour lui permettre de se poser en défenseur des intérêts du peuple américain face à la menace économique chinoise, et d'en tirer le meilleur parti en campagne électorale. Les craintes d'une récession motivée ou provoquée par une éventuelle guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis ont ainsi été écartées. Elles restent malgré tout un facteur possible de résurgence des risques en 2020, mais nous estimons que ce facteur sera relégué au second plan en raison des intérêts et objectifs de la campagne présidentielle. Le marché de l'emploi montre toujours plus de signes de vigueur alors que l'économie enregistre sa plus longue phase d'expansion. Il continue de créer des emplois à un rythme soutenu d'environ 180'000 à 200'000 nouveaux jobs par mois, soit près de deux fois plus que la croissance des nouveaux travailleurs arrivant sur le marché. Dans cet environnement, le taux de chômage devrait dès lors encore glisser en dessous de 3.3% en 2020. Les pressions salariales augmentent (hausse du salaire horaire de +3.1% en novembre) et avec la hausse des revenus disponibles, la consommation devrait rester soutenue et pousser les indices de prix à la hausse.

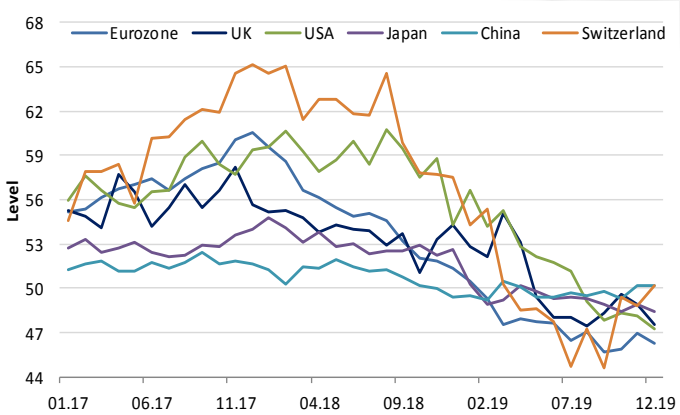
L'Allemagne résiste, mais les perspectives de la zone euro restent à peine supérieure à +1% pour 2020

L'indice manufacturier allemand a touché un plus bas en septembre à 41.7 avant de rebondir assez significativement en octobre et novembre (44.1). Le baromètre des directeurs d'achat dans l'industrie est ainsi tombé plus bas qu'au creux conjoncturel de l'été 2012. Malgré cette reprise, la confiance est encore loin d'annoncer une reprise de la production après deux ans de déclin. Pour l'heure les craintes d'une contamination aux autres secteurs de l'économie ne sont heureusement que modérément confirmées. L'indice PMI des services a subi une baisse au second semestre 2019 de 55.8 (juin) à 51.7 (novembre), mais celle-ci reste contenue au sein d'une bande de fluctuation historique positive soutenant des perspectives de croissance de ce segment. En ce qui concerne la construction, le rebond des trois derniers mois offre de nouvelles perspectives plus favorables avec la hausse de 46 à 52 points entre le mois d'août et le mois de novembre. La production industrielle allemande poursuit cependant sa décente aux enfers en enregistrant en octobre une nouvelle contraction de -1.7% sur un mois et -5.3% sur un an. L'impact du ralentissement allemand sur la production industrielle de la zone euro est sérieux, mais dans l'ensemble la production industrielle européenne résiste et affiche une croissance encore légèrement positive de +0.1% en octobre.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

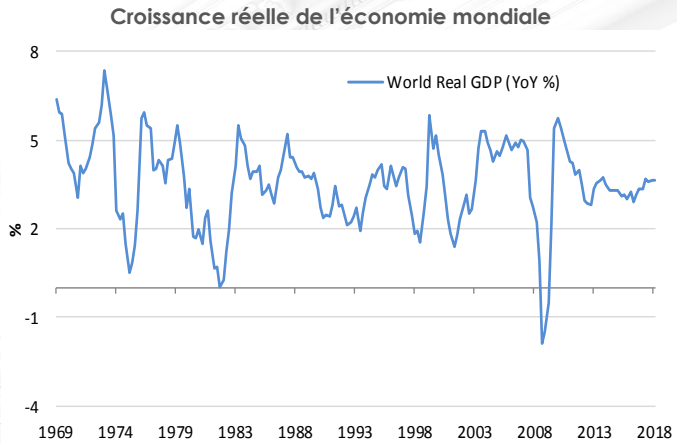
Mais la très grande majorité des indicateurs avancés PMI composite nationaux restent encourageants et assez largement au-dessus du seuil de croissance de 50. Le PMI composite de la zone euro a légèrement rebondi en novembre et remonte de 50.3 à 50.6. L'amélioration de l'indicateur global est due à une hausse du sentiment aussi bien dans le secteur manufacturier que dans les services. Le PMI manufacturier, malgré une hausse de 0.3 point à 46.9, reste toutefois loin de son seuil théorique de croissance et constitue toujours une source d'inquiétude importante pour le secteur industriel européen. Le PMI des services profite de son côté d'un rebond de 0.4 point pour se situer à 51.9 en novembre. Si dans l'absolu cette valeur est synonyme de croissance, il faut souligner qu'elle reste l'une des plus basses depuis 2014. L'économie de la zone euro est peut-être en train de sortir timidement au 3ème trimestre d'une période de faiblesse qui dure depuis plusieurs trimestres. Les statistiques récemment publiées pointent en effet sur une croissance du PIB de la zone euro en hausse de +0.2% au 3ème trimestre et de +1.2% sur un an. L'activité économique semble ainsi légèrement meilleure qu'estimée par les analystes qui n'attendaient qu'une croissance limitée à +1.1%. C'est avant tout le fait que cette reprise soit manifestement visible dans la plupart des secteurs de l'économie qui constitue un facteur relativement encourageant pour les perspectives 2020.

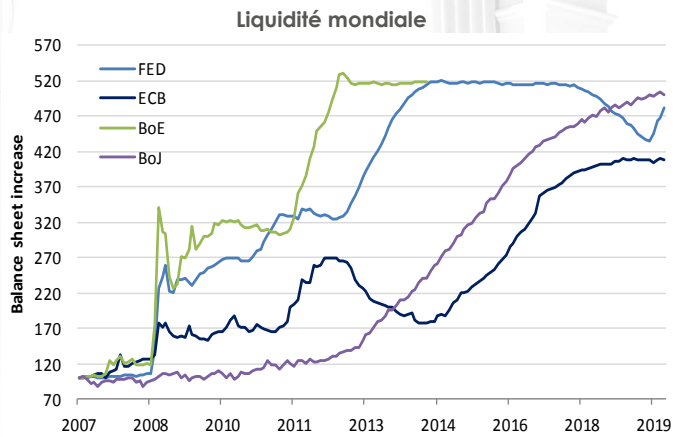
Récession technique évitée en 2019 mais l'avenir reste incertain pour 2020

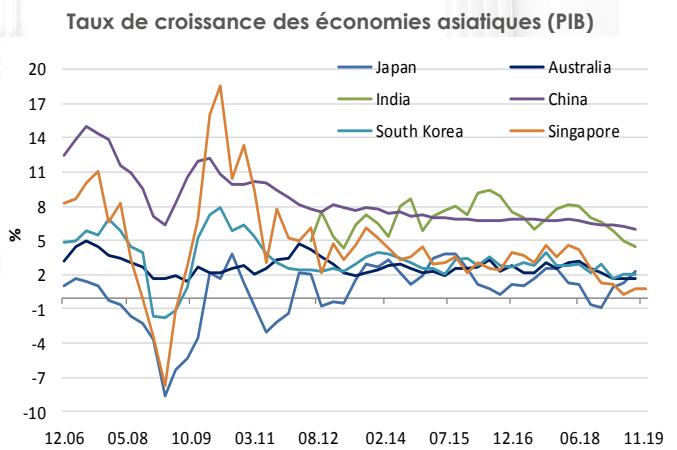
La croissance mensuelle du PIB britannique était nulle en octobre et de –0.3% en novembre 2019. Cette dégradation des conditions économiques suit de près les résultats publiés du PIB au 3ème trimestre qui montraient au contraire une amélioration de la conjoncture au Royaume-Uni. La croissance du PIB de +0.3% au T3 fait suite à une contraction de -0.2% au 2ème trimestre, ce qui permet d'éviter une nouvelle fois une récession technique. Cependant, l'image globale n'est de loin pas rassurante. En rythme annuel, la croissance du PIB glisse encore et s'établit à +1.0%, sensiblement moins cependant que le résultat observé en mars de +1.8%. La consommation et les dépenses gouvernementales étaient en progression de +0.4% et +0.3%, tandis que les investissements stagnaient et que les exportations enregistraient un rebond très net de +5.2% après une baisse de -6.6% au trimestre précédent. Les données fondamentales publiées plus récemment laissent encore entrevoir un 4ème trimestre peu dynamique au Royaume-Uni. Le rebond notable de la production industrielle de -0.3% à +0.1% en octobre et de la production manufacturière de -0.4% à +0.2% est appréciable, mais ce regain d'activité temporaire mérite d'être confirmé au cours des prochains mois. Le secteur de la construction est au contraire à nouveau dans la tourmente. Il a en effet glissé de -0.2% en octobre et chute désormais de -2.1% sur an, un résultat décevant qui montre une nette dégradation de la situation depuis le mois de septembre qui était encore en hausse sur douze mois de +0.5%. Avec la victoire de Boris Johnson et une majorité absolue désormais pour le camp des conservateurs, les perspectives de croissance pourraient s'améliorer. Une réduction des incertitudes pourrait relancer les investissements, mais en l'absence de réelle clarté sur les implications de la future stratégie de sortie de l'UE ces réactions positives devraient rester limitées.

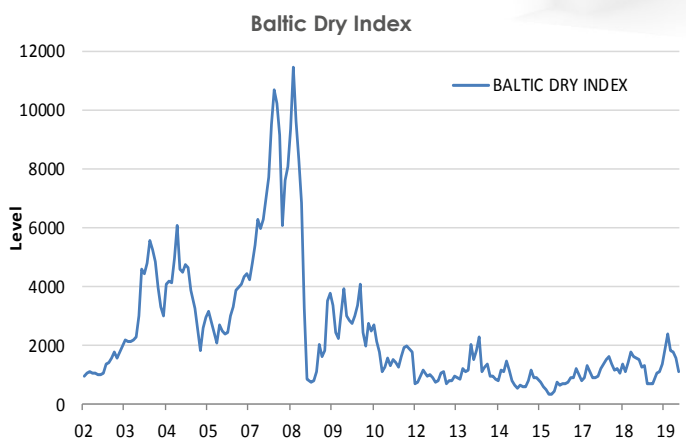
Le PIB japonais est pratiquement au point mort, une relance dépendra de la reprise des exportations

La croissance du PIB japonais a très nettement ralenti au 3ème trimestre sous l'impulsion d'une nouvelle contraction des exportations. La croissance trimestrielle de +0.1% est nettement inférieure à celle du 2ème trimestre (+0.3%) déjà en déclin par rapport au début d'année (+0.5%). Sur un an, la performance de l'économie japonaise n'est plus que de +0.2% et s'inscrit en net décélération par rapport au précédent résultat de +1.3% (révisé à +1.8%) à la fin juin. L'économie japonaise souffre toujours plus de la baisse de ses exportations et des tensions commerciales qui n'en finissent pas de mettre sous pression la demande internationale de produits manufacturiers. La hausse des dépenses d'investissement (+0.9%) s'est renforcée, tandis que celle des dépenses publiques (+0.8%) a marqué le pas par rapport aux résultats du trimestre précédent.









Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

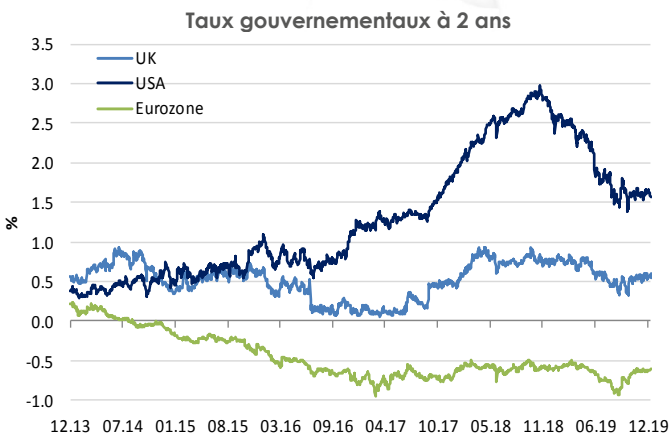
La consommation privée, les dépenses d'investissement, la construction et les dépenses publiques ont eu des contributions positives. Les contributions négatives sont venues de la baisse des stocks et de la chute des exportations nettes, notamment des exportations de services en partie liées à la chute du tourisme coréen au Japon. La consommation s'est plutôt bien tenue pendant cette période en avançant de +0.4% juste avant l'introduction de nouvelles taxes au début du 4ème trimestre, soit un peu mois que les +0.6% attendus. Cependant, les risques subsistent de voir un ralentissement de la demande privée, consécutif à cette introduction, affecter la performance économique du dernier trimestre. En comparaison historique, l'excédent de demande de consommation au T3 juste avant l'introduction de cette taxe a été très inférieur à celui observé en 2014, qui avait conduit ensuite à une très forte chute de l'activité dans les mois suivants. Afin de mitiger les éventuels effets de cette taxe sur la croissance, le premier ministre Shinzo Abe devrait annoncer un « paquet fiscal » visant à stimuler l'économie. L'ampleur de ces mesures de soutien sera un facteur déterminant pour l'économie japonaise au cours des prochains mois. On évoque aujourd'hui plusieurs chiffres pour ce futur programme de soutien économique allant de 3 à 6 trillions de yens, soit de 28 à 55 milliards de dollars. Une reprise conjoncturelle en 2020 ne pourra se concrétiser qu'avec une participation plus nette du secteur exportateur, nous envisageons donc le 1er trimestre un peu plus favorablement pour les exportations japonaises, qui pourraient progresser plus rapidement que les importations. Les exportations japonaises ont souffert du fléchissement de la demande mondiale et de la conjoncture dans le secteur manufacturier, elles auront besoin d'une amélioration des conditions dans ce domaine et d'une faiblesse même relative du yen pour envisager un changement notable de tendance. Le différentiel de taux d'intérêt nominaux, très largement pénalisant pour le yen, est en fait contré par l'évolution des taux d'intérêt réels qui empêchent pour l'instant toute dépréciation du yen favorable à la reprise des exportations. Mais la confiance des consommateurs enregistre en novembre son deuxième mois consécutif de reprise sensible après vingt longs mois de déclin. Le rebond est notable et constitue un facteur positif suggérant que l'augmentation de la TVA ne constitue pas un facteur pénalisant la consommation privée. Les perspectives de croissance pour le Japon en 2020 devraient rester inférieures à +1% à moins d'une relance plus nette de la demande internationale.

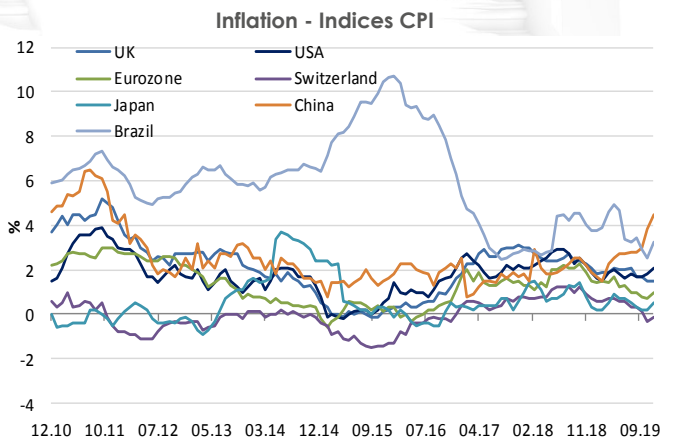
Croissance soutenue par la consommation privée et publique en Suisse

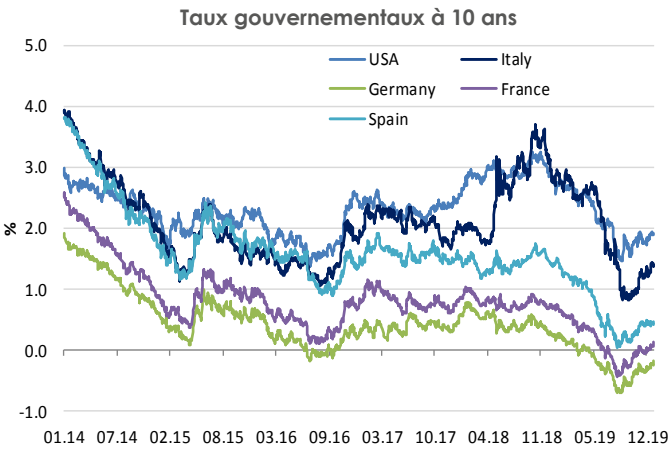
Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays au 3ème trimestre de l'année en cours qui font état d'un renforcement plutôt inattendu de la croissance dans notre pays. La croissance trimestrielle de +0.4% a en effet surpris les prévisionnistes qui s'attendaient plutôt à une progression limitée à +0.2%. Ce résultat est en fait au top des estimations qui s'étendaient entre -0.1% et +0.4%. En comparaison annuelle non ajustée, le PIB suisse a progressé de +1.1%, sensiblement plus que la moyenne attendue par le consensus de +0.8%.

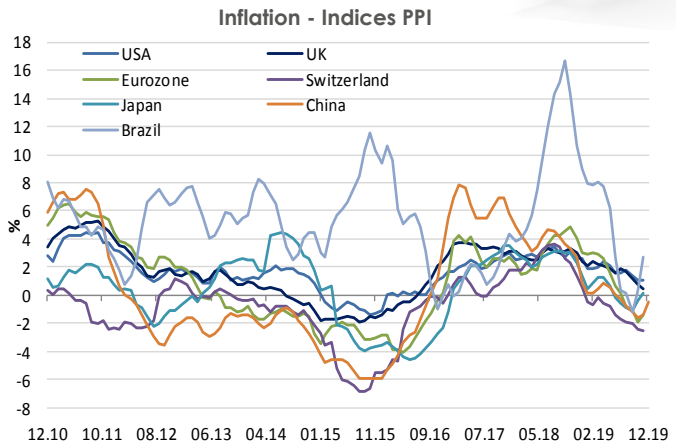
La performance de notre économie est cependant plutôt satisfaisante dans ce contexte, même si elle laisse planer les risques d'un ralentissement plus prononcé au cours des prochains mois. Cette progression du PIB réel de +0.4% au T3 est plutôt réjouissante dans le contexte particulièrement morose qui a marqué les marchés financiers pendant l'été. Les craintes de récession et l'effondrement des taux d'intérêt consécutif à ces incertitudes croissantes sur les perspectives de croissance économique se sont avérées particulièrement excessives au regard des résultats réels enregistrés par notre économie. Le PIB nominal du 3ème trimestre de la Suisse a ainsi avancé de 174.5 milliards à 175.04 milliards de CHF. En rythme annuel, le PIB suisse dépasse ainsi pour la première fois le cap historique de 700 milliards de francs suisses. L'économie suisse profite de la tendance européenne un peu meilleure et d'une croissance dans l'UE de +0.3% au 3ème trimestre légèrement supérieure à celle (+0.2%) du trimestre précédent. La situation en Allemagne n'est évidemment pas non plus totalement étrangère à l'évolution de la conjoncture dans notre pays et n'a pas eu une contribution positive sensible ce trimestre. La diminution relative des tensions entre les Etats-Unis et la Chine ont un peu réduit l'incertitude qui pesait sur l'économie allemande et son secteur industriel, mais cela n'a pas été suffisant pour développer de réels effets sur le secteur industriel allemand. La conjoncture allemande reste en effet faible (+0.1%), mais elle évite une récession après un 2ème trimestre négatif.

Dans ce contexte la croissance de l'économie suisse devrait être proche de +1.5% pour 2020.









Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

États-Unis

- Une année électorale mouvementée pour les investisseurs
- Croissance en 2020 : situation favorable dans les marchés de taux
- Une trêve commerciale devrait s'instaurer
- La courbe de taux US est à nouveau « normale »
- Poursuite des injections de liquidités en 2020
- Indicateurs avancés plus optimistes

Une année électorale qui pourrait s'avérer mouvementée pour les investisseurs

L'année 2019 a été caractérisée sur le plan économique par les incertitudes persistantes liées à l'évolution des relations commerciale entre la Chine et les Etats-Unis. Ce facteur de risque a souvent été décrit comme l'élément essentiel ayant provoqué la chute généralisée de l'activité manufacturière dans le monde, induisant à travers elle des risques possibles de contagion aux autres secteurs économiques et des inquiétudes plus larges sur la croissance économique mondiale. Malgré cela, l'économie américaine s'est avérée solide jusqu'en fin d'année et les chiffres de croissance qui seront prochainement publiés pour le 4ème trimestre devraient confirmer que la croissance réelle du PIB a été supérieure à +2.2% en 2019.

Les risques de récession évoqués régulièrement depuis septembre 2018 ne se sont pas matérialisés et devraient encore être abaissés en 2020 pour diverses raisons dont la baisse probable des tensions commerciales en premier lieu. En effet, dans quelques jours, la phase 1 d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis devrait finalement être signée, ce qui ne sera en fait que le premier pas dans la direction d'un accord plus complet sujet à de nouvelles négociations futures. Cependant, dans le contexte présent de l'élection présidentielle américaine, cette première phase est cruciale pour le président américain et son administration, qui pourront se prévaloir d'avoir été les seuls à avoir fait plier la Chine.

Ils chercheront sans doute à profiter le plus possible de cet argument et ne prendront pas le risque de relancer de nouvelles confrontations, au moins jusqu'en novembre.

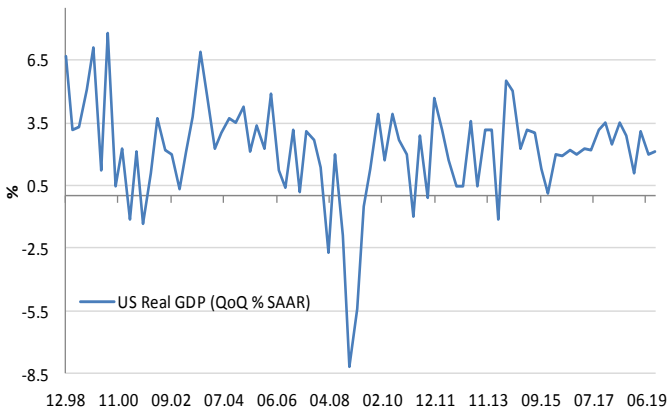
La principale incertitude de l'année 2019 ayant affecté les perspectives économiques et les marchés financiers n'a donc que peu de probabilité d'être à nouveau le facteur de risque majeur de l'année 2020. Sur le plan économique, la situation semble toujours satisfaisante en ce début d'année aux Etats-Unis et les grandes tendances de fonds devraient perdurer en 2020, alors que les perspectives de croissance du PIB pour 2020 sont de +2%.

Cette année électorale pourrait toutefois s'avérer mouvementée pour les investisseurs et risquée pour les marchés financiers. La campagne électorale ne débutera qu'au 2ème trimestre après l'investiture du parti démocrate, mais c'est sans doute avant cet événement que les risques d'un virage à gauche de la politique américaine pourraient commencer à être envisagés. En 2020, l'affrontement entre les programmes politiques des démocrates et des républicains pourraient bien être plus polarisés qu'au cours de la précédente élection.

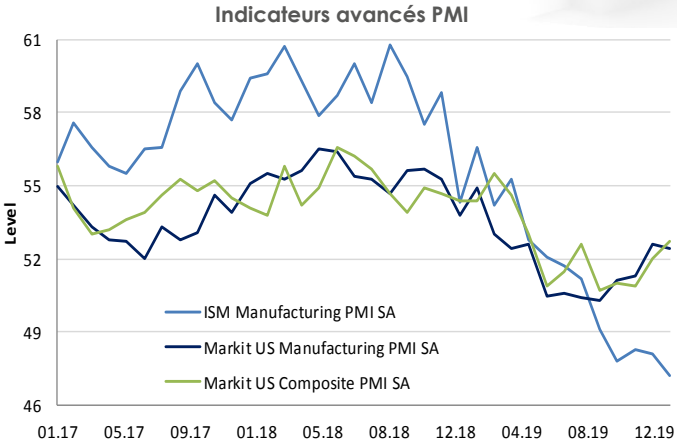
Au sein du parti démocrates, la tentation de choisir un candidat ou une candidate plus favorable aux classes défavorisées et aux classes moyennes pourrait grandir et se cristalliser sur le choix de la sénatrice Elisabeth Warren plutôt que sur un candidat plus « centriste » comme le sénateur Jo Biden.

Ce dernier reste pourtant celui qui a le plus de chance de battre Donald Trump selon les derniers sondages de janvier 2020. Si celui-ci remporte l'investiture démocrate, la course à la Maison Blanche ne devrait pas constituer un facteur majeur d'incertitude pour les marchés financiers, mais si c'est au contraire Elisabeth Warren qui s'impose, les risques d'un changement radical de cap sur le plan politique auraient un impact rapide sur les marchés financiers. L'année 2020 pourrait dès lors être nettement plus volatile en cas d'investiture surprise de Elisabeth Warren du parti Démocrate.

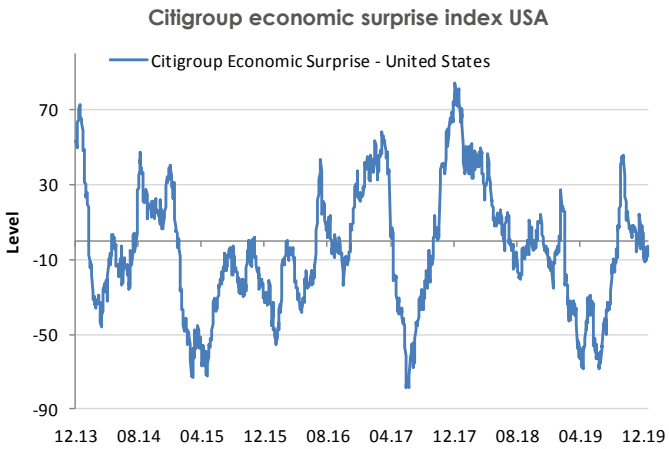
PIB Réel USA trimestriel

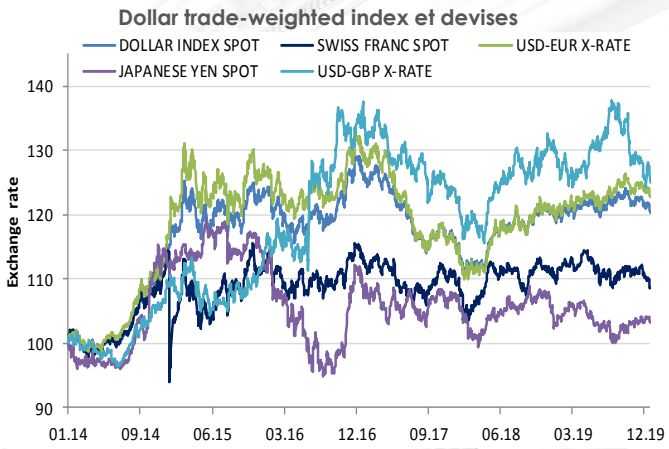


Indicateurs avancés PMI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group





Croissance en 2020 soutenue par une situation favorable dans les marchés de taux

Nous l'avions déjà évoqué à plusieurs reprises en 2019, la baisse des taux directeurs, les injections de liquidités de la Fed et des taux longs à peine plus élevés constituent ensemble un facteur de soutien conjoncturel extrêmement positif qui développera encore plus d'effets en 2020. Depuis plusieurs trimestres, les coûts de financement pour tous les agents économiques, individus, PME, multinationales, entités publiques et gouvernements sont donc plus attrayants, ce qui devrait aussi bien soutenir la consommation que l'investissement dans le contexte conjoncturel finalement bien plus favorable qu'escompté par le consensus des prévisionnistes en 2019.

Au-delà des baisses de taux nominaux, l'évolution des taux réels devrait aussi apporter un soutien conjoncturel indirect, permettant de renforcer la dynamique économique et le marché immobilier en particulier au cours des prochains mois. Les taux d'intérêt réels, normalement positifs, sont devenus négatifs aux Etats-Unis suite à la baisse des taux longs (10 ans) de 3% à 1.5% (août 2019). Ils restent négatifs en début 2020 malgré la remontée des rendements à dix ans à 1.9% et à une inflation hors alimentation et énergie de 2.3% (inflation globale de 2.1%) toutes deux légèrement au-dessus de l'objectif de la banque centrale. Un excès de pessimisme infondé en 2019 a donc conduit à des ajustements de taux d'intérêt nominaux et réels qui seront favorables à une relance conjoncturelle au cours des prochains trimestres.

Une trêve commerciale devrait s'instaurer

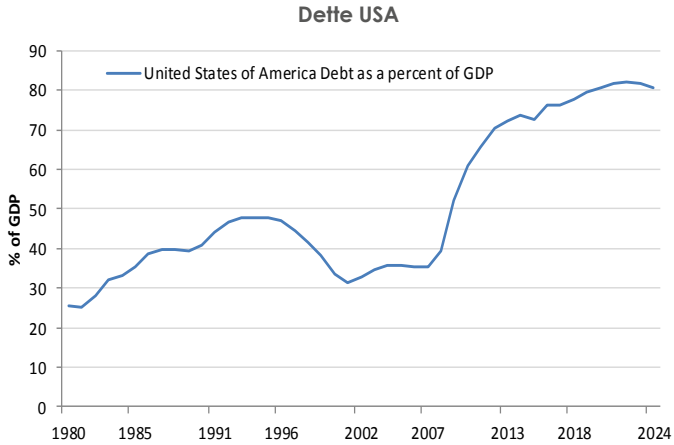
La signature attendue le 15 janvier de la partie 1 de l'accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis marquera sans doute le début d'une trêve bienvenue dans ce dossier épineux qui aura marqué l'année 2019. Il est en effet tout à fait probable que Donald Trump se satisfasse de ce premier succès, sans doute suffisant pour lui permettre de se poser en défenseur des intérêts du peuple américain face à la menace économique chinoise, et d'en tirer le meilleur parti en campagne électorale. Les craintes d'une récession motivée ou provoquée par une éventuelle guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis ont ainsi été écartées. Elles restent malgré tout un facteur possible de résurgence des risques en 2020, mais nous estimons que ce facteur sera relégué au second plan en raison des intérêts et objectifs de la campagne présidentielle.

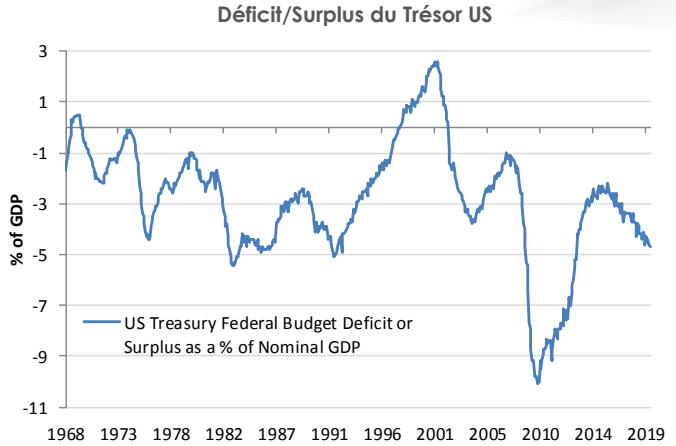
La courbe de taux US est à nouveau « normale »

Nous avons déjà évoqué dans ces colonnes les différents processus d'inversion de courbe des taux en rappelant notamment que l'inversion des taux de l'hiver 2018-2019, supposée annonciatrice de récession, ne trouvait aucun fondement dans les bases théoriques classiques. Nous rappelions au contraire que cette dernière avait été provoquée par une chute des taux longs et non pas par un resserrement excessif et inapproprié de politique monétaire, qui a effectivement souvent poussé par le passé l'économie en récession.

L'inversion de la courbe des taux était dans ces cas obtenue par la hausse des taux courts (taux directeurs de la Banque centrale) correspondant à la mise en œuvre de politiques monétaires restrictives visant à combattre une inflation excessive et à ralentir le cycle économique. La politique monétaire conduisait de ce fait à une remontée des taux courts qui finissait par dépasser le niveau des taux longs pour lutter contre l'inflation. Une inversion « classique » de la courbe des taux suit donc cette logique qui dépasse souvent l'objectif de ralentissement conjoncturel en provoquant finalement une récession, en général de courte durée.

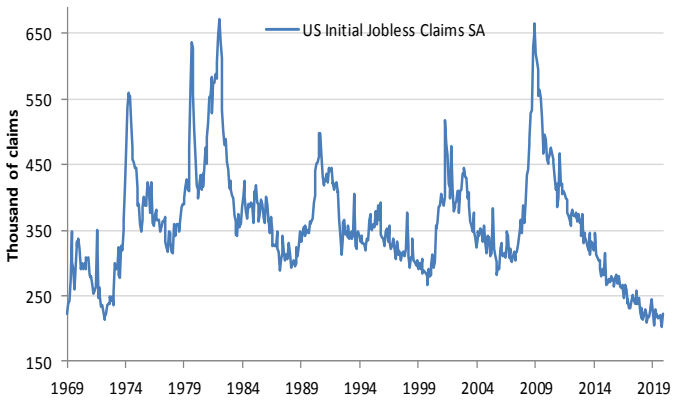
Le changement de politique monétaire de la Fed, en abaissant de 0.75% les taux courts au second semestre, a modifié la courbe des taux en abaissant la partie courte. La diminution des risques de récession et des statistiques conjoncturelles toujours relativement solide pour l'économie américaine ont permis aux taux longs de se tendre à nouveau et de remonter d'environ 40 points de base.



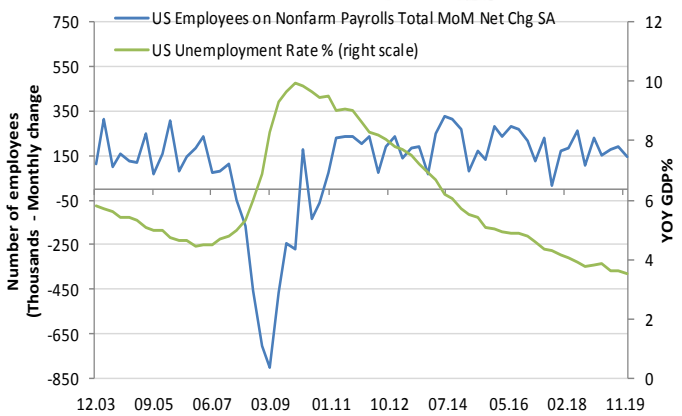


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

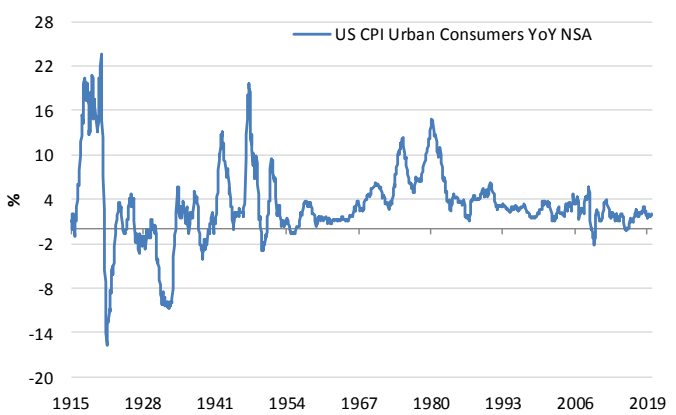
Allocations chômage en milliers de demandes



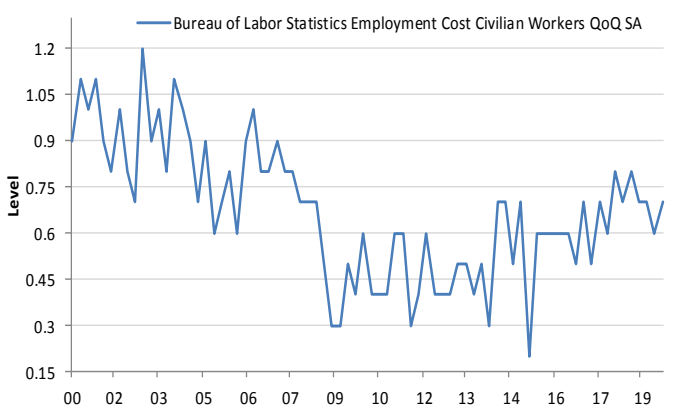
Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



Coût unitaire du travail (Employment cost index)



Désormais, la « yield curve » est à nouveau « normale », bien que relativement plate puisque les taux à trois mois et ceux à dix ans s'affichent tous les deux à 1.9%. En 2020, bien que les tensions dans le marché du travail devraient avoir un impact sur les marges des entreprises et sur les prix, les pressions inflationnistes devraient un peu s'intensifier et dépasser l'objectif de la Fed. Dans ce contexte, les taux longs à dix ans devraient poursuivre leur phase de réajustement aux conditions économiques plus robustes qu'attendues par le consensus en 2020 et progresser au-delà de 2.5%.

Poursuite des injections de liquidités en 2020

Depuis le mois de juillet, la politique monétaire de la banque centrale américaine est à nouveau accommodante. La Réserve fédérale avait abaissé ses taux directeurs à trois reprises de -0.25% au cours du deuxième semestre dès le mois de juillet et procédé à une relance de son activité de rachat d'actifs à partir du mois de septembre. Le bilan de la banque centrale a bondi en quelques semaines de +11%, de 3'759 milliards en septembre à 4'165 milliards de dollars en décembre, ce qui représente une injection de liquidités de 406 milliards en moins de quatre mois.

A titre de comparaison, il lui avait fallu près de douze mois pour réduire d'autant son bilan entre septembre 2018 et septembre 2019. La Fed a donc décidé d'agir en contrant les anticipations de ralentissement conjoncturel, voire de récession, qui avaient cours depuis un an malgré les résultats trimestriels toujours solides enregistrés par l'économie américaine. L'indice de probabilité de récession avec un horizon temps de 12 mois calculé par la Fed de New-York a depuis régressé de 37% à seulement 24% aujourd'hui.

En 2020, la Fed devrait maintenir une politique de taux directeurs bas et sans doute inchangée au cours des prochains mois, en particulier si les perspectives de relance conjoncturelle s'affirment. Cependant, elle semble bien se diriger vers le maintien d'une politique d'injections de liquidités par des rachats d'actifs sur un rythme soutenu ensuite.

Indicateurs avancés plus optimistes

L'indice PMI manufacturier publié pour le mois de décembre enregistre un très léger tassement de 52.5 en novembre à 52.4. Il confirme ainsi la tendance à l'amélioration du sentiment observée dans le secteur industriel depuis le mois de septembre. La reprise est désormais nette et témoigne d'un changement en cours des perceptions de directeurs d'achat plus optimistes depuis quatre mois déjà. L'indice ISM (Institute for Supply Management) manufacturier ne confirme malheureusement pas ce résultat et glisse encore de 48.1 à 47.2 en décembre soit son plus bas niveau depuis 2009. La production industrielle a pourtant rebondi également de +1.1% en novembre, effaçant de ce fait la faiblesse du mois précédent.

L'indice PMI des services s'est également renforcé en décembre en avançant de 0.6 point à 52.2, un résultat qui reste dans la partie inférieure de sa bande de fluctuation des dernières années, mais qui permet à l'indice composite d'afficher également un meilleur résultat en décembre. La reprise du secteur manufacturier n'est peut-être pas encore notable, mais les signes de « bottoming out » se manifestent plus nettement. Du côté des consommateurs, la confiance reste élevée même si elle faiblit très légèrement en décembre de 126.8 à 126.5 (Conference Board Index).

Parallèlement, la mesure du confort des consommateurs publiée par Bloomberg est à son plus haut niveau depuis cinq mois et confirme le bon chiffre annoncé par l'Université du Michigan qui annonce un sentiment des ménages de 99.3 également proche des plus hauts des dix dernières années. La baisse des taux directeurs, un niveau de chômage au plus bas depuis cinquante ans, une croissance du revenu des ménages et un accord prêt à être signé entre la Chine et les Etats-Unis ont certainement été les facteurs soutenant un niveau élevé de confiance des ménages qui devrait poursuivre sur cette lancée en début 2020.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Le plein emploi soutient la consommation

Le marché de l'emploi montre toujours plus de signes de vigueur alors que l'économie enregistre sa plus longue phase d'expansion. Il continue de créer des emplois à un rythme soutenu d'environ 180'000 à 200'000 nouveaux jobs par mois, soit près de deux fois plus que la croissance des nouveaux travailleurs arrivant sur le marché. Dans cet environnement, le taux de chômage devrait dès lors encore glisser en dessous de 3.3% en 2020.

Les pressions salariales augmentent (hausse du salaire horaire de +3.1% en novembre) et avec la hausse des revenus disponibles, la consommation devrait rester soutenue et pousser les indices de prix à la hausse. Un ralentissement de la dynamique conjoncturelle en 2020 reste le scénario privilégié, mais celle-ci pourrait bien surprendre positivement grâce à une demande intérieure solide.

Marchés actions menacés par des valorisations élevées et des risques géopolitiques croissants

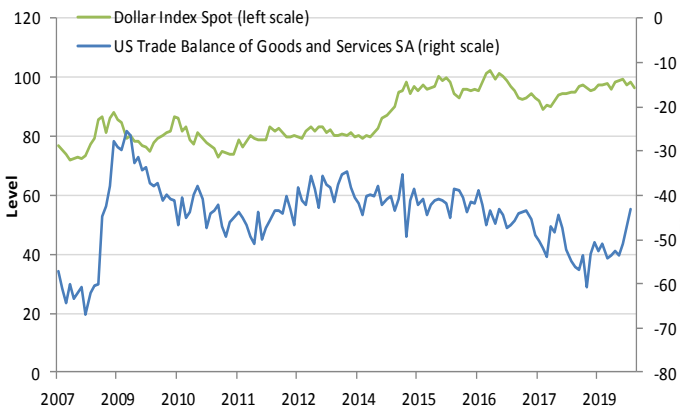
Le dernier trimestre 2019 a vu une nouvelle envolée des actions américaines, qui ont enregistré de nouveaux sommets dans une phase d'accélération essentiellement poussée par l'afflux de liquidités injectées par la Réserve fédérale américaine et par la dynamique observée sur quelques valeurs de la technologie. La hausse du S&P500 de +8.5% sur le trimestre, dont +2.86% sur le seul mois de décembre, porte à +28.9% la performance de l'année 2019, ce qui constitue la deuxième meilleure performance depuis 1998. Une hausse étonnante si on considère qu'en 2019, les résultats des sociétés américaines vont enregistrer une baisse estimée à environ -5%.

Dès lors, la hausse des actions américaines est essentiellement due à l'expansion du ratio Cours/Bénéfice liée aux baisses de taux de la Fed et aux injections rapides de liquidités en fin d'année. La progression du ratio Cours/Bénéfice de 14x à 19x en 2019 dans ce contexte est peu rationnelle et devrait donc être inquiétante, même s'il est vrai que dans d'autres phases d'expansion de PE par le passé ce ratio a dépassé 20x pour l'indice S&P500 avant d'être suivi d'une correction des cours. Nous maintenons notre analyse qu'en début 2020 le facteur émotionnel pousse irrationnellement plus haut les cours des actions à des niveaux extrêmes généralement annonciateurs de correction boursière significative.

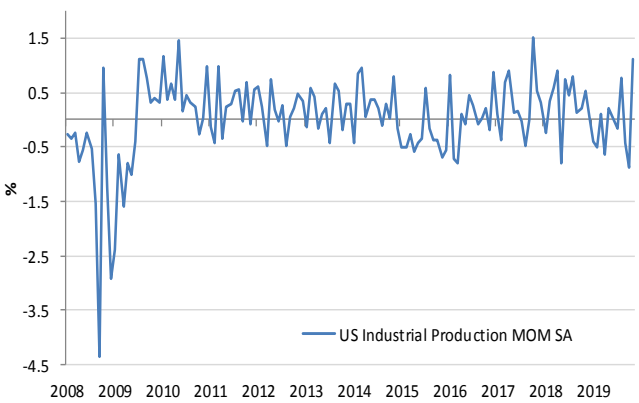
L'indice Fear&Greed montre aujourd'hui un niveau de 96/100 rarement atteint, alors que le niveau des indices s'est éloigné de plus de 2 écarts types de leur tendance, signe également d'une probabilité élevée d'interruption de tendance. La dernière fois que le marché actions a atteint la valorisation actuelle de 2.4x les ventes (« Price to sales »), ce fut avant le crash de l'année 2000 des « dot.com ». D'autres mesures comme l'« Entreprise value/EBITDA » sont à leur zénith également et suggèrent que la situation actuelle constitue un découplage historiquement ravageur à moyen terme.

Une hausse pourrait cependant encore être soutenue par une poursuite de l'action récente menée par la banque centrale, mais les risques géopolitiques qui ont brutalement surgi en début 2020 au Moyen-Orient pourraient bien dégénérer rapidement en une nouvelle situation de crise aux effets négatifs sur les cours du brut et sur la psychologie des investisseurs pouvant provoquer un ajustement des anticipations et une correction sensible des marchés.

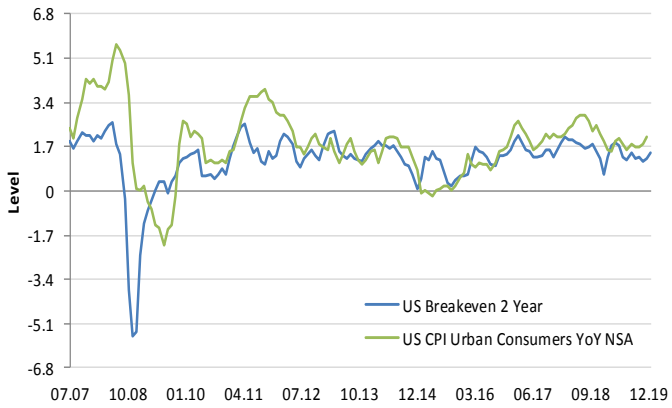
Balance commerciale - Trade-weighted US



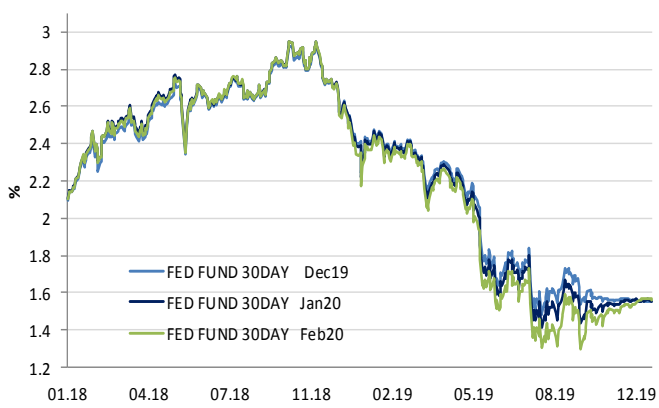
Production industrielle - USA



Inflation attendue et indice CPI - USA

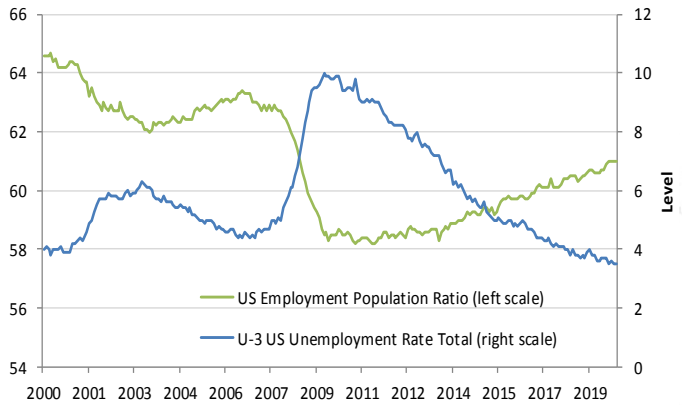


Fed Funds Futures

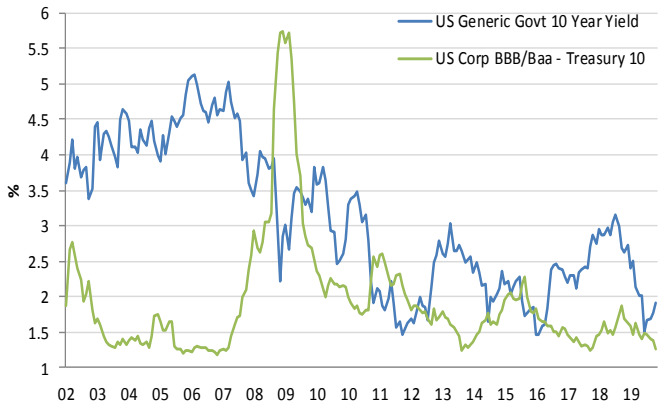


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

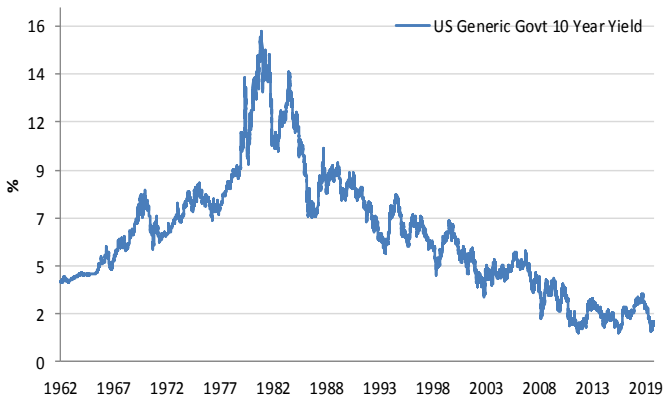
Taux de chômage et taux d'occupation de la population



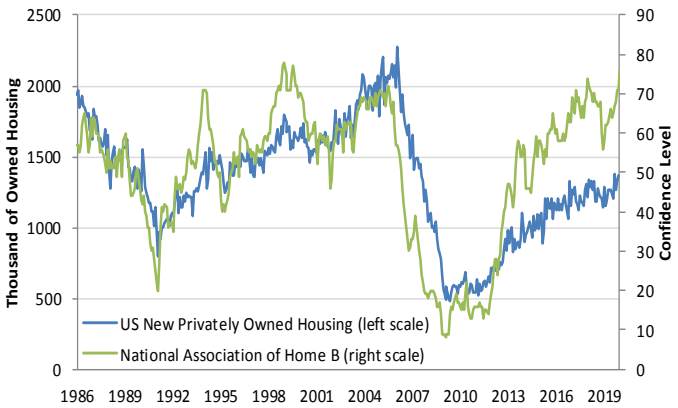
Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



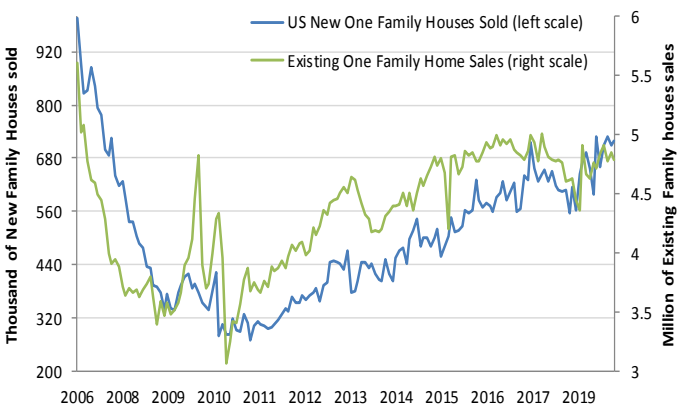
Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



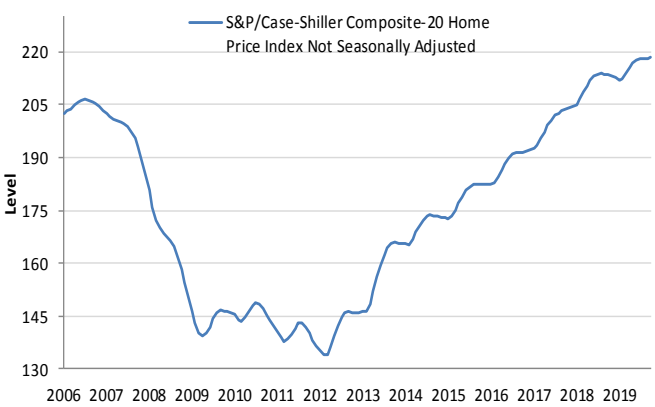
Nouveaux logements et NAHB USA



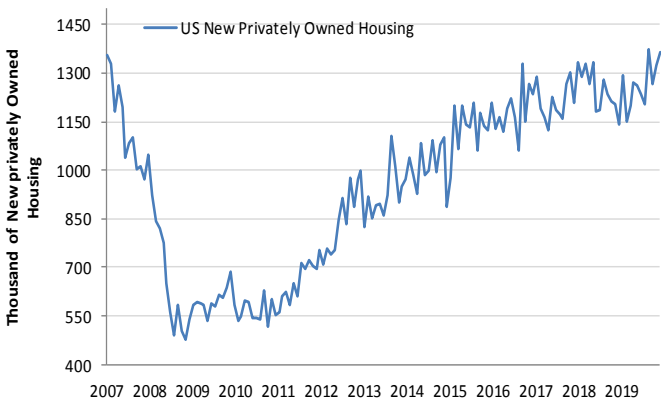
Ventes de nouvelles maisons et existantes



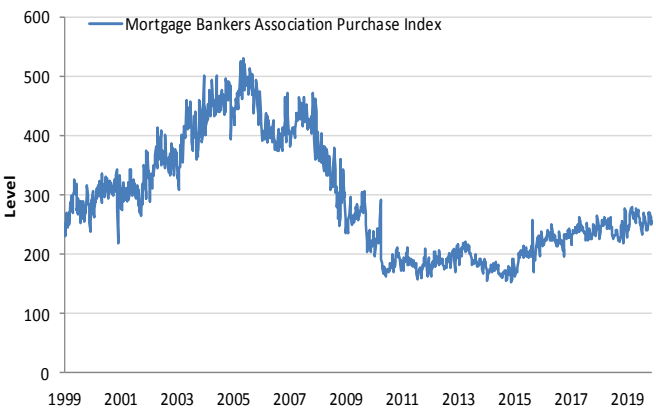
Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller



Mise en chantier de nouveaux logements



Nouvelles demandes de financement MBA



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Suisse

- La croissance de +0.4% du PIB suisse au T3 surprend favorablement
- Le ciel s'éclaircit un peu du côté des indicateurs avancés
- Une fin d'année dans le calme pour le franc
- La banque nationale suisse (BNS) gardera le cap

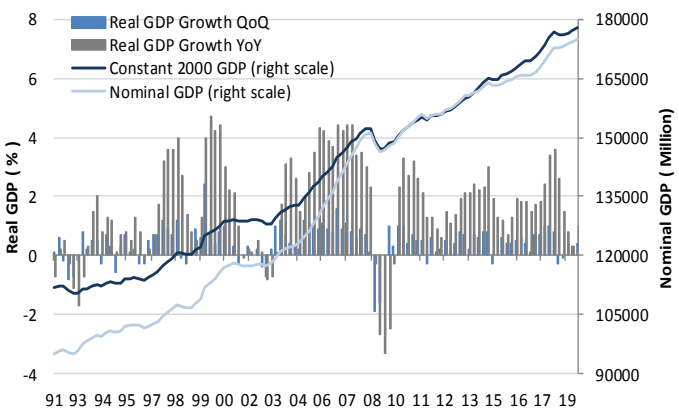
La croissance de +0.4% du PIB suisse au T3 surprend favorablement les prévisionnistes

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays au 3ème trimestre de l'année en cours qui font état d'un renforcement plutôt inattendu de la croissance dans notre pays. La croissance trimestrielle de +0.4% a en effet surpris les prévisionnistes qui s'attendaient plutôt à une progression limitée à +0.2%. Ce résultat est en fait au top des estimations qui s'étendaient entre -0.1% et +0.4%. En comparaison annuelle non ajustée, le PIB suisse a progressé de +1.1%, sensiblement plus que la moyenne attendue par le consensus de +0.8%. La performance de notre économie est cependant plutôt satisfaisante dans ce contexte, même si elle laisse planer les risques d'un ralentissement plus prononcé au cours des prochains mois. Cette progression du PIB réel de +0.4% au T3 est plutôt réjouissante dans le contexte particulièrement morose qui a marqué les marchés financiers pendant l'été. Les craintes de récession et l'effondrement des taux d'intérêt consécutif à ces incertitudes croissantes sur les perspectives de croissance économique se sont avérées particulièrement excessives au regard des résultats réels enregistrés par notre économie. Le PIB nominal du 3ème trimestre de la Suisse a ainsi avancé de 174.5 milliards à 175.04 milliards de CHF. En rythme annuel, le PIB suisse dépasse ainsi pour la première fois le cap historique de 700 milliards de francs suisses. L'économie suisse profite de la tendance européenne un peu meilleure et d'une croissance dans l'UE de +0.3% au 3ème trimestre légèrement supérieure à celle (+0.2%) du trimestre précédent. La situation en Allemagne n'est évidemment pas non plus totalement étrangère à l'évolution de la conjoncture dans notre pays et n'a pas eu une contribution positive sensible ce trimestre. La diminution relative des tensions entre les Etats-Unis et la Chine ont un peu réduit l'incertitude qui pesait sur l'économie allemande et son secteur industriel, mais cela n'a pas été suffisant pour développer de réels effets sur le secteur industriel allemand. La conjoncture allemande reste en effet faible (+0.1%), mais elle évite une récession après un 2ème trimestre négatif. Dans ce contexte la croissance de l'économie suisse devrait être proche de +1.1% pour l'année 2019 et de +1.5% pour 2020.

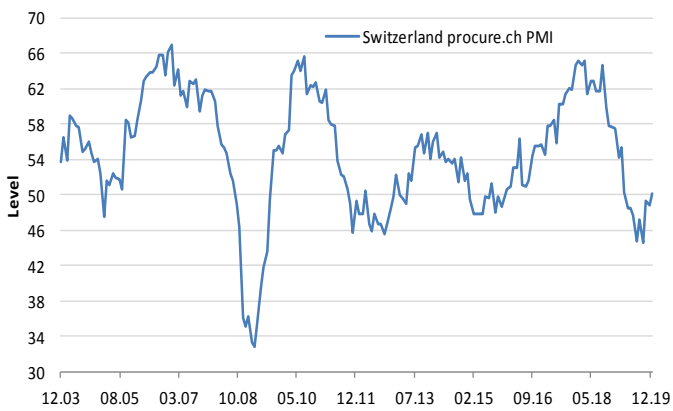
La croissance est encore soutenue par la consommation privée et publique

La consommation s'est imposée ces derniers trimestres comme une composante essentielle et durable de la conjoncture dans notre économie. Sa contribution a cependant été un peu moins importante ce trimestre qu'auparavant. La demande intérieure a en effet enregistré une hausse de +0.2% de la consommation privée, légèrement inférieure à celle observée au trimestre précédent (+0.3%) et s'est donc avérée plus atone. En comparaison au trimestre précédent, la consommation des administrations publiques a au contraire enregistré une nette reprise. La consommation publique a ainsi retrouvé un rythme de +0.5% déjà atteint au 1er trimestre après un épisode clairement en retrait au 2ème trimestre (+0.1%). La demande intérieure a donc globalement soutenu l'évolution du PIB au cours du trimestre. En ce qui concerne les investissements en biens d'équipement, ceux-ci ont été particulièrement solides avec un rebond de +0.7% qui compense presque totalement la chute de -1% du précédent trimestre. Quant au secteur de la construction, la dynamique reste encore faible comme le démontre la progression de +0.2% des investissements et de +0.1% de la valeur ajoutée dans le secteur. Le secteur manufacturier suisse se comporte plutôt bien dans cet environnement et ne subit étonnement pas autant qu'on aurait pu le craindre la baisse de la demande mondiale et la hausse du franc suisse. L'industrie dans notre pays s'est bien comportée à la différence d'autres pays européens en contribuant favorablement à la croissance du PIB. Le secteur manufacturier progresse encore à un rythme soutenu de +1.2% similaire à celui du 2ème trimestre de +1.3%. C'est avant tout le dynamisme de l'industrie chimique et pharmaceutique, dont la valeur ajoutée et les exportations ont nettement progressé, qui soutient cette tendance positive. Les secteurs industriels tels que les machines et métaux ont reculé dans un contexte international toujours difficile pour le segment manufacturier. Le secteur énergie a enregistré la plus forte progression de son histoire en profitant de conditions météorologiques favorables permettant une progression de +8.2% et une forte hausse des exportations d'énergie.

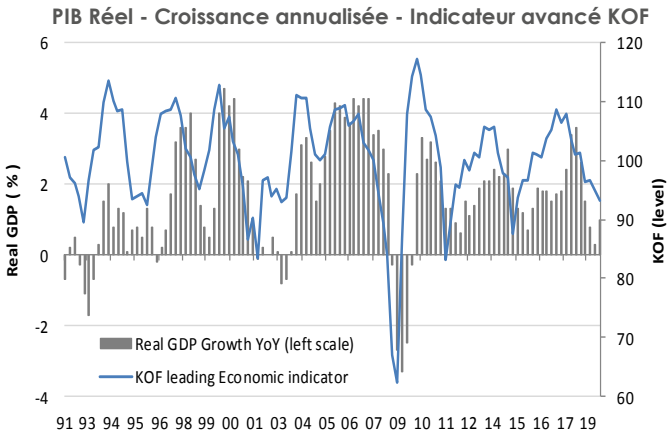
PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel

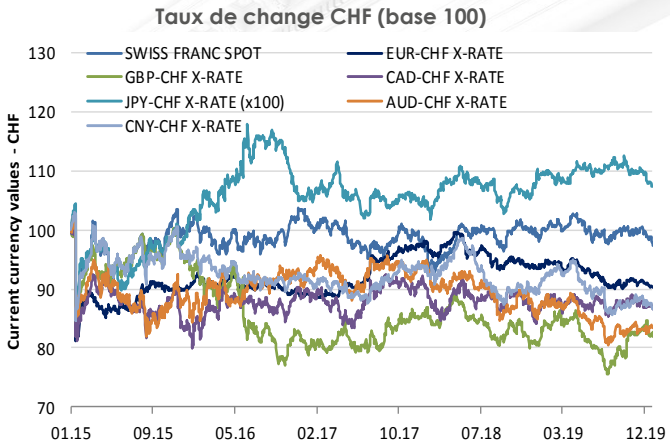


Indicateur avancé Swiss PMI (directeurs d'achat)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group





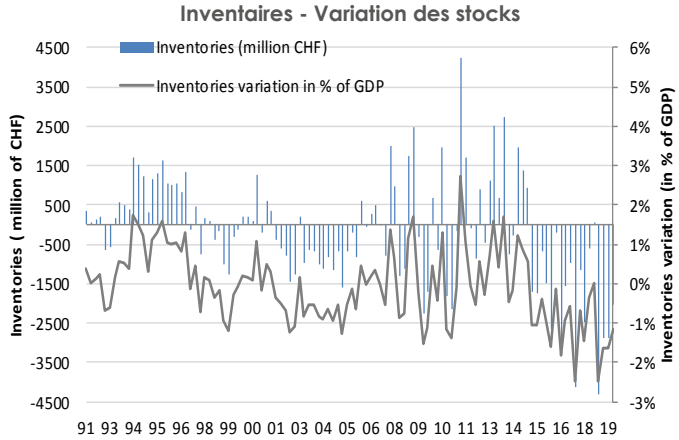
Les exportations de marchandises ont progressé de +0.7%, un peu moins cependant que les importations en hausse de +1.1%. Du côté des services, les exportations ont crû de +1.1% tandis que les importations avançaient de +0.9%. L'économie suisse se renforce progressivement dans un contexte international encore relativement compliqué au 3ème trimestre.

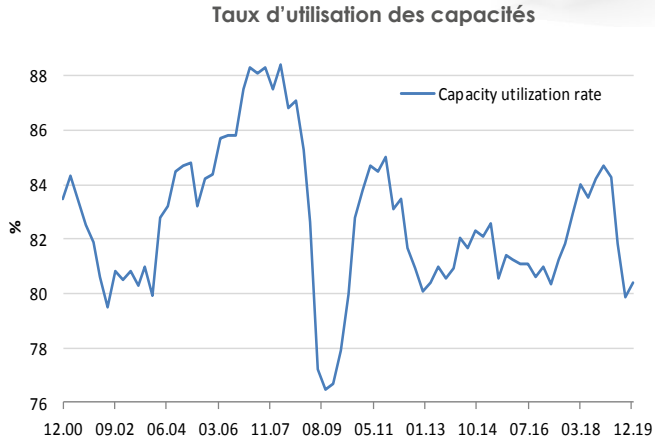
Le ciel s'éclaircit un peu du côté des indicateurs avancés

L'indice PMI manufacturier a enfin nettement rebondi en octobre à 49.4 proche du seuil de 50 après avoir atteint un plus bas de 44.6 en septembre, soit son plus mauvais résultat depuis près de dix ans. La tendance baissière de cet indicateur et son passage en dessous de la zone thorique de croissance de 50 n'avait pourtant pas été suivie d'un effondrement de la production industrielle réelle. Depuis plus d'un an, le PMI manufacturier suisse annonce une chute de la production qui ne s'est toujours pas matérialisée et qui semble au contraire se renforcer en septembre. La hausse de +6.3% au 3ème trimestre pourrait être ainsi l'élément déclencheur d'un changement de perception des directeurs d'achats et de tendance pour ce PMI. Le baromètre conjoncturel du KOF rebondi également de 93.07 en septembre à octobre à 94.66 sans pour autant clairement suggérer un renversement de tendance. La situation des affaires par secteur d'activité a cependant chuté en octobre dans la plupart des secteurs. Seul le secteur financier semble indiquer une reprise. Les ventes aux détails ont enregistré une hausse de +0.9% en septembre après un déclin de -1% en août, mais la confiance des consommateurs semble toujours faible dans le contexte international encore incertain. L'indicateur CS sur les conditions économiques attendues enregistre un rebond important en novembre et passe ainsi de -30.5 à -3.9, qui représente son meilleur résultat depuis juillet 2018. Il suit la tendance similaire observée en zone euro et aux Etats-Unis sur la même période qui montre une nette amélioration de la confiance en matière de perspectives économiques pour 2020. La confiance des consommateurs publiée par le secrétariat d'état pour les affaires économiques pour le 4ème trimestre reste incertaine (-10.4) et décline encore un peu par rapport au trimestre précédent (-8). Rappelons encore que le déclin des indicateurs avancés qui dure désormais depuis près de deux ans, n'a toujours pas été suivi d'un affaiblissement net du PIB suisse. L'économie résiste même un peu mieux encore ce dernier trimestre en avançant de +0.4% aux prédictions négatives des indicateurs avancés. Sans être réellement redevenus clairement positifs, les indicateurs avancés se sont tout de même stabilisés et montrent quelques signes plus optimistes pour une reprise prochaine.

Une fin d'année dans le calme pour le franc

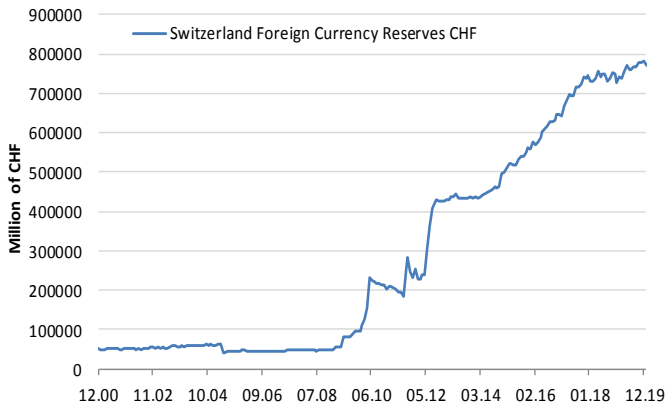
Après la phase d'appréciation du franc d'environ +2% contre diverses monnaies (euro +2.05%, US dollar +2.2%, yen +2.06%) au 3ème trimestre, on assiste à une stabilisation de notre monnaie au cours du trimestre en cours. Les incertitudes qui ont marqué les marchés financiers en 2018 et 2019, essentiellement centrées sur les risques de récessions liés à l'absence d'avancée concrète sur la question commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, se sont un peu effacées. Elles sont cependant restées suffisamment présentes pour maintenir une forte demande internationale en quête de valeurs sûres, en particulier au 3ème trimestre lorsque les craintes de récession se sont à nouveau faites plus insistantes. Mais le 4ème trimestre devrait être marqué par une diminution plus nette des perspectives de récession et une amélioration de la confiance pour 2020. La demande de francs suisses devrait ainsi diminuer et permettre une stabilisation de notre devise en fin d'année. Toutefois, à plus long terme, nous maintenons notre analyse et notre vision d'un nouvel affaiblissement du franc suisse contre les principales monnaies et contre l'euro en particulier. Rappelons qu'en termes de parités de pouvoir d'achat (PPA), le franc suisse pourrait bien être encore très nettement survalorisé en début 2020. Une remontée à 1.20 contre l'euro, qui représenterait une hausse de +10%, permettrait de corriger cette valorisation excessive et diminuerait d'autant les pressions sur nos exportations. Selon l'OCDE, les parités de pouvoir d'achat (PPA) suggèrent en effet que le franc suisse est surestimé par rapport aux valeurs « théoriques » de 1.19 contre USD, 1.63 contre euro et 109 contre le yen. Selon l'indicateur Big Mac des PPP, la surévaluation du franc est également très importante par rapport aux valeurs « théoriques » de 1.18 contre USD, 1.56 contre euro et 109.6 contre le yen.



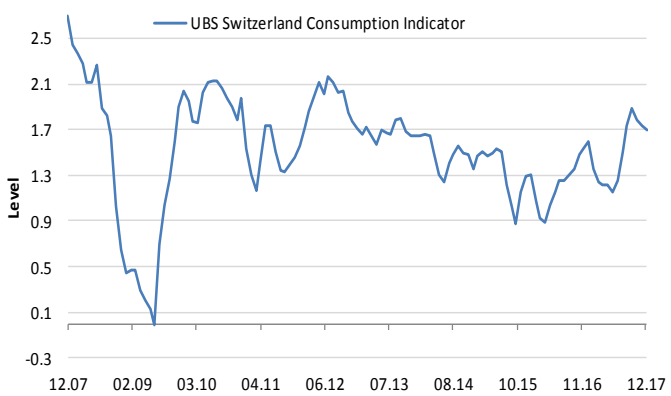


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

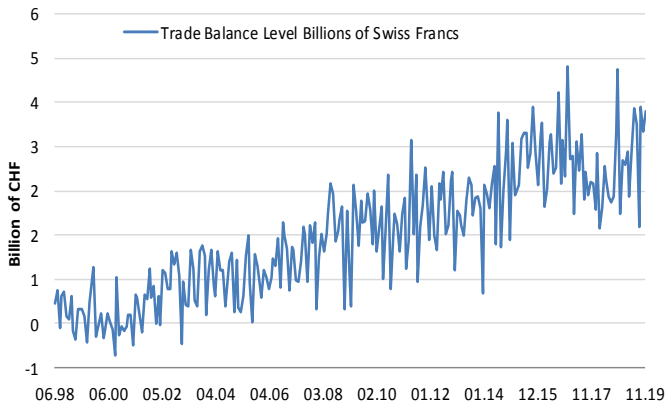
Réserves de change de la BNS



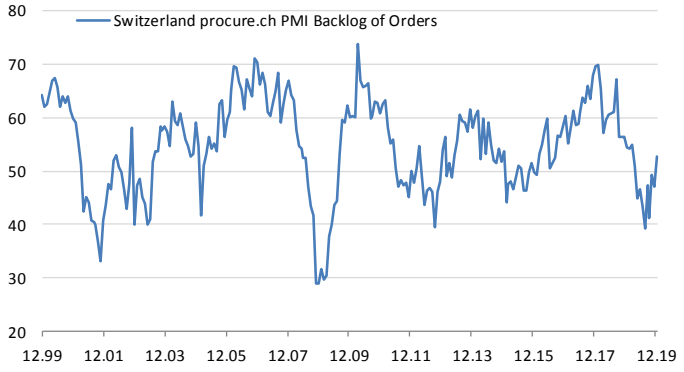
Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Solde de la balance commerciale



Carnet de commandes



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La banque nationale suisse (BNS) gardera le cap

La BNS a encore annoncé récemment qu'elle considérait avoir une marge de manœuvre suffisante pour abaisser ses taux directeurs encore plus bas si cela s'avérait nécessaire. Elle garde ainsi clairement et sans surprise le cap de sa politique monétaire visant à freiner toute appréciation du franc contre euro. L'évolution récente des taux directeurs et des taux longs américains a certes réduit le différentiel de rendement sur lequel la BNS appuyait sa stratégie d'affaiblissement du franc et potentiellement perturbé sa politique. Mais il faut souligner que cet écrasement de 75 points de base du différentiel de rendement sur les taux courts n'a pas eu de réel effet significatif sur le taux de change et n'a pas provoqué de réaction de la part de la BNS.

La hausse du franc s'est en effet avérée relativement modérée comme nous l'évoquions au paragraphe précédent, ce qui a permis à la BNS de ne pas avoir à agir pendant cette période d'ajustement de politique monétaire américaine. Il est aussi à noter qu'en zone euro, la baisse des taux directeurs est restée très limitée (-0.1%) ne nécessitant, de ce fait, pas de réaction de la part de notre banque nationale.

Cependant, nous estimons que les prochains mois devraient être caractérisés par un nouvel épisode d'élargissement des écarts de rendement observés sur les taux longs notamment, qui devrait renforcer l'attrait du dollar et pousser le taux de change au-dessus de la parité. En ce qui concerne l'euro, la problématique est différente notamment parce que l'écart de rendement entre les taux en euro et en franc suisse ne sont pas si importants et que la tendance des derniers mois ne laisse pas présager le même type de développement.

L'écart de rendement que la BNS avait souhaité créer et maintenir sur les taux à trois mois pour affaiblir le franc est de plus en plus attaqué par la chute des taux de la BCE. Il est ainsi passé de -0.99% en janvier 2015 à -0.28% à la fin novembre 2019. Malgré une PPP favorable à une appréciation de l'euro, il sera indispensable de pouvoir observer ou tout au moins anticiper avec suffisamment de crédibilité, une relance conjoncturelle européenne sérieuse et durable pour envisager une telle tendance. Cependant, à moyen terme, nous estimons que les probabilités d'affaiblissement modéré du franc sont croissantes.

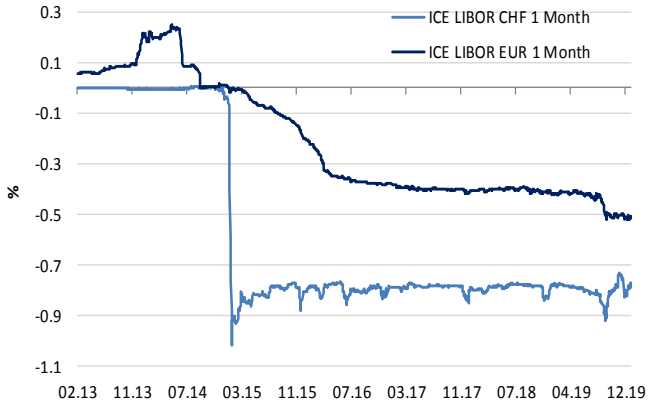
Lente remontée des taux longs

Nous relevions en septembre le caractère irrationnel de l'effondrement des rendements à dix ans de -0.5% à -1.12% en août en annonçant un probable rebond très sensible dès lors que les risques de récession seront enfin évalués rationnellement. Les derniers mois de l'année 2019 ont ainsi été marqués par une remontée graduelle des taux longs de -1.12% à -0.4% en début novembre qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Les perspectives pour les marchés obligataires en francs suisses sont négatives dans cet environnement, bien que les dernières statistiques publiées indiquent un retour possible des risques déflationnistes en Suisse. L'indice CPI publié pour le mois d'octobre montre une baisse de -0.2% de l'inflation sur le mois et de -0.3% sur un an. Le rendement réel est ainsi passé de -0.85% à -0.75% en octobre.

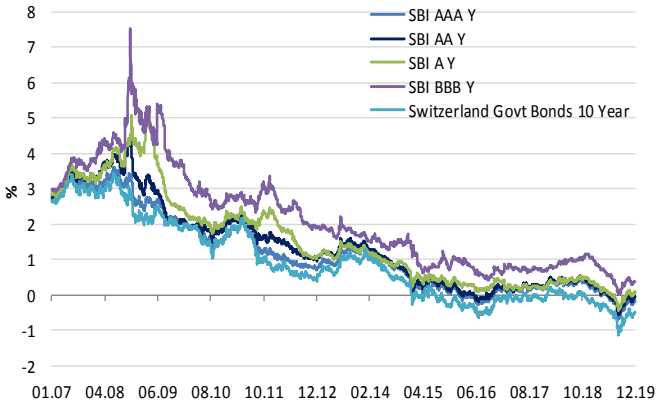
Les marchés actions profitent de l'absence d'alternatives

Les estimations du consensus en termes de croissance des bénéfices sont supérieures à +10% pour 2020, ce qui nous semble un peu élevé dans le contexte de croissance économique mondiale certainement plus faible. Une faiblesse du franc suisse serait cependant un facteur favorable. Le ratio cours/bénéfice du marché suisse est plutôt généreux dans ce contexte et à 18x les profits attendus pour l'année 2020 ce niveau de valorisation est entre 15% et 20% supérieur à la moyenne historique. En l'absence d'alternative de placement, le rendement du dividende pourrait encore constituer un facteur de soutien pour les actions. Toutefois, nous recommandons d'adopter une stratégie plus défensive en raison notamment du niveau de valorisation élevé.

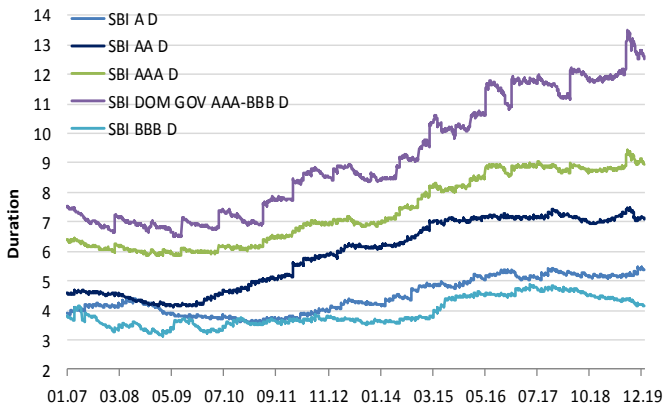
Différentiel de taux Libor 1 mois



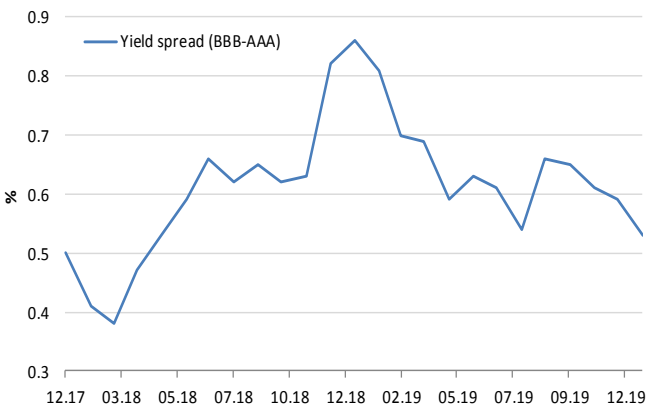
Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



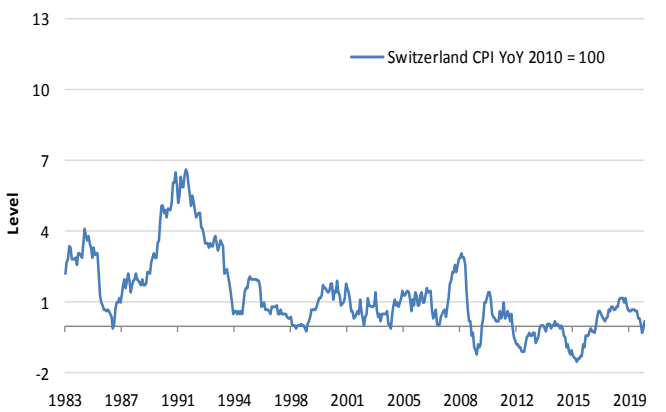
Duration des obligations suisses



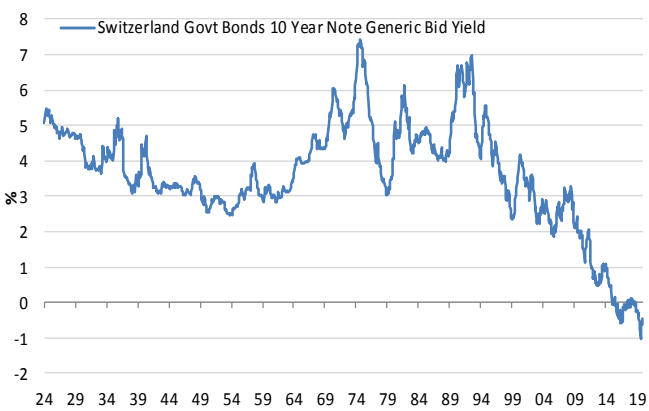
Ecart de rendement



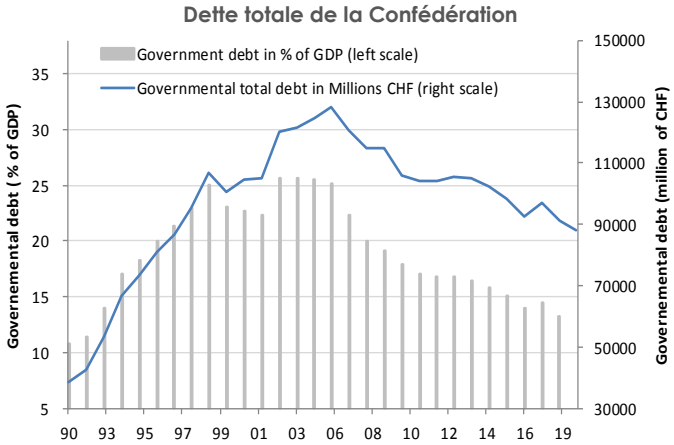
Inflation CPI



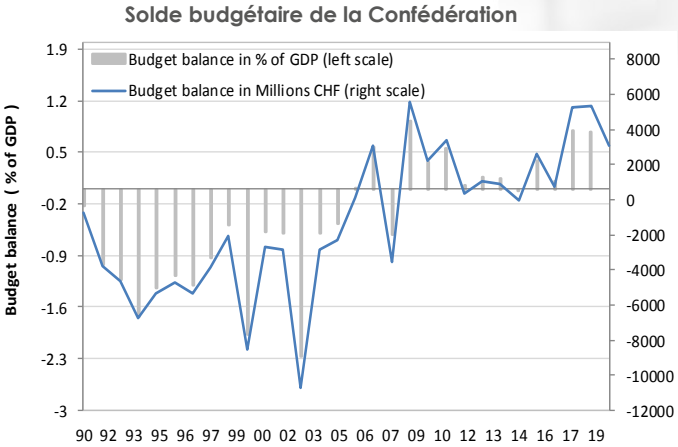
Taux longs de la Confédération depuis 1924



Dette totale de la Confédération



Solde budgétaire de la Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Zone Euro

- Un 3ème trimestre un peu meilleur qu'attendu en zone euro
- Les indicateurs avancés laissent planer le doute
- L'Allemagne résiste à la chute de son secteur industriel
- Pas de nouvelles baisses de taux de la BCE
- Reprise possible de l'euro

Un 3ème trimestre un peu meilleur qu'attendu en zone euro

L'économie de la zone euro est peut-être en train de sortir timidement au 3ème trimestre d'une période de faiblesse qui dure depuis plusieurs trimestres. Les statistiques récemment publiées pointent en effet sur une croissance du PIB de la zone euro en hausse de +0.2% au 3ème trimestre et de +1.2% sur un an. L'activité économique semble ainsi légèrement meilleure qu'estimée par les analystes qui n'attendaient qu'une croissance limitée à +1.1%. C'est avant tout le fait que cette reprise soit manifestement visible dans la plupart des secteurs de l'économie qui constitue un facteur relativement encourageant pour les perspectives 2020.

Néanmoins, la quasi-stagnation du PIB en Allemagne (+0.1%), après une révision à -0.2% de sa croissance au 2ème trimestre, continue de tirer la croissance de la zone euro vers le bas sans de réelles indications de renversement prochain de tendance. Au 3ème trimestre seules l'Allemagne, l'Italie et l'Autriche ont enregistré des croissances (+0.1%) inférieures à la moyenne (+0.2%), alors que tous les autres pays de la zone euro et de l'UE réalisaient des performances supérieures à +0.2%. Les plus forts taux de croissance trimestriels ont été enregistrés en Pologne (+1.3%), Hongrie (+1.1%) et en Estonie (+1%).

L'Allemagne écarte une nouvelle fois cette année le spectre de la récession technique, mais subit encore le ralentissement général du secteur manufacturier mondial. Les commandes industrielles ont chuté de -0.4% en octobre et de -5.5% sur un an. Le complexe industriel allemand est toujours très durement touché par l'incertitude sur les questions commerciales et les risques de récession y sont donc logiquement beaucoup toujours réels. L'incertitude concernant l'évolution du commerce mondial a pourtant diminué depuis plusieurs mois ce qui devrait améliorer le sentiment, l'investissement et la consommation au cours des prochains mois. Le rythme de croissance trimestrielle du PIB de la zone euro s'est donc stabilisé.

Consommation, dépenses publiques et exportations soutiennent la croissance au T3

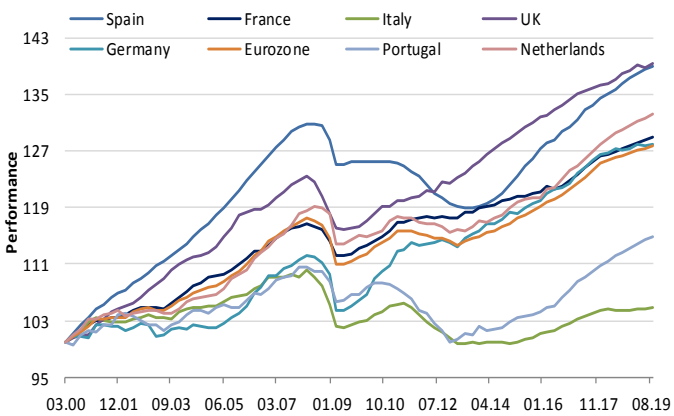
La consommation privée (+0.5%), les exportations (+0.4%), les dépenses publiques (+0.4%) et les investissements (+0.3%) ont tiré la croissance européenne. Dans un environnement pourtant toujours incertain, ces résultats contrastent positivement avec les difficultés toujours rencontrées par le secteur manufacturier. Ces facteurs positifs semblent plus résilients et soutiennent un optimisme raisonnable sur la capacité de l'économie européenne à éviter un ralentissement plus marqué au cours des prochains mois. L'économie européenne devrait croître nettement plus lentement en 2019 (+1.1%) qu'en 2018 (+1.9%), alors que les risques de récession sont évalués à moins de 20% pour 2020.

Les indicateurs avancés laissent planer le doute

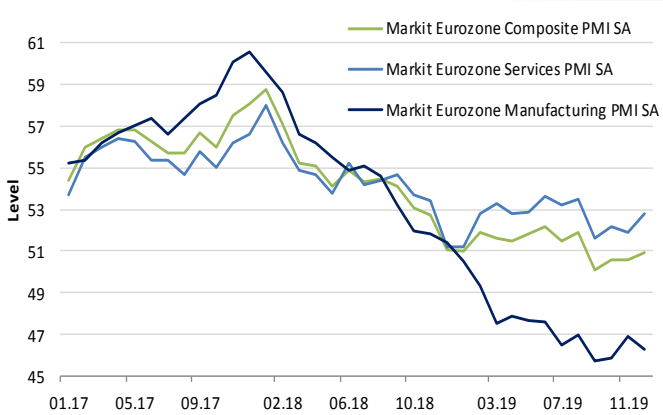
La très grande majorité des indicateurs avancés PMI composite nationaux restent encourageants et assez largement au-dessus du seuil de croissance de 50. Le PMI composite de la zone euro a légèrement rebondi en novembre et remonte de 50.3 à 50.6. L'amélioration de l'indicateur global est due à une hausse du sentiment aussi bien dans le secteur manufacturier que dans les services.

Le PMI manufacturier, malgré une hausse de 0.3 point à 46.9, reste toutefois loin de son seuil théorique de croissance et constitue toujours une source d'inquiétude importante pour le secteur industriel européen. Le PMI des services profite de son côté d'un rebond de 0.4 point pour se situer à 51.9 en novembre. Si dans l'absolu cette valeur est synonyme de croissance, il faut souligner qu'elle reste l'une des plus basses depuis 2014.

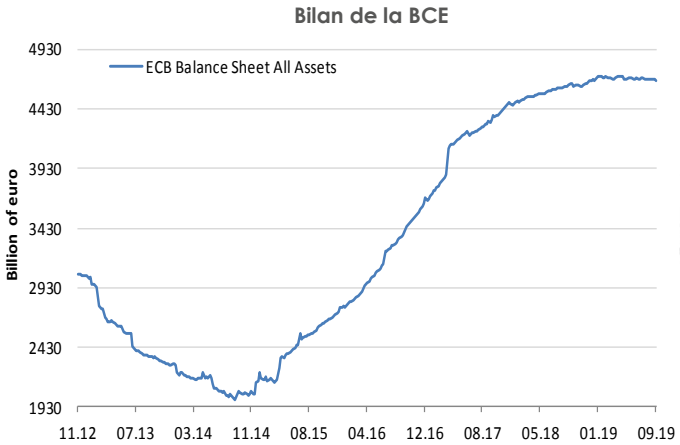
Croissance du PIB - Eurozone

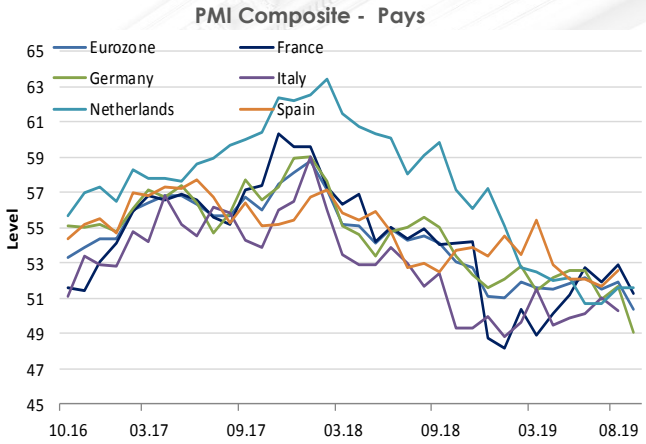


PMI manufacturier, service et composite - Eurozone



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group





L'Allemagne résiste à la chute de son secteur industriel

L'indice manufacturier allemand a touché un plus bas en septembre à 41.7 avant de rebondir assez significativement en octobre et novembre (44.1). Le baromètre des directeurs d'achat dans l'industrie est ainsi tombé plus bas qu'au creux conjoncturel de l'été 2012. Malgré cette reprise, la confiance est encore loin d'annoncer une reprise de la production après deux ans de déclin. Pour l'heure les craintes d'une contamination aux autres secteurs de l'économie ne sont heureusement que modérément confirmées. L'indice PMI des services a subi une baisse au second semestre 2019 de 55.8 (juin) à 51.7 (novembre), mais celle-ci reste contenue au sein d'une bande de fluctuation historique positive soutenant des perspectives de croissance de ce segment. En ce qui concerne la construction, le rebond des trois derniers mois offre de nouvelles perspectives plus favorables avec la hausse de 46 à 52 points entre le mois d'août et le mois de novembre. La production industrielle allemande poursuit cependant sa décente aux enfers en enregistrant en octobre une nouvelle contraction de -1.7% sur un mois et -5.3% sur un an. L'impact du ralentissement allemand sur la production industrielle de la zone euro est sérieux, mais dans l'ensemble la production industrielle européenne résiste et affiche une croissance encore légèrement positive de +0.1% en octobre.

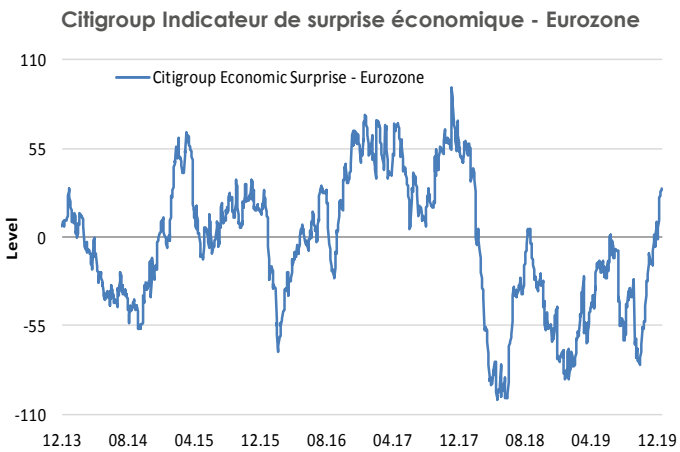
La confiance des consommateurs ne profite pas de la baisse des tensions commerciales

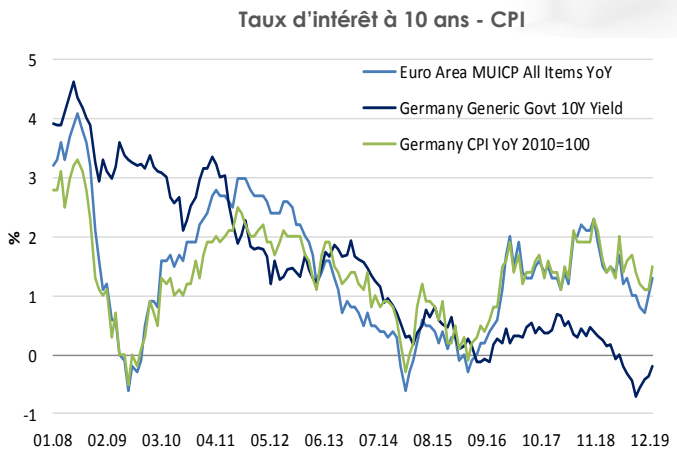
Le marché de l'emploi s'est stabilisé et le taux de chômage des pays de la zone euro est resté inchangé à 7.5% au niveau qui prévalait en fin d'année 2008, ce qui correspond à une baisse du chômage de 35% par rapport au sommet de 12% atteint en 2013. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, s'est stabilisé mais ne parvient pas à suggérer une amélioration des perspectives. L'indicateur de confiance des consommateurs sur les attentes économiques en Allemagne semble un peu plus dynamique et réalise sa plus forte progression mensuelle depuis neuf ans. L'indicateur témoignant du climat général de consommation pour décembre est cependant moins volatil et ne progresse que marginalement de 9.6 à 9.7 en novembre. C'est du côté des attentes en matière de cycle conjoncturel que le rebond semble le plus net avec une hausse de 15.5 points de l'indicateur. Les indices de confiance pour l'Allemagne laissent ainsi entrevoir un net changement de tendance. La diminution des tensions commerciales et les baisses de taux observées aux Etats-Unis, ainsi peut -être que les développements politiques relatifs au Brexit, ont certainement influencé favorablement l'optimisme des ménages.

Pas de nouvelles baisses de taux de la BCE

Après sa dernière intervention du mois d'octobre limitée à une baisse de -0.1% de ses taux directeur, la Banque centrale européenne ne devrait pas procéder à de nouvelles baisses de taux au cours des prochains mois si les conditions économiques ne montrent pas de dégradation manifeste. Le consensus attendait pourtant il y a peu de temps encore une nouvelle baisse de taux en juin 2020, mais c'est désormais plutôt un statu quo jusqu'en en 2022, avant une première hausse, qui semble être le scénario le plus partagé. Malgré les risques persistant d'un ralentissement en zone euro poussé par une situation économique délicate en Allemagne, la politique monétaire actuelle est jugée suffisante pour contrer ce risque. Les derniers chiffres d'inflation de novembre (-0.3%) ont cependant ravivé les risques de déflation.

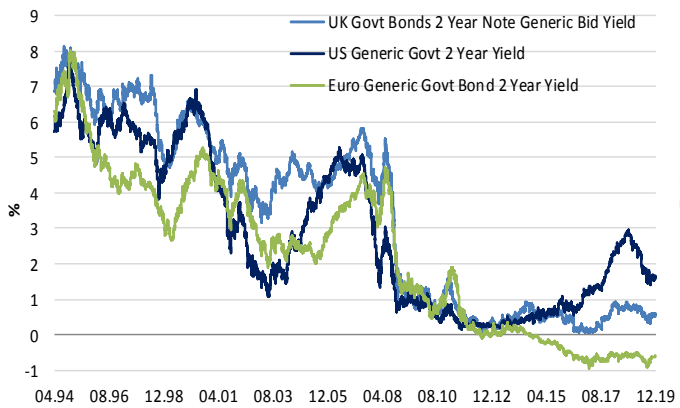
La nouvelle présidente de la BCE Christine Lagarde tiendra sa première conférence de presse le 12 décembre, qui devrait naturellement s'inscrire dans la continuité. Elle abordera certainement plutôt le thème des orientations stratégiques à long terme et peut-être l'idée d'intégration de la question du changement climatique dans l'analyse globale de la BCE. Plus concrètement, les projections économiques attendues pourraient être un peu plus optimistes, sans pour autant s'éloigner des tendances déjà annoncées. En ce qui concerne le programme de rachat d'actifs et d'injection monétaire, les commentaires de Christine Lagarde détaillant l'action menée au cours du premier mois de relance seront des éléments importants.



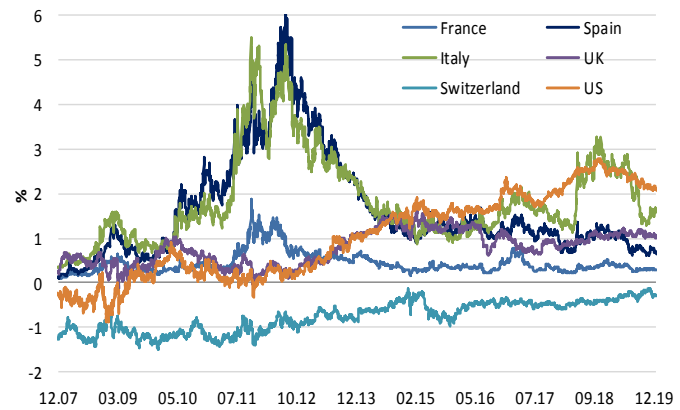


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

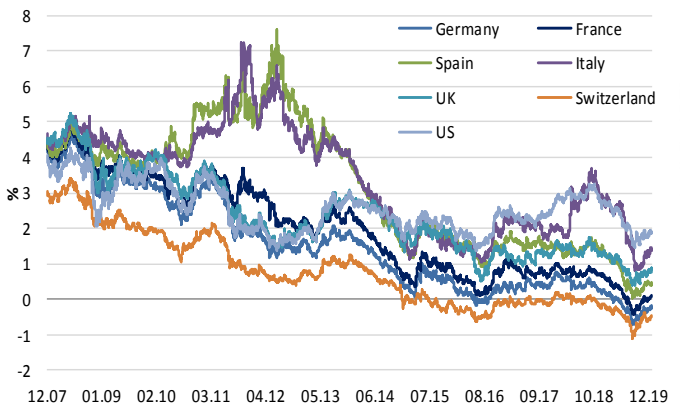
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



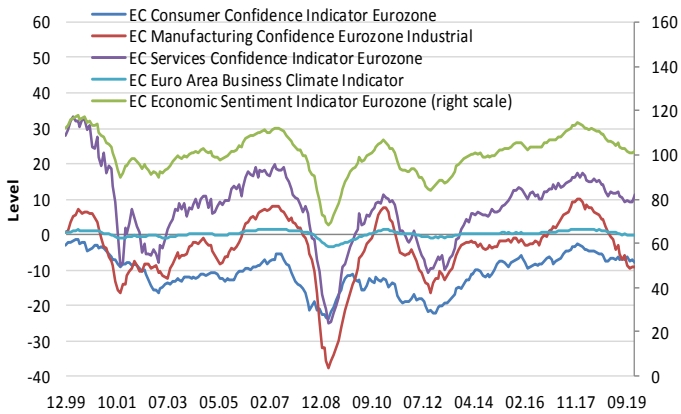
Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Reprise possible de l'euro

La dégradation des conditions économiques en zone euro essentiellement due à la situation spécifique du secteur manufacturier allemand n'avait pas provoqué de défiance massive des investisseurs envers l'euro au 1er semestre.

L'accroissement de l'incertitude générale en juillet et août avait ensuite provoqué une petite phase de faiblesse, qui s'est finalement stabilisée avec un taux de change euro/dollar au-dessus de 1.10. Le différentiel de rendement reste en faveur du dollar de manière assez nette tant à court terme que sur les plus longues échéances.

Cependant, il nous semble aujourd'hui que le niveau actuel de l'euro intègre l'essentiel des anticipations négatives concernant les risques pour l'économie allemande. Les mesures de soutien annoncées par la BCE devraient redonner des couleurs à l'euro à moins que les pressions commerciales de Donald Trump ne finissent pas cibler plus activement et plus durement l'Allemagne.

Une normalisation des perspectives de croissance pourrait cependant favoriser un retour des investisseurs sur la devise européenne aux niveaux actuels soutenant une remontée des taux euro/USD et euro/CHF à 1.14. Rendements réels un peu moins négatifs mais toujours favorables à l'investissement

L'inflation est passée en territoire négatif en novembre avec une chute de -0.3% sur le mois. Sur un an, l'indice CPI rebondi de +0.7% à +1.0%, tandis que l'inflation hors alimentation et énergie est à peine de +1.3%. Du côté des prix à la production, les données d'octobre sont à peine positives sur un mois (+0.1%), mais la chute du PPI atteint désormais -1.9% sur douze mois. Les indices de prix à la production ont décéléré nettement depuis leur pic de hausse (+4.9%) en octobre 2018 et sont en zone rouge maintenant depuis août 2019.

Avec la baisse de l'inflation et une reprise d'environ 40 points de base des taux longs au cours du dernier trimestre, les rendements réels ont en fait progressé sensiblement en zone euro. Le rendement réel calculé sur les échéances longues est passé de -1.3% à la fin août à -0.6% aujourd'hui. Cette correction des rendements réels en euro ne devrait pas avoir une influence majeure sur le coût de financement des investissements, de la consommation à crédit ou du financement hypothécaire. Les rendements réels négatifs, même réduits, favoriseront encore en 2020 une relance de la demande et des investissements ces prochains trimestres.

Nette remontée des taux longs

On assiste depuis plus de trois mois à un changement partiel, mais assez significatif des anticipations des investisseurs en matière de perspectives conjoncturelles et de niveau relatif approprié des taux d'intérêt. Il y a quelques mois encore, la chute des taux en euros trouvait sa justification dans les risques réels de récession qui pouvaient toucher l'Allemagne. Au cours des derniers mois, l'abaissement relatif des incertitudes a permis une revalorisation progressive des rendements qui a pratiquement effacé l'exagération constatée en août.

L'inversion de la courbe des taux en euro pendant l'été s'est donc à nouveau un peu normalisée pendant l'automne avec une hausse des taux à dix ans de -0.71% en août à -0.3% en novembre. Le marché des capitaux en euro est en train de prendre en compte une baisse des risques de récession, mais n'est pas encore prêt à parier sur une véritable reprise conjoncturelle et une évolution plus positive de l'inflation qui seront sans doute indispensables à toute remontée des rendements en terrain positif.

Les actions européennes restent plus attrayantes que les valeurs américaines

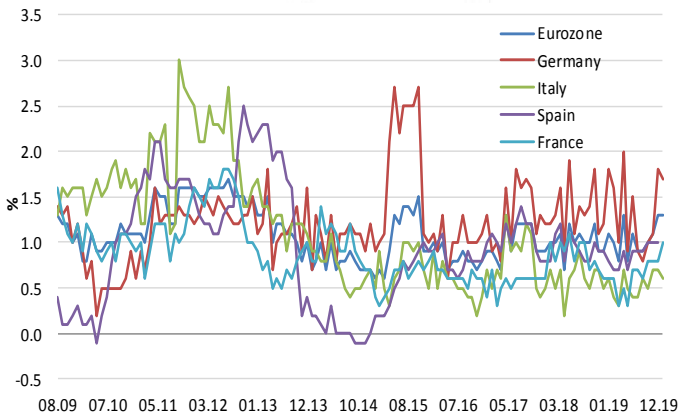
La performance des actions européennes (+19.5%) reste inférieure à celle du marché américain +26.7% depuis le début de l'année. Cependant, la surperformance des titres américains semble essentiellement liée aux rachats d'actions des sociétés. Corrigée de cet effet, la performance des titres européens est en fait similaire. En fin d'année, la valorisation des actions européennes reste toujours attrayante. Avec une valorisation de 15.9x les profits attendus pour 2020, elles bénéficient d'un discount de près de -20% par rapport aux actions américaines dont le niveau de PE pour l'exercice 2020 est de 19.2x.

Depuis le 15 août, date du renversement de tendance sur les marchés de taux et sur les marchés actions, les performances des deux marchés ont été presque identiques aussi bien en monnaies locales que dans l'une ou l'autre devise. La persistance de taux bas en zone euro devrait favoriser un retour d'intérêt des investisseurs pour les titres européens et une phase d'expansion des PE.

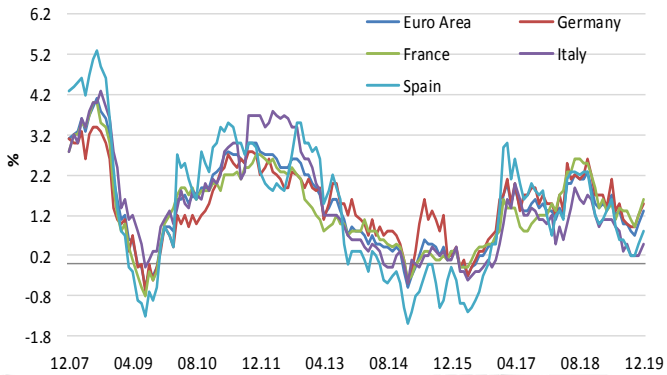
Au-delà du niveau plus attrayant de valorisation, les sociétés européennes offrent aussi un rendement très nettement supérieur à celui servi par les sociétés américaines. Le rendement de 3.3% est ainsi 80% plus élevé que celui offert par les valeurs du S&P500 en moyenne (1.85%). Cet écart de valorisation est peut-être pour l'instant explicable par la perception d'une plus forte sensibilité des valeurs européennes à des chocs externes tels que le ralentissement en Chine ou dans les pays émergents.

Les investisseurs sont donc peut-être plus convaincus pour l'instant par la capacité des sociétés américaines à faire face à de tels chocs que les valeurs européennes. Une meilleure conjoncture devrait être par conséquent la clé d'une surperformance des actions européennes.

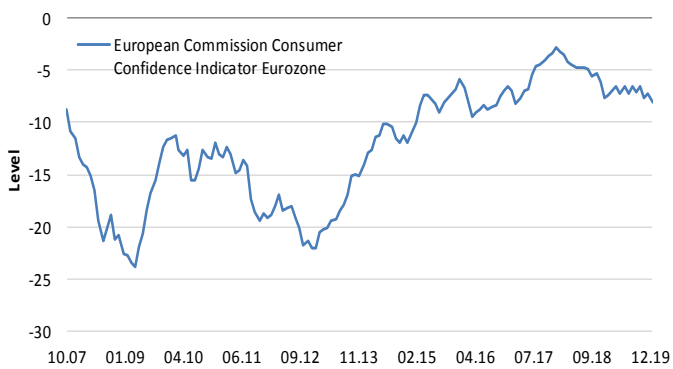
Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



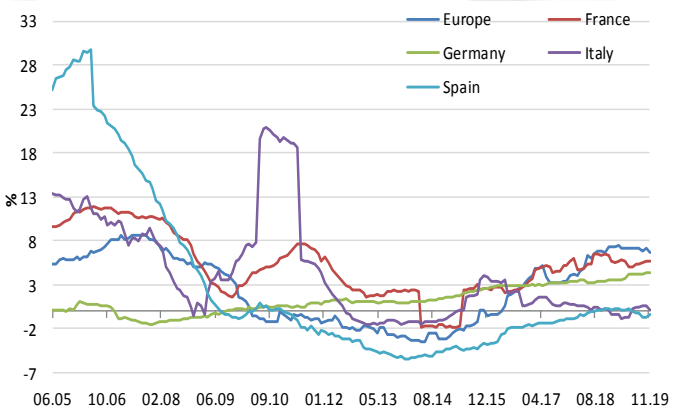
Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



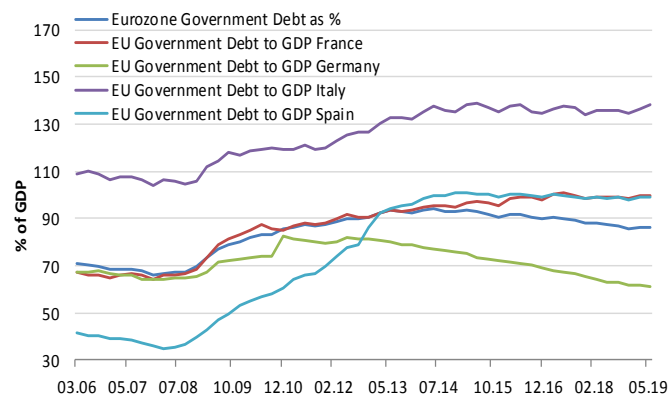
Confiance des consommateurs - Eurozone



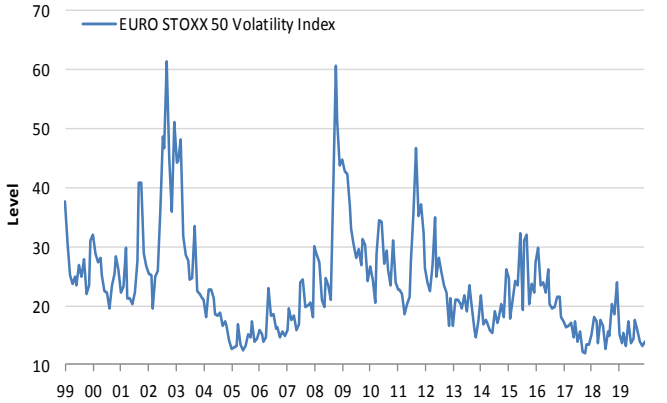
Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



Endettement des gouvernements



Indicateur de volatilité - Eurozone



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Royaume-Uni

- Le peuple britannique veut en finir avec les atermoiements politiques du Brexit
- La BoE prête à une baisse des taux directeurs
- Amélioration de la confiance des ménages
- Point mort pour l'immobilier
- Le marché des capitaux restera peu attrayant

Le peuple britannique veut en finir avec les atermoiements politiques du Brexit

Les résultats des élections législatives ont enfin redistribué les cartes en donnant une majorité très nette aux conservateurs. Comment ne pas considérer cette victoire comme celle du 1er ministre qui aura désormais toute la liberté pour entreprendre les réformes domestiques qu'il a annoncées et mettre en œuvre le Brexit dans les meilleurs délais. Les britanniques ont clairement suivi son slogan « Get Brexit done » en voulant ainsi mettre un terme aux atermoiements de la classe politique britannique qui a fini par les exaspérer. Sa nouvelle majorité parlementaire devrait ainsi lui permettre de faire passer sans difficultés son accord de Brexit à la Chambre des Communes avant la date du 31 janvier. Le Brexit aura donc bien lieu. Il restera cependant à en définir les contours lors des négociations qui vont s'engager en 2020 avec l'Union européenne. Boris Johnson pourrait toutefois être moins dépendant des « durs » du parti grâce à cette large majorité et aux 160 sièges d'écart avec le parti travailliste dont il dispose maintenant. Difficile cependant de déterminer à ce stade quelle sera la stratégie suivie, mais l'évolution récente de la livre sterling suggère que les milieux économiques intègrent un peu plus de chances de voir un Brexit plus « soft » se concrétiser.

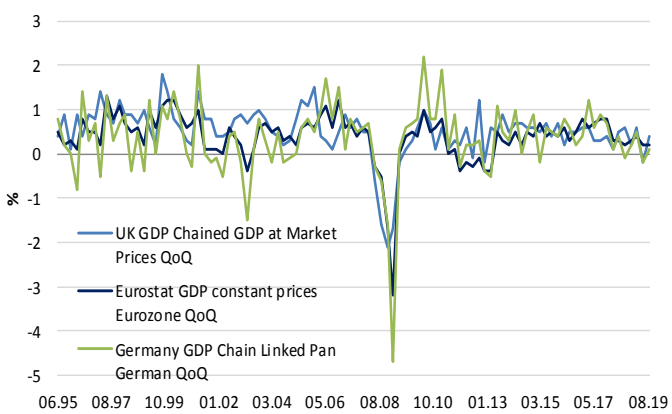
Récession technique évitée au 3ème trimestre déjà suivie d'une baisse du PIB en octobre

La croissance mensuelle du PIB britannique était nulle en octobre et de 0% en comparaison trimestrielle par rapport à l'année précédente. Cette dégradation des conditions économiques suit de près les résultats publiés du PIB au 3ème trimestre qui montraient au contraire une amélioration de la conjoncture au Royaume-Uni. La croissance du PIB de +0.3% au T3 fait suite à une contraction de -0.2% au 2ème trimestre, ce qui permet d'éviter une nouvelle fois une récession technique. Cependant, l'image globale n'est de loin pas rassurante. En rythme annuel, la croissance du PIB glisse encore et s'établit à +1.0%, sensiblement moins cependant que le résultat observé en mars de +1.8%. La consommation et les dépenses gouvernementales étaient en progression de +0.4% et +0.3%, tandis que les investissements stagnaient et que les exportations enregistraient un rebond très net de +5.2% après une baisse de -6.6% au trimestre précédent. Les données fondamentales publiées plus récemment laissent encore entrevoir un 4ème trimestre peu dynamique au Royaume-Uni. Le rebond notable de la production industrielle de -0.3% à +0.1% en octobre et de la production manufacturière de -0.4% à +0.2% est appréciable, mais ce regain d'activité temporaire mérite d'être confirmé au cours des prochains mois. Le secteur de la construction est au contraire à nouveau dans la tourmente. Il a en effet glissé de -0.2% en octobre et chute désormais de -2.1% sur an, un résultat décevant qui montre une nette dégradation de la situation depuis le mois de septembre qui était encore en hausse sur douze mois de +0.5%. Avec la victoire de Boris Johnson et une majorité absolue désormais pour le camp des conservateurs, les perspectives de croissance pourraient s'améliorer. Une réduction des incertitudes pourrait relancer les investissements, mais en l'absence de réelle clarté sur les implications de la future stratégie de sortie de l'UE ces réactions positives devraient rester limitées.

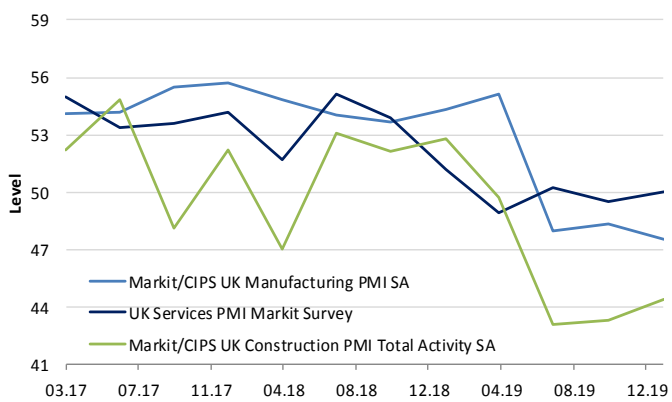
La BoE prête à une baisse des taux directeurs

Dans le contexte actuel de faiblesse de l'économie britannique, la Bank of England restera particulièrement prudente et attentive à tout risque de dérapage. Elle ne devrait donc en tout cas pas modifier sa politique monétaire accommodante. Elle pourrait cependant être tentée de réduire ses taux directeurs à court terme afin de contrer les risques toujours plus présents de récession. La hausse très sensible de la Livre, ainsi que la baisse de l'inflation, devraient lui donner un peu plus de marge de manœuvre. La banque centrale britannique attendra sans doute de voir quel type de Brexit sera finalement recherché par le 1er ministre britannique. Quel que soit l'accord qui sera négocié avec l'UE les risques à plus court terme restent importants. Dès lors, la BoE sera certainement encline à soutenir la conjoncture par une baisse de taux en début d'année 2020.

Croissance trimestrielle du PIB - UK

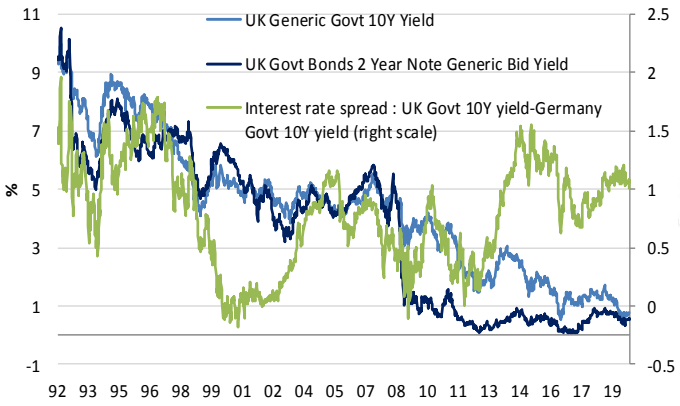


PMI manufacturier, services et construction - UK

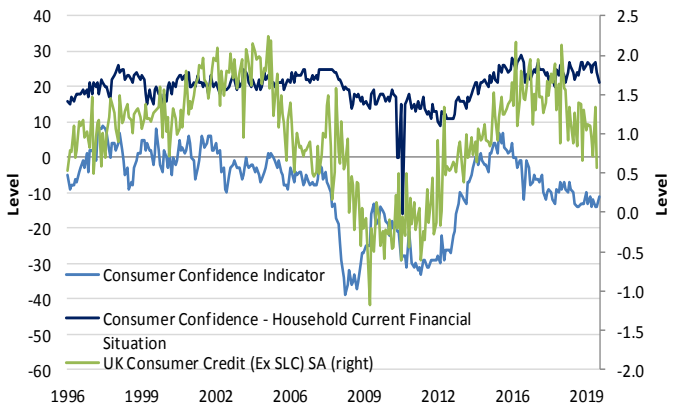


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

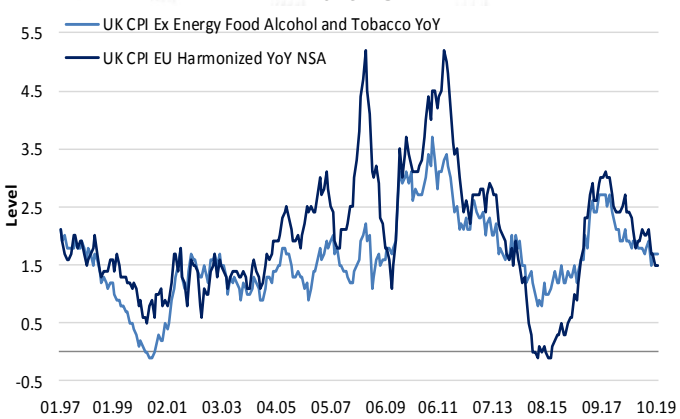
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



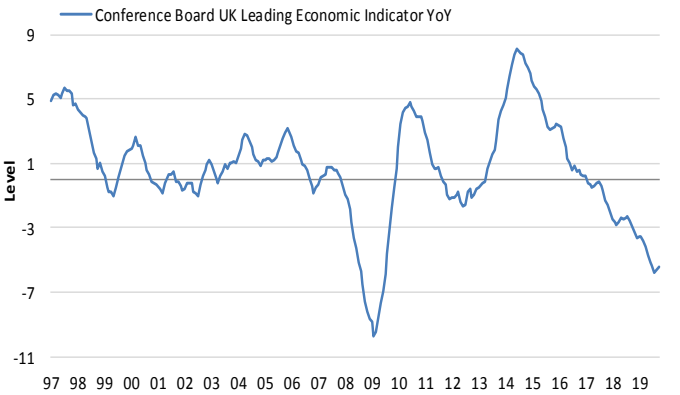
Confiance des consommateurs



Inflation CPI



Indicateur avancé



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Le résultat des élections législatives devrait pousser les indicateurs avancés

Le résultat des élections législatives du 12 décembre a donné une victoire très nette aux conservateurs et au premier ministre Boris Johnson, qui peut désormais compter sur un large soutien populaire. Les britanniques en ont clairement eu assez des atermoiements de la classe politique et ont finalement décidé de « faire » le Brexit quel qu'en soit le prix. La volonté populaire s'est ainsi exprimée en faveur d'une direction claire qui devrait avoir un impact non négligeable sur la psychologie de la population et des décideurs. L'incertitude politique est ainsi écartée sans résoudre pour autant l'ensemble des problèmes concrets qui seront posés par la mise en œuvre du Brexit, mais on assiste bien depuis à une diminution palpable du degré d'incertitude. Le Royaume-Uni peut désormais plus calmement envisager son avenir incertain, ce qui devrait se matérialiser dans des indicateurs de confiance un peu meilleurs et des indices PMI sans doute un peu plus optimistes qu'auparavant.

Les derniers indices PMI manufacturiers avaient déjà rebondi du point bas atteint en août de 47.4 à 48.9 en novembre. La crise politique qui avait exacerbé le mécontentement de la population et accru les incertitudes jusqu'en août, est désormais en passe de se résorber. Nous estimons que l'indicateur PMI manufacturier pourrait rapidement repasser au-dessus de 50 au cours des prochains mois, permettant ainsi d'envisager de meilleures perspectives pour le secteur industriel britannique. La conclusion d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis sur la question commerciale aura également un impact favorable pour l'industrie britannique. L'indice PMI des services avaient aussi subit un déclin significatif jusqu'en novembre, il devrait profiter plus nettement encore d'une amélioration attendue du sentiment et repasser au-dessus du seuil de croissance en début d'année 2020.

Amélioration de la confiance des ménages

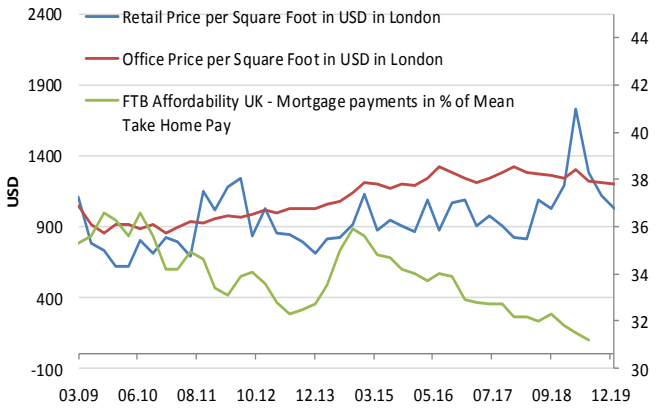
Le consommateur britannique, inquiet à juste titre après un été chargé d'incertitudes et une crise politique qui n'en finissait pas autour de la question du Brexit, devrait être à nouveau un peu plus optimiste en début 2020. L'indicateur de confiance qui était déjà au plus bas des six dernières années en début 2019 est resté faible jusqu'en novembre avant les élections législatives. Dans un contexte pourtant toujours solide pour le marché du travail, cette absence de confiance était essentiellement due aux incertitudes liées au Brexit et maintenait les consommateurs dans une attitude de « wait and see ». Désormais, une meilleure visibilité sur l'avenir du Brexit est assurée par le résultat des élections et quelle qu'en soit l'issue définitive, cela aura un effet positif au cours des prochaines semaines sur la confiance des ménages.

Les derniers chiffres de progression des salaires sur un an de +3.6% restent élevés, bien qu'en très léger retrait, et se situent toujours au plus haut des dix dernières années. Le taux de chômage se stabilise à 3.8% en septembre, toujours au plus bas du cycle, mais les créations d'emploi ont chuté en territoire négatif depuis deux mois, enregistrant une destruction d'emploi de -58'000 postes en septembre. La hausse des salaires qui avait atteint +3.8% sur un an en juillet s'est légèrement tassée à +3.6% en septembre, mais elle reste très largement supérieure à l'inflation (+1.5% ou +1.7% ex alimentation et énergie), ce qui permet au pouvoir d'achat de progresser en 2019 de près de +2%. Cela devrait rester le cas dans les prochains trimestres, notamment grâce à la hausse de la Livre sterling qui contiendra certainement l'évolution de l'inflation en-dessous des attentes actuelles de 3.1% pour les douze prochains mois.

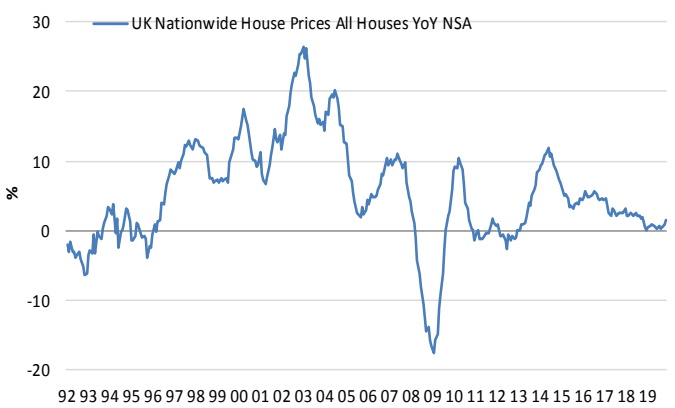
Point mort pour l'immobilier

Le PMI de la construction reste en zone de contraction à 45.3 en novembre. Les diverses mesures d'évaluation des tendances pour les prix de l'immobilier suggèrent encore un tassement des prix et une stagnation assez généralisée. La mesure de l'évolution des prix publiée par la Nationwide Building Society confirme la stagnation des prix de l'immobilier à peine en hausse de +0.8% sur un an. Les données mensuelles ont été quelque peu volatiles en 2019, mais si le marché immobilier résiste pour l'instant à l'incertitude liée au Brexit, il ne montre plus d'engouement de la part des acheteurs.

Prix de l'immobilier au m2



Croissance des prix de l'Immobilier



A moyen terme, le déséquilibre du marché immobilier devrait encore soutenir la demande et les prix, en particulier si les coûts de financement restent durablement aussi bas qu'ils le sont aujourd'hui et si les conditions du marché du travail restent robustes. La croissance des salaires s'est stabilisée et les taux hypothécaires sont toujours historiquement très bas. Les approbations de crédits hypothécaires déclinent encore à 64'600 dossiers acceptés pour le troisième mois consécutif.

Le marché des capitaux restera peu attrayant

Depuis la dernière baisse des taux à long terme au Royaume-Uni pendant l'été, le déclin de 1.6% en septembre 2018 à seulement 0.4% à la fin août 2019, a été suivi d'une reprise rapide au-delà de 0.8%. Le contexte international s'est un peu amélioré pendant cette période, mais les risques économiques sont restés importants pour le Royaume-Uni, toujours en quête d'une solution politique au Brexit.

L'incertitude liée à l'absence de solution au Brexit et les risques d'un réel effondrement de l'activité en cas de « no deal » avaient d'abord poussé les taux longs en dessous des plus bas niveaux atteints juste après le référendum de 2016. Les résultats des élections législatives devraient renforcer la tendance observée depuis trois mois et pousser un peu plus haut les rendements en Livres sterling au-delà de 1%. Cependant, le marché des capitaux en Livres sterling ne nous semble toujours pas très attrayant en raison de rendements encore sensiblement inférieurs à ceux des marchés en dollars US, dollars australiens et dollars canadiens. Les risque politiques semblent clairement s'estomper, mais si les chances augmentent désormais de voir un prochain Brexit ordonné se concrétiser, sa forme reste encore à être définir par Boris Johnson.

Les risques pour l'économie britannique sont encore élevés pour le début de l'année 2020, après un dernier trimestre en croissance nulle. Il faudra peut-être encore s'armer de patience pour voir une reprise économique sensible au Royaume-Uni, mais si le marché de l'emploi reste vigoureux et que le pouvoir d'achat continue de bénéficier d'une hausse des salaires supérieure à celle de l'inflation, une reprise de la consommation, des services et de l'industrie pourrait surprendre en 2020. Une sortie du Royaume-Uni négociée est désormais plus probable et les risques de récession devraient alors être ajustés à la baisse avec comme corollaire une probable hausse graduelle des taux longs et une stabilisation possible de la Livre. Les risques de détenir des obligations en Livres sterling nous semblent suffisants dans ce contexte pour éviter un positionnement trop agressif à ce marché. Dans ce contexte incertain, nous recommandons aux investisseurs internationaux d'éviter toute exposition au marché des capitaux en livre sterling et de se positionner sur d'autres segments obligataires.

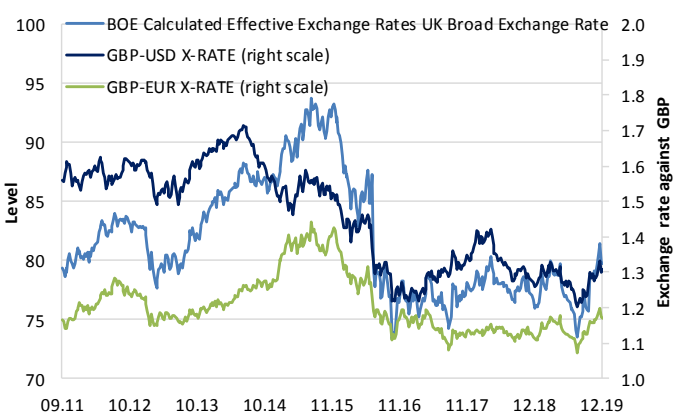
Un futur Brexit plus favorable à la livre ?

Nous l'avons déjà évoqué, la livre sterling restera encore longtemps influencée par la situation politique britannique et par la forme définitive du Brexit. La livre avait cédé -20% contre le dollar US après le référendum de juin 2016 en chutant de 1.50 à 1.20. En 2019, elle regagnait plus de +10% en rebondissant à 1.35 en anticipation d'un résultat politique clair à la suite des élections de décembre et d'une direction enfin plus lisible pour l'avenir des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Nos prévisions d'une stabilisation de la livre au-dessus de 1.24 et d'une progression vers 1.30-1.35 en anticipation d'une victoire des conservateurs nous semblent maintenant réalisées. Par conséquent, nous n'envisageons plus de hausse significative de la Livre sterling pour le premier trimestre 2020.

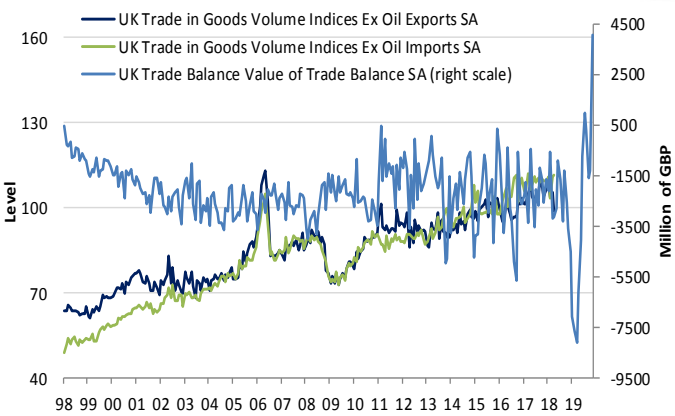
Incertitude persistante sur les actions et l'immobilier

L'environnement politique et boursier nous semble moins incertain désormais, cependant le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble pas beaucoup plus attrayant en termes relatifs que celui du marché obligataire. Nous maintenons donc notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant. Du côté de l'immobilier titrisé, les risques d'une nouvelle dégradation des conditions de marchés nous semblent suffisants pour recommander de rester en position d'attente. Rappelons que la banque d'Angleterre évoquait une chute possible de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

Taux de change effectifs de la livre sterling



Balance commerciale - Exportations - Importations



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Japon

- Le PIB japonais est pratiquement au point mort au T3 (+0.1%)
- Nouvelle chute des exportations
- Décélération de la consommation
- Marge de manœuvre très réduite pour la BoJ

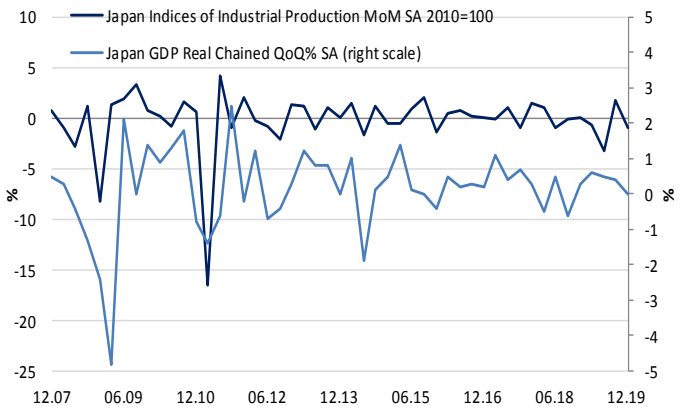
Le PIB japonais est pratiquement au point mort au T3 (+0.1%)

La croissance du PIB japonais a très nettement ralenti au 3ème trimestre sous l'impulsion d'une nouvelle contraction des exportations. La croissance trimestrielle de +0.1% est nettement inférieure à celle du 2ème trimestre (+0.3%) déjà en déclin par rapport au début d'année (+0.5%). Sur un an, la performance de l'économie japonaise n'est plus que de +0.2% et s'inscrit en net décélération par rapport au précédent résultat de +1.3% (révisé à +1.8%) à la fin juin. L'économie japonaise souffre toujours plus de la baisse de ses exportations et des tensions commerciales qui n'en finissent pas de mettre sous pression la demande internationale de produits manufacturiers. Cette performance est très nettement inférieure aux attentes des prévisionnistes qui attendaient une croissance de +0.9% en rythme annuel. L'économie japonaise a également été touchée par les tensions avec la Corée et par les catastrophes climatiques comme le thypon Hagibis, des facteurs qui ne devraient cependant plus être présents au T4. La hausse des dépenses d'investissement (+0.9%) s'est renforcée, tandis que celle des dépenses publiques (+0.8%) a marqué le pas par rapport aux résultats du trimestre précédent. La consommation privée, les dépenses d'investissement, la construction et les dépenses publiques ont eu des contributions positives. Les contributions négatives sont venues de la baisse des stocks et de la chute des exportations nettes, notamment des exportations de services en partie liées à la chute du tourisme coréen au Japon. La consommation s'est plutôt bien tenue pendant cette période en avançant de +0.4% juste avant l'introduction de nouvelles taxes au début du 4ème trimestre, soit un peu mois que les +0.6% attendus. Cependant, les risques subsistent de voir un ralentissement de la demande privée, consécutif à cette introduction, affecter la performance économique du dernier trimestre. En comparaison historique, l'excédent de demande de consommation au T3 juste avant l'introduction de cette taxe a été très inférieur à celui observé en 2014, qui avait conduit ensuite à une très forte chute de l'activité dans les mois suivants. Afin de mitiger les éventuels effets de cette taxe sur la croissance, le premier ministre Shinzo Abe devrait annoncer un « paquet fiscal » visant à stimuler l'économie. L'ampleur de ces mesures de soutien sera un facteur déterminant pour l'économie japonaise au cours des prochains mois. On évoque aujourd'hui plusieurs chiffres pour ce futur programme de soutien économique allant de 3 à 6 trillions de yens, soit de 28 à 55 milliards de dollars.

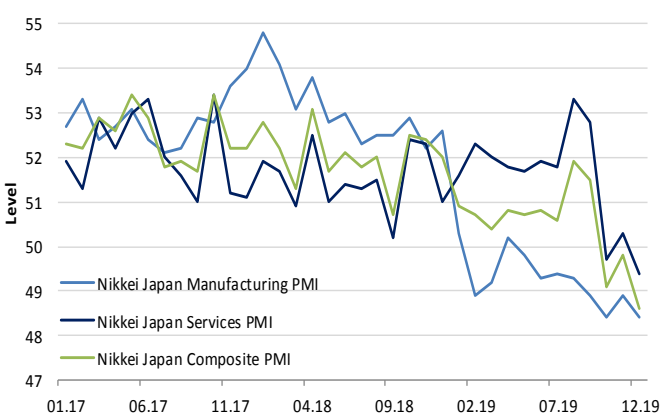
Nouvelle chute des exportations, mais la balance commerciale redevient excédentaire

Les exportations japonaises ont encore souffert en novembre et enregistrent même leur plus forte chute (-9.2%) depuis trois ans. La crise ouverte avec la Corée a eu un impact significatif sur l'économie, au travers du boycott de produits japonais tout d'abord et par l'effondrement du tourisme coréen au Japon ensuite. Ce facteur est certainement très temporaire, mais il a contribué à ce que les exportations enregistrent une onzième baisse consécutive, qui souligne les difficultés du secteur dans l'environnement commercial incertain qui règne depuis plusieurs trimestre. Le déclin s'est avéré également très fort aussi bien avec les Etats-Unis (-11.4%) qu'avec la Chine (-10.3%). Les secteurs automobile et acier ont particulièrement souffert de l'affaiblissement de la demande externe. En dépit des annonces suggérant que la Chine et les Etats-Unis sont en passe de trouver un accord, l'incertitude subsiste et freine les commandes. La chute des exportations devrait être prise en considération par les autorités japonaises lors de la définition de leur plan de soutien économique, qui aura pourtant sans doute de la peine à se situer dans le haut de la fourchette des attentes. Ces développements suggèrent que l'économie japonaise est à court terme un peu plus dépendante qu'auparavant de la consommation. La balance commerciale japonaise, historiquement excédentaire pendant la précédente décennie et négative entre 2011 et 2015, est devenu déficitaire pendant quelques mois, mais elle enregistre un nouvel excédent en octobre de 17.3Md de yen grâce à la chute des importations de -14.8%. La situation ne devrait pas évoluer significativement au 4ème trimestre, nous estimons que la balance commerciale ajustée sera proche de l'équilibre. Une reprise conjoncturelle en 2020 ne pourra se concrétiser qu'avec une participation plus nette du secteur exportateur, nous envisageons donc le 1er trimestre un peu plus favorablement pour les exportations japonaises, qui pourraient progresser plus rapidement que les importations.

PIB et production industrielle

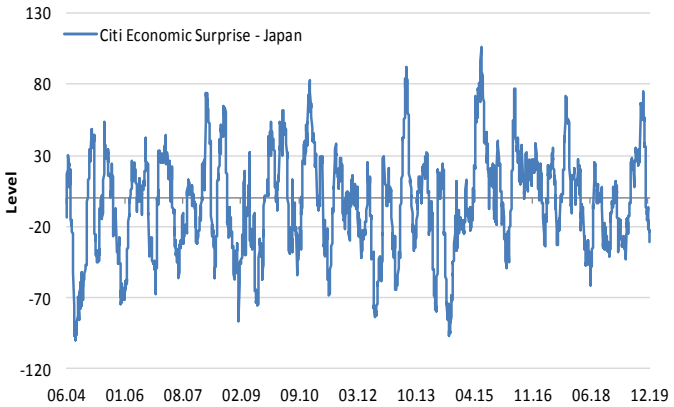


PMI Composite, manufacturier, services - Japon

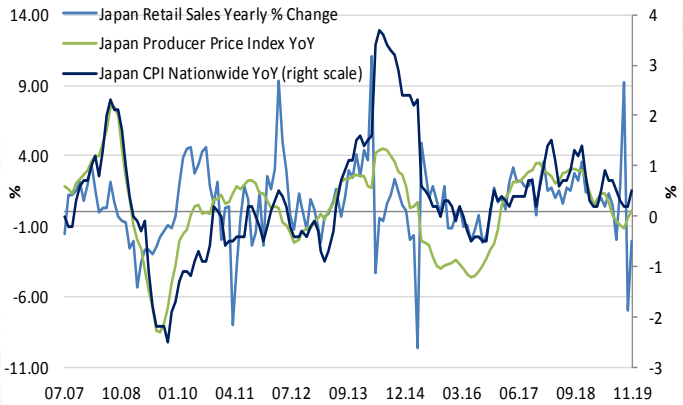


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Indicateur de surprise économique



Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Les exportations japonaises ont souffert du fléchissement de la demande mondiale et de la conjoncture dans le secteur manufacturier, elles auront besoin d'une amélioration des conditions dans ce domaine et d'une faiblesse même relative du yen pour envisager un changement notable de tendance. Le différentiel de taux d'intérêt nominaux, très largement pénalisant pour le yen, est en fait contré par l'évolution des taux d'intérêt réels qui empêchent pour l'instant toute dépréciation du yen favorable à la reprise des exportations. Les parlementaires japonais de la Chambre haute ont approuvé le 4 décembre l'accord commercial avec Washington qui pourrait idéalement entrer en vigueur dès le 1er janvier 2020. Cet accord porte sur les importations et exportations de produits agricoles, ainsi que sur le commerce en ligne et autres activités du web. Ce développement réduit le niveau d'incertitude qui pesait jusqu'à présent sur l'évolution des relations entre le Japon et les Etats-Unis.

Décélération de la consommation malgré une amélioration de la confiance des ménages

La confiance des consommateurs enregistre en novembre son deuxième mois consécutif de reprise sensible après vingt longs mois de déclin. Le rebond est notable et constitue un facteur positif suggérant que l'augmentation de la TVA ne constitue pas un facteur pénalisant la consommation privée. Les difficultés du secteur manufacturier n'ont encore qu'un impact très réduit sur le taux de chômage qui rebondi cependant de 2.2% à 2.4% en octobre.

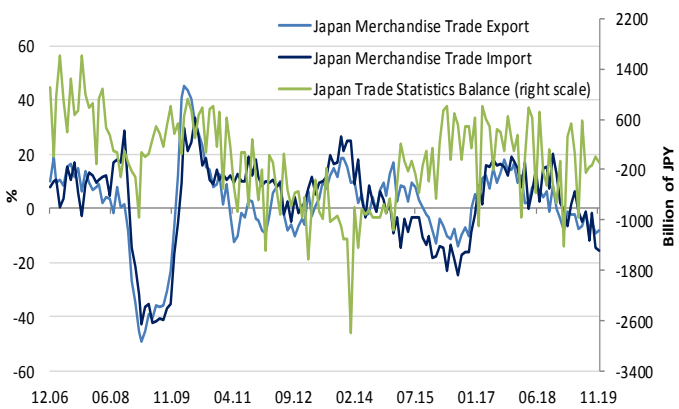
Le marché de l'emploi reste tendu, mais le ratio d'emplois disponibles par demandeur (1.57) devrait encore décliner sous l'impulsion de la diminution de la demande dans le secteur manufacturier. Dans un contexte plus difficile, les entreprises se tournent à court terme un peu plus vers des emplois à temps partiel. Au 3ème trimestre la consommation réelle des ménages a fléchi de +0.6% à +0.4%, mais les statistiques plus récentes suggèrent un coup d'arrêt sensible en octobre des dépenses de ménages. Les ventes de voitures ont chuté de -26.4% sur un an en octobre avant de se reprendre un peu en novembre (-14.6%). Les ventes des grands magasins ont profité d'une hausse de la demande (+20.7%) avant l'introduction de nouvelles taxes, mais elle subissent un net déclin (-19%) en octobre.

La Banque centrale espère toujours que la situation spécifique du marché du travail débouchera sur des hausses de salaire, une accélération de la consommation et une progression de l'inflation, mais cette dynamique peine encore et toujours à se concrétiser.

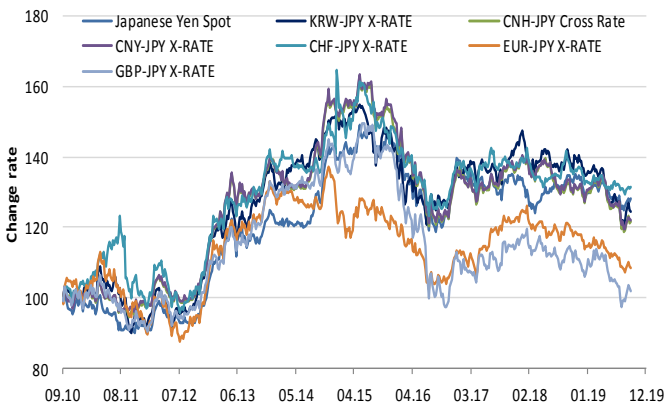
Marge de manœuvre très réduite pour la BoJ

La Banque centrale du Japon a maintenu sa politique monétaire inchangée lors de sa réunion du 31 octobre et ne devrait pas annoncer de changement majeur le 19 décembre pour sa dernière réunion de l'année. Le gouverneur de la banque centrale a récemment relevé que la politique monétaire ultra accommodante menée par la BoJ visait exclusivement a relancer l'inflation et non pas à financer les dépenses gouvernementales. Une remarque faite au moment où le gouvernement s'apprête à annoncer des mesures de soutien économique complémentaires afin de contrer les risques de ralentissement conjoncturels qui menacent. L'avertissement n'aura sans doute pas grand impact sur les politiques qui n'hésiteront certainement pas a prendre des mesures pouvant encore accroitre la dette gouvernementale et son ratio déjà parmi les plus élevés des pays industrialisés. Le gouverneur Kuroda n'hésitera certainement pas à baisser à nouveau les taux directeurs si les indices de prix devaient perdre de leur momentum. Au sein du comité de politique monétaire, les risques déflationnistes sont pris au sérieux, mais la patience semble encore avoir l'avantage. Les derniers chiffres du CPI montrent une stabilisation à 0.2% de l'inflation, ce qui devrait être considéré comme relativement loin de l'objectif de la Banque du Japon. La BoJ se demandera certainement encore en décembre si la hausse du yen et les difficultés du secteur manufacturier sont suffisantes pour justifier une baisse des taux ou si quelques semaines de patience suffiront pour que de meilleures perspectives n'apparaissent enfin. Le gouverneur de la Banque centrale pourrait considérer que la stabilisation des indicateurs avancés manufacturier depuis plusieurs mois est déjà un signe positif et que l'ensemble de l'économie japonaise profitera certainement de l'amélioration de la conjoncture globale, qui ne manquera pas d'intervenir suite aux baisses de taux intervenues aux Etats-Unis et en Europe. La pression est certes élevée sur la BoJ pour agir et tenter notamment d'affaiblir le yen, mais nous ne pensons pas qu'une nouvelle baisse de taux serait le facteur déclencheur approprié.

Balance commerciale en Milliards de JPY



Taux de change (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Chine

- L'économie chinoise reprend confiance
- Les indicateurs avancés annoncent une reprise économique
- La PBOC débute l'année par une baisse de 50 pdb du RRR
- Excellentes perspectives pour les actions chinoises

L'économie chinoise reprend confiance

L'amélioration de la situation économique en Chine semble se renforcer un peu plus encore en décembre. Du côté de la production industrielle, les indicateurs avancés sont en phase d'expansion et notamment l'évolution des exportations coréennes de produit intermédiaires ou produits finis généralement corrélées positivement avec celles de la Chine. Ce changement positif semble être assez généralisé dans les sondages concernant l'évolution attendue des affaires, la demande externe, la consommation domestique et le sentiment de marché. L'accord commercial négocié a déjà un impact positif sur la demande et la production. La croissance de l'économie chinoise devrait être relancée dès le 1er trimestre 2020 grâce à l'amélioration du sentiment, la diminution des incertitudes, la croissance du crédit, la baisse du ratio de réserves requises pour le secteur bancaire et la relance des investissements publics.

Les profits des sociétés industrielles ont bondi de +5.4% en fin d'année sous l'impulsion d'une meilleure demande domestique. Après trois mois de chute des profits qui avaient atteint -9.9% en octobre sur un an, ce rebond est tout à fait réjouissant et devra être confirmé au cours des prochains mois. Cela dit, le taux de croissance du PIB devrait tout de même glisser en dessous de +6% en 2020, mais il est réjouissant de constater que le rebond de la production industrielle en novembre de 4.7% à 6.2% sur un an renverse la tendance de l'été en enregistrant son meilleur résultat depuis juin.

C'est avant tout au secteur privé que cette reprise est due, le segment SOE ayant au contraire poursuivi son déclin. Du côté de la consommation, les ventes de détail ont aussi enregistré une reprise en progressant de +8% sur un an contre une estimation de +7.6%. La phase 1 de l'accord commercial apporte clairement un nouvel élan à l'économie chinoise qui ne signifie toutefois pas que de nouvelles faiblesses sont exclues. Les autorités chinoises vont certainement maintenir leur politique de soutien conjoncturel fiscal et monétaire.

Les indicateurs avancés annoncent une reprise économique

L'indicateur avancé China Caixin PMI du secteur manufacturier termine l'année en phase d'expansion pour le cinquième mois consécutif. La faiblesse constatée au 2ème trimestre et les risques de nouvel effondrement de l'activité semblent clairement écartés par la progression de 48.3 en janvier à 51.5 en décembre. Il est important de souligner que si le chiffre absolu de cet indicateur avancé n'est pas si éloigné du point d'expansion/contraction de 50, le niveau de novembre 2019 à 51.8 constitue en fait le point le plus élevé des cinq dernières années.

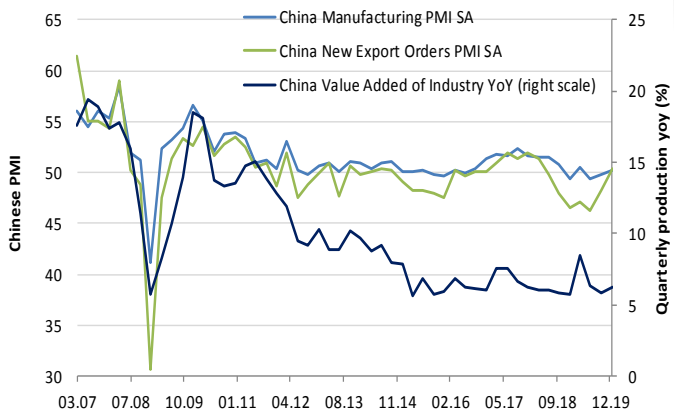
La phase 1 d'un accord avec les Etats-Unis n'aura pas un impact concret sur la dynamique économique chinoise, mais la signature de celui-ci devrait cependant avoir un effet sur le sentiment des directeurs d'achat. Le secteur exportateur devrait voir une amélioration de ses perspectives et la production industrielle devrait aussi s'en trouver renforcée. Les autorités chinoises vont poursuivre leurs efforts de soutien et une trêve pendant la période électorale américaine aurait une influence positive également sur le sentiment des consommateurs et des industriels. L'amélioration des PMI manufacturier devrait dans un tel contexte se consolider.

Hausse du CPI due à l'envolée des prix du porc

L'inflation en décembre (2.9%) s'est approchée de l'objectif fixé à 3% par la PBOC et se stabilise, tandis que la progression de l'indice hors alimentation et énergie restait limitée à 1.4%. La situation particulière du segment alimentation due à l'envolée des prix du porc explique 2.3% de la hausse de l'indice général des prix à la consommation. Du coté des indices de prix à la production, les prix ont décliné de -0.3%, mais l'économie chinoise est en phase de reprise et cette tendance devrait se renverser en 2020 sous l'impulsion notamment de hausses des prix des matières premières.

Croissance du PIB YoY

PMI et production industrielle



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)

Exportations - Importations (YoY)

La PBOC débute l'année par une baisse de 50 pdb du RRR

La PBOC a débuté l'année par une baisse de taux de 50 points de base dans son ratio de réserves requises pour les banques (RRR). Cette décision intervient un peu avant le nouvel an chinois dans le but d'accroitre la liquidité disponible dans le secteur bancaire. Elle libère ainsi 800 milliards de yuan, soit près de 115 milliards de dollars US de liquidités pour financer l'activité économique du pays et notamment le développement des petites entreprises sur le plan local. Il s'agit de la huitième baisse de ce taux depuis 2018. Cette action devrait encore améliorer la confiance des intervenants et supporter l'économie qui semble en phase de reprise depuis quelques temps. L'abaissement du niveau de réserves requises à 12.5% (17% en début 2018) porte à 4.5% la diminution du RRR en deux ans. Celui-ci reste cependant encore relativement élevé en comparaison internationale.

La banque centrale chinoise devrait maintenir sa politique monétaire accommodante dans les prochains mois, même si elle pourrait progressivement diminuer l'amplitude de ses actions. Le taux d'intérêt à un an « loan prime rate » actuellement de 4.3% pourrait encore être baissé de 30 points de bases, alors que le RRR (Required Reserve Ratio) pourrait encore être abaissé de 50 à 100 points de base en 2020.

L'accord commercial renverse la tendance de dépréciation du yuan

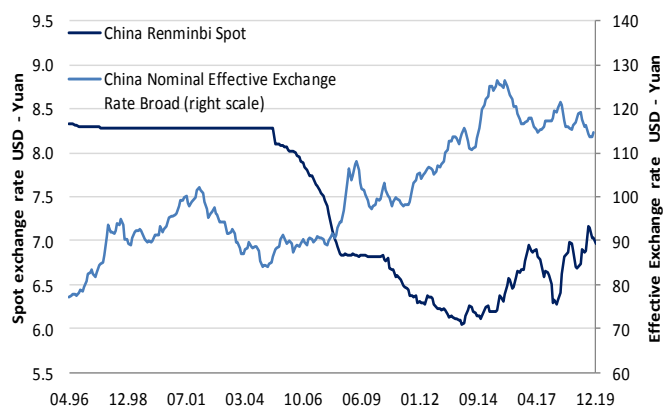
Depuis l'annonce d'un accord dans la phase 1 de négociations opposant la Chine et les Etats-Unis depuis près de deux ans, le taux de change est repassé en dessous du niveau de 7 yuans pour 1 dollar. Le yuan s'est donc apprécié, regagnant ainsi +3.7% en trois mois. Après cet accord « préliminaire » qui devrait être signé le 15 janvier 2020 entre les deux pays, on devrait certainement assister à une diminution des tensions entre les deux pays. En cette année électorale aux Etats-Unis, il est probable que le président Trump ne relance pas immédiatement de nouveaux chantiers de négociations et décide d'une trêve relative dans son bras de fer avec le président chinois. Une diminution des tensions politiques au cours des prochains mois devrait donc être favorable à un ajustement des perspectives économiques et un renforcement des anticipations de croissance. Dans un tel contexte d'apaisement, la dévalorisation progressive du yuan contre le dollar débutée en avril 2018 pourrait bien avoir déjà atteint son point d'inflexion en septembre 2019. Après avoir subi une dévalorisation d'environ -15% en vingt mois, l'appréciation actuelle n'est sans doute que le début d'une tendance plus durable de renforcement du yuan en 2020.

Excellentes perspectives pour les actions chinoises

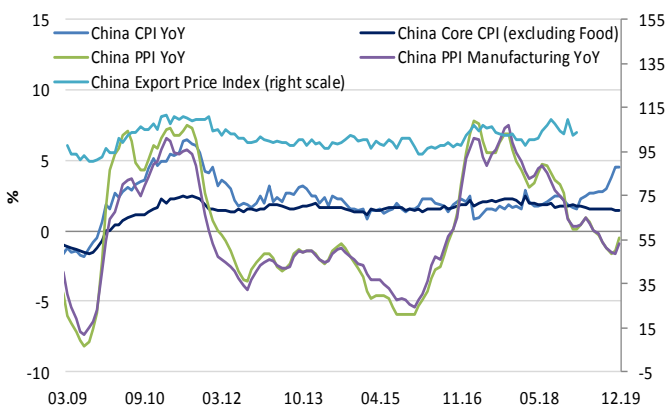
Si la trêve attendue s'installe en 2020 entre les Etats-Unis et la Chine, les actions chinoises pourraient bien enregistrer cette année une excellente progression absolue et relative. Dans un contexte de reprise conjoncturelle et de diminution des incertitudes, une hausse de +20 à +30% des valeurs chinoises est envisageable. Avec une valorisation proche de 12x les profits 2020, les titres chinois sont sensiblement moins chers que la plupart des autres valeurs internationales et offrent un potentiel de développement des valorisations accompagnant une reprise probable du cycle de croissance des profits des entreprises.

Un certain nombre d'investisseurs étrangers se positionnent d'ores et déjà pour participer à cette revalorisation potentielle comme le relève la banque centrale chinoise dans sa publication du record d'investissements étrangers de 254 milliards de dollars en septembre 2019.

Taux de change effectif et USD/Yuan



Inflation CPI - Core CPI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Émirats Arabes Unis

- L'économie des EAU va croître à un rythme plus soutenu en 2020
- Soutenir la croissance après l'Exposition Universelle de 2020
- Les transactions immobilières à Dubaï ont atteint un sommet
- Positif sur le marché immobilier à Dubaï

L'économie des EAU va croître à un rythme plus soutenu en 2020

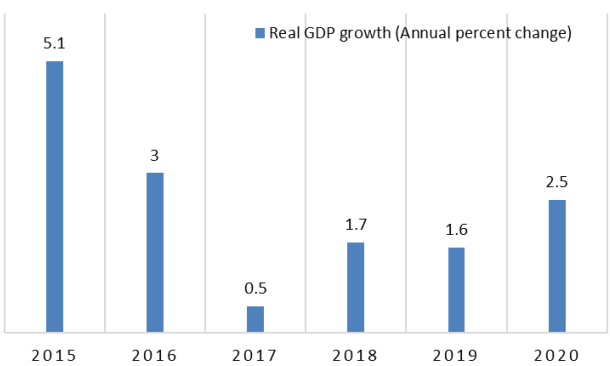
L'activité économique aux EAU devrait croître à un rythme plus soutenu en 2020, malgré les tensions géopolitiques régionales, grâce a l'optimisme des entreprises, une relance budgétaire plus forte et des dépenses publiques et privées plus élevées dans les projets liés à Exposition Universelle 2020. En base aux dernières prévisions économiques, à la suite de sa consultation au titre de l'article IV avec les autorités émiriennes, le Fonds monétaire international (FMI) a révisé à la hausse les prévisions de croissance pour les Émirats arabes unis en 2020. Le FMI s'attend à une croissance de 2.5% du PIB des Émirats arabes unis cette année après une croissance relativement modeste légèrement supérieure à 1% en 2019. L'activité économique aux Émirats arabes unis se redresse et devrait reprendre son élan, avec, espérons-le, la détente des tensions politiques grâce à l'Exposition Universelle 2020 et à la relance budgétaire du gouvernement. Le gouvernement des Émirats arabes unis poursuit son programme de réformes pour maintenir la dynamique de croissance à moyen terme tout en diversifiant davantage son économie de sa dépendance au pétrole. En conséquence, après une période difficile, l'économie des EAU devrait se redresser fortement en 2020. La croissance non pétrolière, selon le FMI, pourrait dépasser 1% en 2019 et remonter à environ 3% en 2020, la plus rapide depuis 2016 avec un PIB global enregistrant un taux de croissance de 2.5%.

Soutenir la croissance après l'Exposition Universelle de 2020

Le maintien d'une croissance non pétrolière robuste après l'Exposition Universelle de 2020 reste une priorité essentielle pour le gouvernement des Émirats arabes unis dans un contexte où la demande mondiale pour le pétrole devrait ralentir face aux progrès technologiques et l'accroissement de la sensibilisation mondiale au changement climatique. Pour relever les défis à moyen terme, les autorités des Émirats arabes unis ont discuté de deux priorités politiques clés consistant à promouvoir la croissance du secteur privé non pétrolier, y compris les petites et moyennes entreprises (PME). Le gouvernement des EAU vise aussi à renforcer les cadres budgétaires pour garantir à la fois une épargne suffisante dérivée de la richesse pétrolière pour les générations futures et un meilleur ajustement des fluctuations à court terme.

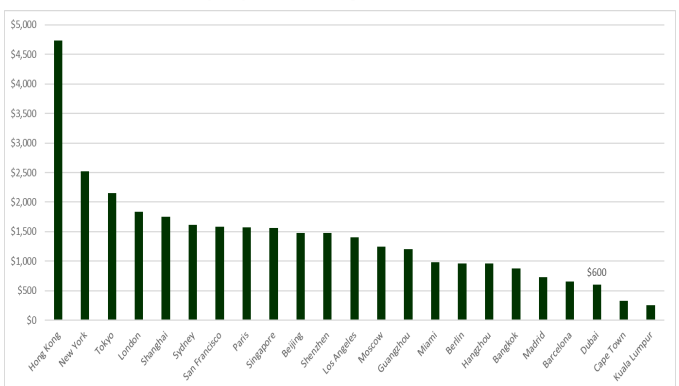
Conformément à ces politiques, les Émirats arabes unis ont déjà pris un certain nombre de mesures importantes, notamment l'adoption de la nouvelle loi sur l'investissement étranger direct (IED) autorisant la propriété étrangère à 100% dans des secteurs économiques stratégiques et la réduction ou l'élimination des frais et pénalités visant les entreprises. À l'avenir, le gouvernement des EAU devrait également mettre en œuvre une stratégie nationale de développement des PME avec des mesures importantes visant notamment a réduire les coûts de démarrage, mise en œuvre du nouveau cadre d'insolvabilité et la promotion d'une plus grande inclusion financière. Pour Dubaï, un défi majeur sera de convertir l'enthousiasme généré par l'Exposition Universelle en gains à plus long terme. L'investissement dans le site d'Exo continuera d'avoir une contribution positive car il devrait se transformer en un développement à usage mixte ancré par le parc des expositions de Dubaï. Il est prévu que le lieu continuera à accueillir des événements majeurs et vise à attirer chaque année environ 1.1 million de visiteurs étrangers dans la ville mondiale. Par ailleurs, on peut également s'attendre à ce que les nouveaux visiteurs qui participent à l'Exposition Universelle deviennent des visiteurs réguliers de Dubaï. L'émirat est en fait le mieux placé pour servir de plaque tournante centrale sur les routes de transit intercontinentales entre l'Europe, l'Asie et l'Afrique. En outre, la récente enquête auprès des visiteurs internationaux de Dubaï a mis en évidence une fois de plus des résultats de satisfaction très élevés, ce qui renforce l'attractivité de la ville par rapport aux autres villes mondiales. Le modèle économique de Dubaï a toujours été orienté vers la conversion des touristes en investisseurs, en particulier dans l'immobilier. Étant donné que la plupart des visiteurs de l'Exposition Universelle devraient être relativement aisés et, à leur tour, des investisseurs potentiels, il est très probable que ces investisseurs potentiels profiteront des valorisations très compétitive actuelle de la propriété à Dubaï pour procéder a des investissements à long terme, contribuant ainsi davantage à l'économie de Dubaï. En effet, le marché immobilier de Dubaï selon de nombreuses études internationales est classé comme un des marchés immobiliers les plus « dévalués » parmi les autres villes mondiales. Dubaï avec un prix moyen au mètre carré de 600 USD et un rendement locatif pour l'immobilier « prime » de 4.6% offre des rendements locatifs très compétitifs par rapport à d'autres villes mondiales, sans parler du fort potentiel d'appréciation du capital à moyen terme.

Croissance du PIB aux EAU et projection FMI 2020



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/FMI

Dubaï est la troisième ville la plus abordable au monde pour ses propriétés de premier ordre



Source: Savills World Cities Prime Residential Index

Dubaï en lice pour devenir la deuxième ville mondiale la plus visitée

L'Exposition Universelle de 2020 à Dubaï, qui devrait ouvrir ses portes le 20 octobre 2020 et durer près de six mois, présentera à l'échelle mondiale le développement économique et le potentiel de la ville de Dubaï. L'événement devrait également contribuer aux efforts en cours pour attirer des investissements étrangers directs (IED) dans l'émirat, ce qui concourra à diversifier davantage son économie. Les récentes tensions politiques dans le Moyen-Orient sont redevenues le principal sujet de risque dans l'actualité mondiale et dans une certaine mesure pour les bonnes raisons. L'Exposition Universelle de 2020 constituerait donc une opportunité unique pour Dubaï et la région de présenter une vision différente et plus positive auprès d'une audience globale et captive.

L'Exposition Universelle de 2020 à Dubaï sera en effet la première au Moyen-Orient, et représente une occasion unique pour Dubaï d'accueillir un événement mondial majeur ayant lieu tous les 5 ans, dans le but de présenter les cultures nationales et le progrès humain depuis 1851. Les préparatifs en cours devraient donc s'intensifier cette année avec des dépenses publiques accrues pour les infrastructures du site de l'Exposition et des investissements du secteur privé pour accroître la capacité d'hébergement et de divertissement pour les visiteurs en provenance du monde entier. L'événement devrait donc donner un élan considérable aux économies de Dubaï et des Émirats arabes unis via une augmention du nombre de visiteurs et les dépenses connexes. Dubaï a accueilli 15.9 millions de touristes en 2018, ce qui la positionne fermement comme la quatrième ville la plus visitée au monde selon l'indice 'Mastercard Destination Cities Index'. Dans ses Perspectives 2020 pour la région du Moyen-Orient, PwC prévoit que l'afflux de visiteurs à l'Exposition universelle devrait faire bondir le rang de Dubai parmi les villes mondiales les plus visitées. L'émirat devrait donc devenir la deuxième ville la plus visitée au monde au cours de la période 2020-2021, atteignant 23 millions de visiteurs en 2020 derrière Bangkok et devant les villes de Londres, Paris et Singapore. L'étude est basée sur les prévisions officielles d'environ 11 millions de touristes supplémentaires visitant l'Exposition Universelle, que PwC suppose être répartis également sur les six mois de l'événement, et sur les tendances de croissance sous-jacentes à l'année 2019. L'étude de PwC prévoit même que si les chiffres dépassent les attentes, ou si la croissance du tourisme est plus lente à Bangkok, qui est actuellement la ville la plus visitée, Dubaï pourrait même se hisser au premier rang mondial.

Les transactions immobilières à Dubaï ont atteint un sommet de 11 ans en 2019

Les transactions immobilières à Dubaï ont atteint un sommet de 11 ans en 2019, enregistrant une croissance de +20% par rapport à l'année précédente, les nouvelles politiques gouvernementales ayant grandement contribué à stimuler le secteur. Ainsi, le nombre total de transactions immobilières à Dubaï a atteint 41'988 l'année dernière selon de nouvelles données du portail d'annonces immobilières 'Property Finder', qui se comparent favorablement aux 11'662 transactions immobilières enregistrées dans l'émirat en 2008.

Les ventes immobilières sur plan ont représenté 56% des ventes globales avec un nombre total de 23'643 transactions en 2019. Le déséquilibre entre les ventes sur plan et le marché secondaire s'explique principalement par les incitations offertes par les développeurs telles que la renonciation au charges de copropriété, une gamme de plans de paiement après la remise, des rabais sur les frais d'enregistrement au registre foncier et dans certains cas des rendements locatifs garantis. Pour l'année a venir, nous nous attendons à ce que le marché secondaire prenne le pas sur les ventes sur plan, les nouveaux lancements de projets immobiliers sur plan à Dubaï étant considérablement en baisse par rapport aux années précédentes.

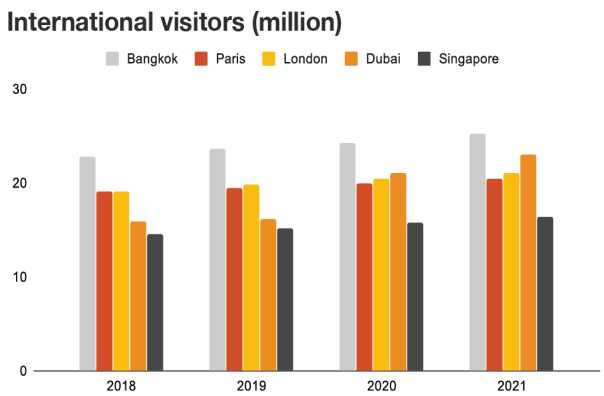
Selon les données compilées par le portail immobilier Property Finders, les cinq principales zones qui enregistraient le plus grand nombre de transactions immobilières en 2019 étaient Business Bay avec 3'146 transactions, Downtown Burj Khalifa avec 2'816, Dubaï Creek Harbour avec 2'492, Dubai Hills Estate avec 2'373 et Dubaï Sud avec 2'045 offres. Pour les ventes sur plan, les 5 zones les plus performantes de Dubaï étaient Dubaï Creek Harbour (2'423 transactions), Downtown (2'088), Dubaï Hills Estate (1'949), Dubaï South (1'942) et Business Bay (1'811). Sur le marché secondaire, les zones qui ont connu le plus de ventes sont International City (1'342), Business Bay (1'335), Dubaï Marina (1'280), Jumeirah Village Circle (1'108) et Jumeirah Lakes Towers (851). Alors que Dubaï se prépare à accueillir l'Exposition universelle, on peut s'attendre à voir les niveaux de transaction augmenter, ce qui pourrait à son tour apporter plus de stabilité au marché immobilier de Dubaï et ouvrir la voie à une croissance saine des niveaux de valorisation.

Les Emirats arabe unis annoncent les premiers visas touristiques de cinq ans à entrées multiples

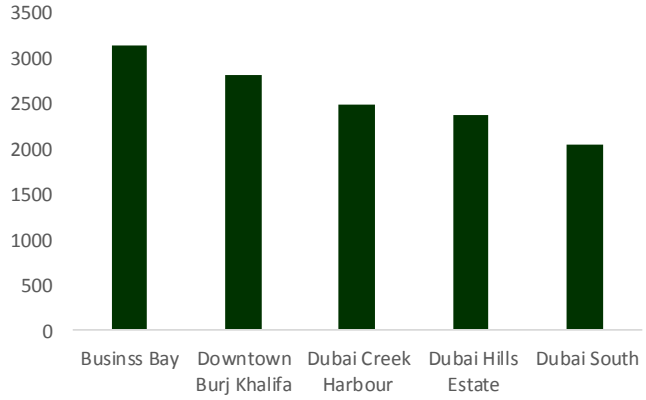
La première mesure majeure annoncée en 2020 par Son Altesse le Cheikh Mohammed Bin Rashid, Premier ministre et souverain de Dubaï, a été le régime de visa mis à jour qui permettrait aux touristes des visas a entrées multiples aux Émirats arabes unis sur cinq ans. À l'heure actuelle, les touristes peuvent visiter les Émirats arabes unis avec un visa à entrées multiples pour un délais maximum de 90 jours à compter de la date de la première entrée sur le territoire émirati.

Selon le cabinet des EAU, le nouveau visa de touriste à entrées multiples de cinq ans sera introduit au cours des quatre premiers mois de 2020. Ce dernier, vise à faire des EAU une destination touristique mondiale majeure et fait partie des plans plus larges de préparation du pays pour les 50 prochaines années de son développement social et économique. Actuellement, les EAU reçoivent plus de 21 millions de touristes chaque année, avec plus de 200 nationalités vivant dans le pays. Le visa de cinq ans à entrées multiples mis à jour fournira sans aucun doute une dynamique majeure pouvant résulter sur une augmentation conséquente du nombre total de visiteurs dans le pays en élargissant considérablement la liste des nationalités pouvant accéder au régime de visas à entrées multiples.

Dubaï devrait devenir la deuxième ville mondiale la plus visitée



Les 5 zones les plus performantes en termes de ventes immobilières en 2019 a Dubaï



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/ Savills

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Marchés émergents

- Les actions émergentes clôturent le quatrième trimestre à plus de +10% (+11.74%)
- Les marchés émergents offrent un plus fort potentiel haussier en 2020 que les pays développés

Brésil — En ce qui concerne les perspectives mondiales, la mise en place de mesures de stimulation monétaire dans les grandes économies, dans un contexte de ralentissement économique et d'inflation inférieure à la cible, a permis de créer un environnement relativement favorable aux économies émergentes. Les données relatives à l'activité économique brésilienne depuis le deuxième trimestre indiquent que le processus de reprise économique s'est accéléré par rapport au premier trimestre 2019 et continuera à se faire à un rythme progressif.

Le Comité estime que les différentes mesures de l'inflation sous-jacente se situent à des niveaux confortables. Les prévisions d'inflation pour 2019, 2020, 2021 et 2022 recueillies dans le cadre de l'enquête Focus s'établissent à 3.8 %, 3.6 %, 3.75 % et 3.5%, respectivement.

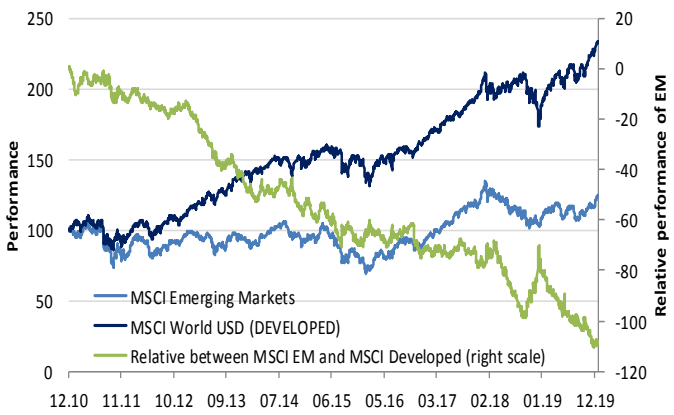
Le Copom constate des progrès dans le processus de réformes et d'ajustements nécessaires à l'économie brésilienne. Le Comité souligne qu'il est essentiel de persévérer dans ce processus pour permettre la consolidation de la réduction du taux d'intérêt structurel et pour une reprise économique durable. Le Copom estime que le stade actuel du cycle économique recommande la prudence dans la conduite de la politique monétaire. Il souligne que les prochaines étapes de cette dernière continueront de dépendre de l'évolution de l'activité économique, de la résultante des risques ainsi que des projections et des anticipations d'inflation. Le Copom a décidé à l'unanimité d'abaisser le taux Selic à 4.50 % par an, qui devrait permettre la convergence de l'inflation vers son objectif.

Russie — Le taux de croissance annuel des prix à la consommation est revenu à 3.5% au mois de novembre (contre 3.8% en octobre) et devrait s'établir proche de 3.4% en décembre selon les estimations. Selon les estimations de la Banque de Russie, les indicateurs d'inflation reflétant les mouvements de prix les plus durables sont proches et inférieurs à 4%. La Banque de Russie prévoit que l'inflation se situera entre 2.9% et 3.2% au terme de l'année 2019. En novembre, les facteurs désinflationnistes ont continué d'exercer une influence considérable sur l'inflation. La croissance annuelle des prix des produits alimentaires et des biens non alimentaires a notamment continué de baisser. Des facteurs ponctuels tels qu'une bonne récolte et une offre accrue dans les différents segments du marché alimentaire contribuent à maintenir de faibles taux de croissance des prix des produits alimentaires. L'appréciation du rouble depuis le début de l'année ainsi que le ralentissement de l'inflation chez les partenaires commerciaux de la Russie limitent la croissance des prix des importations. Toutefois, l'accélération de l'inflation enregistrée en novembre dans le secteur des services où les prix sont déterminés par le marché pourrait indiquer une reprise de la demande des consommateurs. Conformément aux prévisions de la Banque de Russie, compte tenu de l'orientation de la politique monétaire, l'inflation annuelle devrait s'établir entre 3.5% et 4.0% en 2020 et rester proche de 4% par la suite.

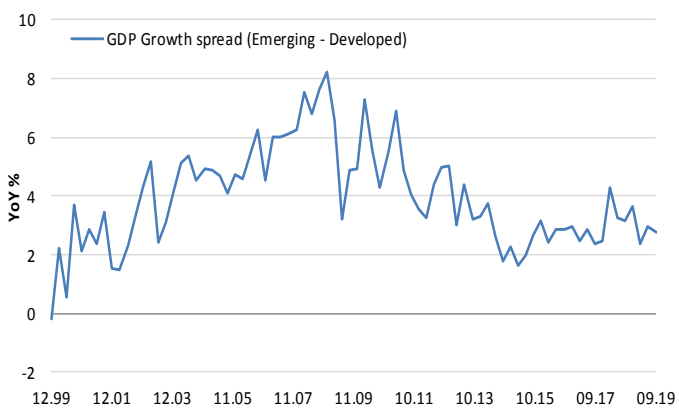
En 2019, le taux de croissance du PIB pourrait terminer proche de la limite supérieure des prévisions de la Banque de Russie à 1.3%, en raison notamment d'un taux de croissance du PIB plus élevé que prévu au troisième trimestre. La dynamique de la demande intérieure s'est quelque peu améliorée au cours des troisièmes et quatrièmes trimestres. En octobre, le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté, tandis que la production industrielle a poursuivi sa progression en rythme annuel. Toutefois, les indicateurs avancés indiquent que le climat des affaires dans le secteur industriel, qui est surtout spécifique aux commandes à l'exportation, reste faible. L'activité économique continue d'être freinée par l'affaiblissement de la demande extérieure pour les exportations russes dans le contexte d'un ralentissement économique mondial.

La Banque de Russie a laissé inchangée sa prévision de croissance du PIB pour 2020-2022. Le taux de croissance du PIB augmentera progressivement de 0.8%-1.3% en 2019 à 2%-3% en 2022. Cela sera possible si les mesures prises par le gouvernement pour surmonter les contraintes structurelles, y compris la mise en œuvre de projets nationaux, sont réalisées. Toutefois, le ralentissement de la croissance économique mondiale attendu au cours de la période de prévision continuera d'exercer un effet défavorable à la croissance de l'économie russe. Le 13 décembre 2019, le Conseil d'administration de la Banque de Russie a décidé de réduire le taux directeur de 25 points de base à 6.25% par an et devrait évaluer la nécessité d'une nouvelle réduction du taux directeur au cours du premier semestre 2020.

Performance marchés émergents et développés



Écart de taux de croissance



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PIB Russie (YoY)

PIB Brésil (YoY)

Inde — Au cours des mois à venir, les perspectives en matière d'inflation seront influencées par plusieurs facteurs. Premièrement, la hausse des prix des légumes devrait se poursuivre, mais les dernières récoltes de la saison du kharif ainsi que les mesures prises par le gouvernement pour accroître l'offre par le biais des importations devraient contribuer à assouplir les prix des légumes d'ici le début du mois de février 2020.

Deuxièmement, les pressions naissantes sur les prix d'autres produits alimentaires tels que le lait, les légumes secs et le sucre devraient se maintenir, ce qui aura des conséquences sur la trajectoire de l'inflation alimentaire. Troisièmement, la demande domestique a ralenti, se traduisant par un ralentissement de l'inflation hors alimentation et carburant.

Dernièrement, les cours du pétrole brut pourraient avoir un impact non négligeable si des tensions géopolitiques viennent perturber l'offre. Dans cet environnement, la prévision de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation s'est vue révisée à la hausse pour s'établir entre 4.7% et 5.1% pour le dernier trimestre 2019 et entre 3.8% et 4% pour le premier semestre 2020.

La croissance du PIB au deuxième trimestre 2019 s'est avérée nettement inférieure aux prévisions. Divers indicateurs suggèrent que les conditions de la demande domestique et extérieure sont restées faibles. Du côté positif, toutefois, l'assouplissement de la politique monétaire depuis février 2019 et les mesures prises par le gouvernement au cours des derniers mois devraient permettre de stimuler davantage la demande intérieure. Compte tenu de ces éléments, la croissance du produit intérieur brut pour le terme de l'année 2019 a été révisée à la baisse, passant de 6.1 % en octobre à 5.0%.

La Banque centrale estime que la politique monétaire actuelle dispose encore d'une marge de manœuvre si nécessaire. Toutefois, compte tenu de l'évolution de la dynamique de la croissance et de l'inflation, le Comité de politique monétaire a estimé qu'il convenait de faire une pause à ce stade. Par conséquent, le Comité a décidé de maintenir le taux directeur des pensions inchangé à 5.15% et de continuer avec une orientation accommodante aussi longtemps qu'il sera nécessaire pour relancer la croissance, tout en veillant à ce que l'inflation reste dans les limites de la cible.

Afrique du Sud — Depuis la réunion de septembre du Comité de politique monétaire, les indicateurs économiques mondiaux ainsi que l'inflation mondiale sont restés faibles. Les banques centrales des économies avancées ont accru leur politique monétaire accommodante, contribuant ainsi à l'assouplissement des conditions de financement à l'échelle mondiale, mais de nouvelles mesures ne semblent que peu probables. Des risques liés à l'intensification des tensions commerciales et aux évolutions géopolitiques subsistent.

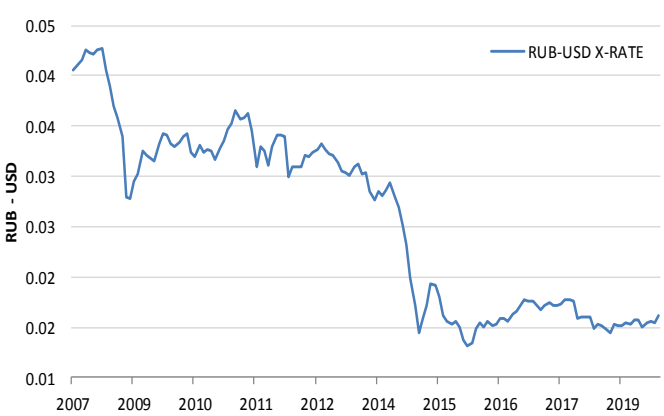
Bien que la croissance du PIB a rebondi à 3.1% au deuxième trimestre, la faiblesse sur le plus long terme de la plupart des secteurs reste très préoccupante. D'après les récents indicateurs économiques à court terme pour les secteurs minier et manufacturier, le PIB du troisième trimestre devrait se révéler faible. Les investissements du secteur public ont diminué, la croissance des exportations reste faible, tandis que la consommation des administrations publiques et des ménages continue d'augmenter, quoique modestement. La prévision de croissance du PIB pour 2019 est révisée à la baisse à 0.5% contre 0.6% auparavant, alors que les prévisions pour les années 2020 et 2021 ont été réduites à 1.4% (de 1.5%) et à 1.7% (de 1.8%) respectivement, en raison d'une croissance plus faible que prévu aux troisièmes et quatrièmes trimestres, tant au niveau national que mondial.

Les perspectives d'inflation à moyen terme sont restées largement inchangées depuis septembre. La prévision d'inflation générée par le modèle de la Banque centrale sud-africaine est inchangée par rapport à septembre, s'établissant à 4.2% en 2019, à 5,1% en 2020 et à 4.7% en 2021.

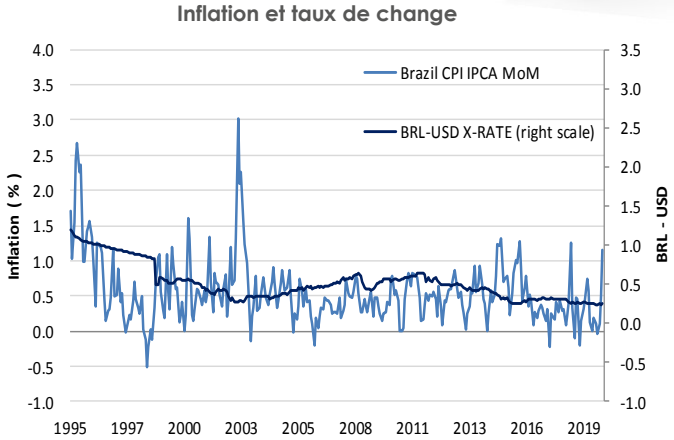
Dans ce contexte, le CPM a décidé de maintenir le taux de rachat inchangé à 6.5 % par an, malgré la volonté de deux membres d'une réduction de 25 points de base.

Colombie — En novembre, le taux d'inflation annuel a légèrement diminué (3.84%) mais reste proche de 4%. Les chocs d'offre qui ont sensiblement affecté l'inflation devraient commencer à s'estomper pour que l'inflation reprenne sa convergence vers sa cible au cours des premiers mois de 2020, comme reflété dans les attentes du marché.

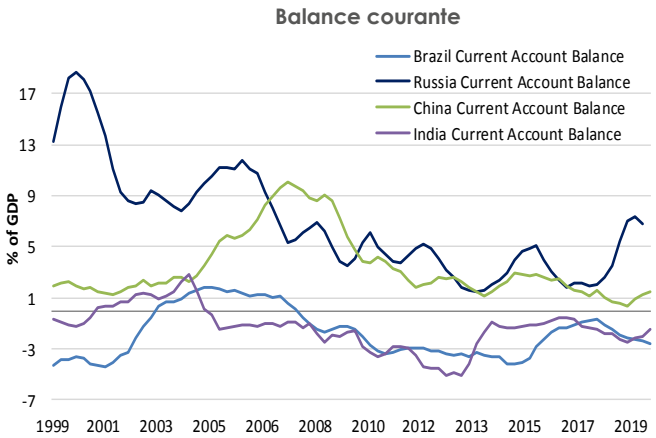
Rouble VS USD

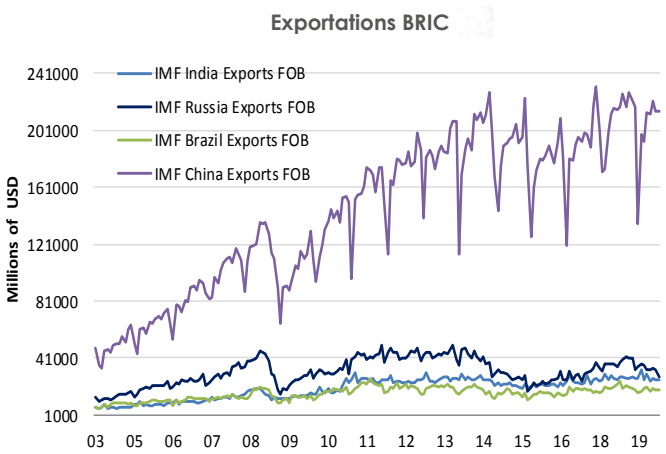


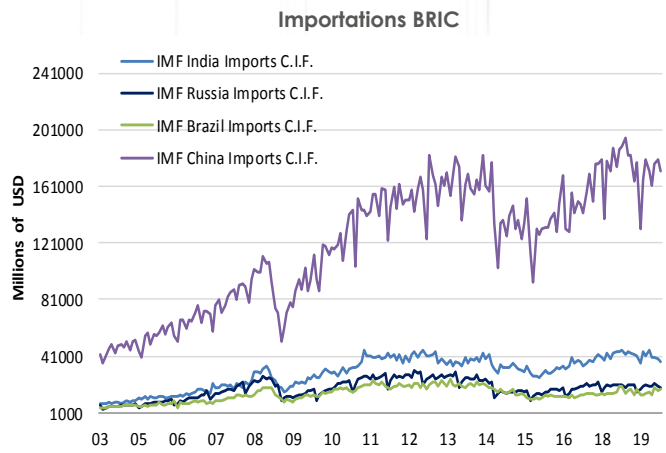
Inflation et taux de change



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group







Malgré les nouvelles informations sur l'activité économique, le personnel technique de la Banque centrale a maintenu sa projection de la croissance économique en 2019 à 3.2 %. Dans ce contexte, après avoir évalué la situation de l'économie et la balance des risques, la Banque centrale a décidé à l'unanimité de maintenir le taux d'intérêt de référence inchangé à 4.25%.

Mexique — La Banque centrale du Mexique a réduit son taux d'intérêt interbancaire de 25 points de base à 7.25% pour la quatrième réunion consécutive, soulignant l'appréciation du peso au cours de ces dernières. Le taux d'inflation annuel a nettement ralenti et s'établi à 2.97% en novembre, alors qu'il était encore de 4.83% en décembre 2018. L'économie mexicaine a stagné au troisième trimestre de 2019 (+0%), en dessous d'une estimation préliminaire de +0.1 % et après une contraction de -0.1% au cours de la période précédente.

Indonésie — La Banque d'Indonésie a laissé son taux de référence des prises en pension à 7 jours à 5 % lors de sa réunion de décembre, en conformité avec les efforts déployés pour ancrer l'inflation proche de +3% et soutenir la croissance du PIB (+3.06% au T3).

Taïwan — La banque centrale de Taiwan a maintenu son taux directeur à 1.375 % le 19 décembre 2019. Les décideurs politiques ont relevé leurs prévisions de croissance économique pour 2020, passant de 2.34 % à 2.57 %, dans un contexte d'amélioration des perspectives d'exportation nationale. En novembre, le taux d'inflation annuel est passé à 0.6 %, contre 0.4 % au cours du mois précédent.

Turquie — Lors de sa réunion de décembre, la Banque centrale de Turquie a réduit son taux directeur de 200 points de base supplémentaires, à 12%, allant ainsi plus loin que la réduction de 150 points de base attendue par le marché. Elle fait suite à une réduction de 250 points de base en octobre, alors que les prévisions d'inflation ont affiché une baisse généralisée tandis que l'activité économique continue de s'améliorer. Le produit intérieur brut a ainsi augmenté de +0.40 % au cours du troisième trimestre 2019.

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie — La Banque nationale de Roumanie a laissé son taux d'intérêt de référence stable à 2.5% le 6 novembre, après que le taux d'inflation annuel (3.4%) soit retombé dans les limites de l'objectif de la banque centrale de 1.5%-3.5 % pour la première fois en neuf mois. Le PIB de la Roumanie a augmenté de +0.60 % au troisième trimestre 2019.

La Banque nationale tchèque a maintenu son taux de référence des prises en pension inchangé à 2% lors de sa réunion de décembre, malgré un bond de l'inflation à son plus haut niveau en sept ans (3.2%), alors que la faiblesse persistante de la production manufacturière inquiète. Le PIB de la République tchèque a augmenté de +0.4% en glissement trimestriel, contre une hausse de +0.6% au trimestre précédent et une estimation préliminaire de +0.3%.

La Banque nationale polonaise a maintenu son taux de référence à 1.5% lors de sa première réunion de 2020, bien que l'inflation ait atteint 3.4 % en décembre, son plus haut niveau depuis octobre 2012 et au-dessus de l'objectif à moyen terme de 2.5% de la banque centrale. Au troisième trimestre 2019, le produit intérieur brut polonais a augmenté de +1.30% par rapport au trimestre précédent.

La Banque nationale de Hongrie a maintenu son taux de référence inchangé à 0.9 % le 17 décembre 2019, après que le taux d'inflation annuel ait atteint 3.4 % en novembre, dépassant l'objectif à moyen terme de 3%, et la hausse trimestrielle de +1.10% du PIB.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

TIMELESS PLEASURE
AT PARK GSTAAD

Wispilenstrasse 29, CH-3780 Gstaad
tel: +41 (0) 33 748 98 00
welcome@parkgstaad.ch
www.parkgstaad.ch

PARK GSTAAD

THE LEADING HOTELS OF THE WORLD

QUALITY Our Passion

SWISS DELUXE HOTELS

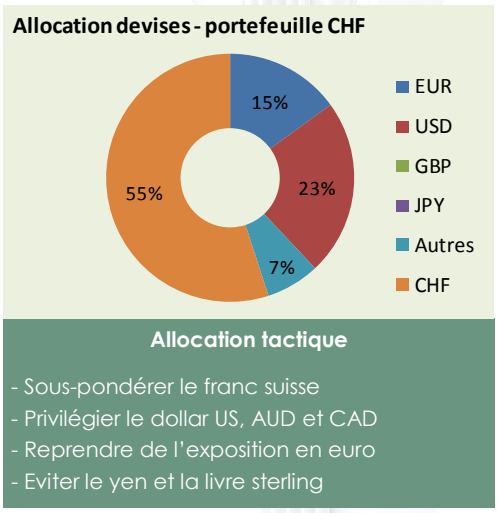
PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Devises

- Probable regain de faiblesse du franc
- La hausse de la livre est à bout de course
- Patience la baisse du yen se profile en 2020
- L'accord commercial renverse la tendance de dépréciation du yuan



Allocation tactique

- Sous-pondérer le franc suisse
- Privilégier le dollar US, AUD et CAD
- Reprendre de l'exposition en euro
- Eviter le yen et la livre sterling

LIQUIDITES/DEVISES	Expected Return 3mois	Expected Return 1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
EUR vs CHF	↗	↗							
USD vs CHF	↗	↗							
GBP vs CHF	↘	↘							
JPY vs CHF	↘	↘							
EUR vs USD	↗	↗							
USD vs JPY	↗	↗							
GBP vs USD	↘	↘							

Probable regain de faiblesse du franc

Après la phase d'appréciation du franc d'environ +2% contre le dollar US et l'euro au 3ème trimestre, les derniers mois de l'année ont été stable pour le taux de change franc suisse/euro, mais à nouveau plus fluctuant pour le dollar. La progression de +3% contre le dollar US fait écho à celle de +3.7% enregistrée contre le yen. Les incertitudes qui ont marqué les marchés financiers en 2018 et 2019, essentiellement centrées sur les risques de récessions liés à l'absence d'avancée concrète sur la question commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, se sont un peu effacées avec la promesse de signature en janvier 2020 d'un accord sur la phase 1 des négociations. Elles sont cependant restées suffisamment présentes pour maintenir une forte demande internationale en quête de valeurs sûres dont a bénéficié le franc suisse. Les injections massives de liquidités par la Réserve fédérale aux Etats-Unis au 4ème trimestre ont certainement pesé sur le dollar à court terme. Mais la normalisation des perspectives de croissance qui est en cours ainsi que l'amélioration de la confiance pour 2020 devrait permettre de diminuer la demande de valeur refuge. La demande de francs suisses devrait ainsi se contracter et permettre une stabilisation de notre devise.

Toutefois, à plus long terme, nous maintenons notre analyse et notre vision d'un nouvel affaiblissement du franc suisse contre les principales monnaies et contre l'euro en particulier. Rappelons qu'en termes de parités de pouvoir d'achat (PPA), le franc suisse pourrait bien être encore très nettement survalorisé en début 2020. Une remontée à 1.20 contre l'euro, qui représenterait une hausse de +10%, permettrait de corriger cette valorisation excessive et diminuerait d'autant les pressions sur nos exportations. Selon l'OCDE, les parités de pouvoir d'achat (PPA) suggèrent en effet que le franc suisse est surestimé par rapport aux valeurs « théoriques » de 1.19 contre USD, 1.63 contre euro et 109 contre le yen. Selon l'indicateur Big Mac des PPP, la surévaluation du franc est également très importante par rapport aux valeurs « théoriques » de 1.18 contre USD, 1.56 contre euro et 109.6 contre le yen.

La BNS a encore annoncé récemment qu'elle considérait avoir une marge de manœuvre suffisante pour abaisser ses taux directeurs encore plus bas si cela s'avérait nécessaire. Elle garde ainsi clairement et sans surprise le cap de sa politique monétaire visant à freiner toute appréciation du franc contre euro. L'évolution récente des taux directeurs et des taux longs américains a certes réduit le différentiel de rendement sur lequel la BNS appuyait sa stratégie d'affaiblissement du franc et potentiellement perturbé sa politique. Mais il faut souligner que cet écrasement de 75 points de base du différentiel de rendement sur les taux courts n'a pas eu de réel effet significatif sur le taux de change et n'a pas provoqué de réaction de la part de la BNS. La hausse du franc s'est en effet avérée relativement modérée comme nous l'évoquions au paragraphe précédent, ce qui a permis à la BNS de ne pas avoir à agir pendant cette période d'ajustement de politique monétaire américaine. Il est aussi à noter qu'en zone euro, la baisse des taux directeurs est restée très limitée (-0.1%) ne nécessitant, de ce fait, pas de réaction de la part de notre banque nationale.

Cependant, nous estimons que les prochains mois devraient être caractérisés par un nouvel épisode d'élargissement des écarts de rendement observés sur les taux longs notamment, qui devrait renforcer l'attrait du dollar et pousser le taux de change au-dessus de la parité. En ce qui concerne l'euro, la problématique est différente notamment parce que l'écart de rendement entre les taux en euro et en franc suisse ne sont pas si importants et que la tendance des derniers mois ne laisse pas présager le même type de développement. L'écart de rendement que la BNS avait souhaité créer et maintenir sur les taux à trois mois pour affaiblir le franc est de plus en plus attaqué par la chute des taux de la BCE. Il est ainsi passé de -0.99% en janvier 2015 à -0.28% à la fin novembre 2019.

Malgré une PPA favorable à une appréciation de l'euro, il sera indispensable de pouvoir observer ou tout au moins anticiper avec suffisamment de crédibilité, une relance conjoncturelle européenne sérieuse et durable pour envisager une telle tendance. Cependant, à moyen terme, nous estimons que les probabilités d'affaiblissement modérées du franc sont croissantes.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La hausse de la livre est à bout de course

Nous l'avons déjà évoqué, la livre sterling restera encore longtemps influencée par la situation politique britannique et par la forme définitive du Brexit. La livre avait cédé -20% contre le dollar US après le référendum de juin 2016 en chutant de 1.50 à 1.20. En 2019, elle regagnait plus de +10% en rebondissant à 1.35 en anticipation d'un résultat politique clair à la suite des élections de décembre et d'une direction enfin plus lisible pour l'avenir des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

Nos prévisions d'une stabilisation de la livre au-dessus de 1.24 et d'une progression vers1.30-1.35 en anticipation d'une victoire des conservateurs nous semblent maintenant réalisées. Par conséquent, nous n'envisageons plus de hausse significative de la Livre sterling pour le premier trimestre 2020.

Patience la baisse du yen se profile en 2020

Les taux d'intérêt nominaux négatifs (-0.1%) en yen sont encore largement inattrayants en comparaison internationale et plus spécifiquement vis-à-vis des taux en dollar US encore proches de 1.5%. Ce différentiel de taux nominaux pourrait sembler en faveur du dollar, cependant en raison d'une inflation plus faible (+0.2%) au Japon et plus forte aux Etats-Unis (+1.8%), les rendements réels sont en fait similaires (-0.3%).

L'évolution du différentiel de rendements réels est de ce fait certainement l'un des facteurs principaux expliquant l'évolution du taux de change yen/dollar US des derniers mois. La BoJ souhaiterait bien entendu que les taux réels en yen soient inférieurs, mais pour cela, elle ne peut compter que sur une relance des indices de prix, car une forte baisse des taux directeurs ne semble pas une option sérieuse.

La BoJ ne peut donc opter que pour une politique de patience en attendant plutôt que les facteurs externes, comme une remontée de l'inflation aux Etats-Unis ou un rebond des taux longs US, se matérialisent et changent les paramètres de valorisation pour permettre une baisse du yen. Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent fondamentalement baissières pour 2020.

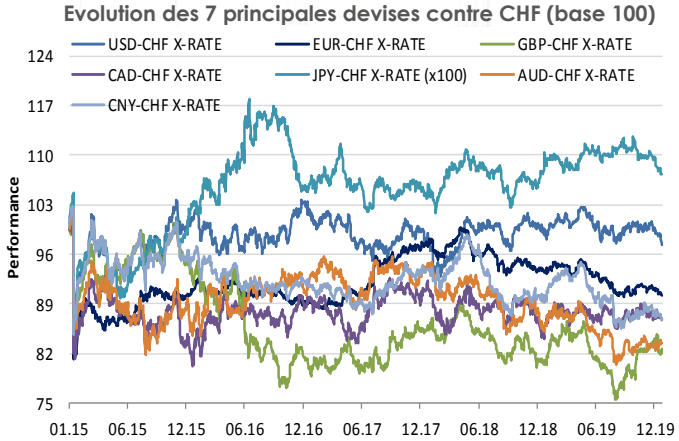
La faiblesse du yen reste une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon et à la reprise de l'inflation. La stabilité de la devise nippone depuis le début de l'année contre dollar US devrait être suivie d'un prochain déclin du yen.

L'accord commercial renverse la tendance de dépréciation du yuan

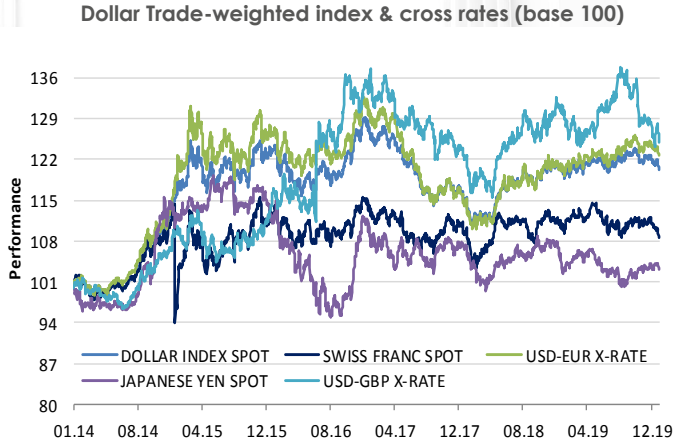
Depuis l'annonce d'un accord dans la phase 1 de négociations opposant la Chine et les Etats-Unis depuis près de deux ans, le taux de change est repassé en dessous du niveau de 7 yuans pour 1 dollar. Le yuan s'est donc apprécié, regagnant ainsi +3.7% en trois mois. Après cet accord « préliminaire » qui devrait être signé le 15 janvier 2020 entre les deux pays, on devrait certainement assister à une diminution des tensions entre les deux pays. En cette année électorale aux Etats-Unis, il est probable que le président Trump ne relance pas immédiatement de nouveaux chantiers de négociations et décide d'une trêve relative dans son bras de fer avec le président chinois.

Une diminution des tensions politiques au cours des prochains mois devrait donc être favorable à un ajustement des perspectives économiques et un renforcement des anticipations de croissance. Dans un tel contexte d'apaisement, la dévalorisation progressive du yuan contre le dollar débutée en avril 2018 pourrait bien avoir déjà atteint son point d'inflexion en septembre 2019. Après avoir subi une dévalorisation d'environ -15% en vingt mois, l'appréciation actuelle n'est sans doute que le début d'une tendance plus durable de renforcement du yuan en 2020.

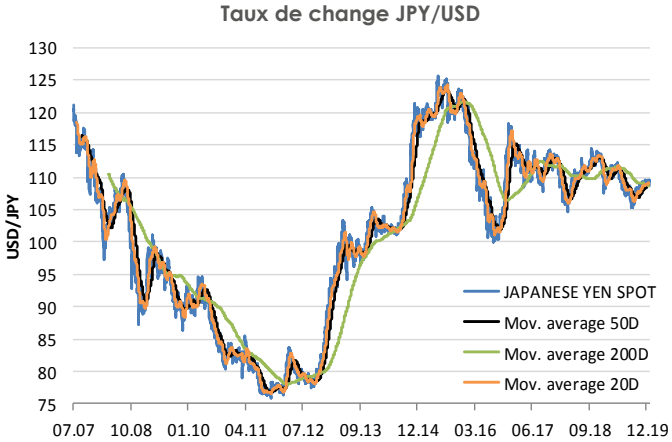
Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100)



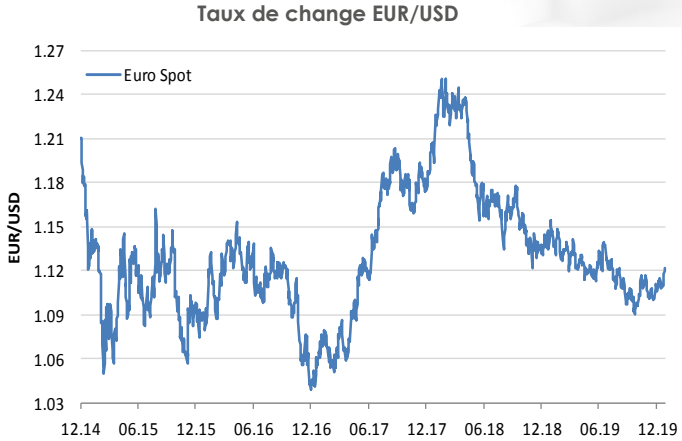
Dollar Trade-weighted index & cross rates (base 100)



Taux de change JPY/USD



Taux de change EUR/USD



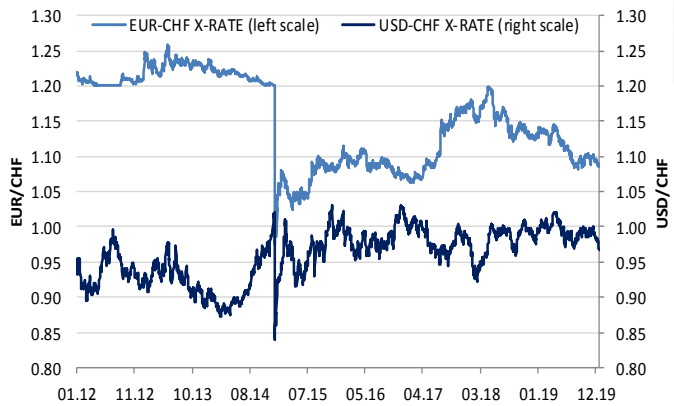
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

DEVISES

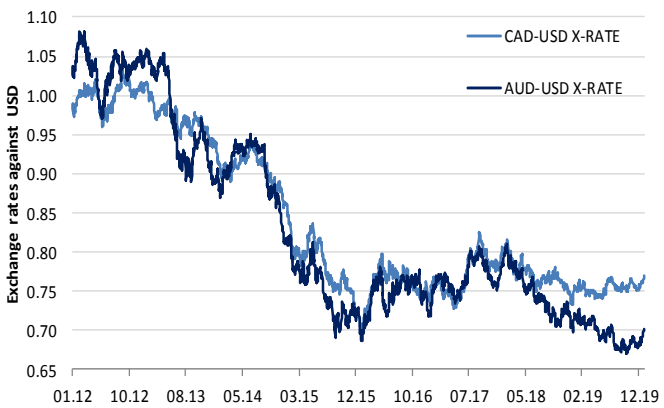
31.12.2019

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLAR						
EUR-USD X-RATE	1.12	1.12	1.77	2.88	-1.41	-2.22
CHF-USD X-RATE	1.03	1.29	3.34	3.11	0.87	1.43
GBP-USD X-RATE	1.33	2.42	2.57	7.88	4.42	3.94
JPY-USD X-RATE	0.01	0.70	0.79	-0.52	-0.69	0.90
CAD-USD X-RATE	0.77	1.36	2.23	1.92	0.80	4.99
AUD-USD X-RATE	0.70	1.43	3.81	4.01	0.01	-0.40
RUB-USD X-RATE	0.02	0.19	4.20	4.54	2.03	11.56
CNY-USD X-RATE	0.14	0.56	1.00	2.66	-1.39	-1.22
INR-USD X-RATE	0.01	0.06	0.75	-0.82	-3.19	-2.26
BRL-USD X-RATE	0.25	1.63	5.42	3.45	-4.23	-3.42
CONTRE FRANC SUISSE						
USD-CHF X-RATE	0.97	-1.40	-3.36	-3.12	-0.99	-1.58
EUR-CHF X-RATE	1.09	-0.12	-1.48	-0.18	-2.23	-3.55
GBP-CHF X-RATE	1.28	1.06	-0.80	4.56	3.48	2.44
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.89	-0.60	-2.45	-3.52	-1.57	-0.58
CAD-CHF X-RATE	0.74	-0.01	-1.10	-1.17	-0.12	3.37
AUD-CHF X-RATE	0.68	-0.13	0.19	0.64	-1.12	-2.38
RUB-CHF X-RATE	0.02	-1.08	0.45	1.36	1.10	9.94
CNY-CHF X-RATE	0.14	-0.71	-2.25	-0.43	-2.25	-2.59
INR-CHF X-RATE	0.01	-1.45	-2.16	-3.55	-4.23	-3.55
BRL-CHF X-RATE	0.24	0.42	2.12	0.42	-5.12	-4.74

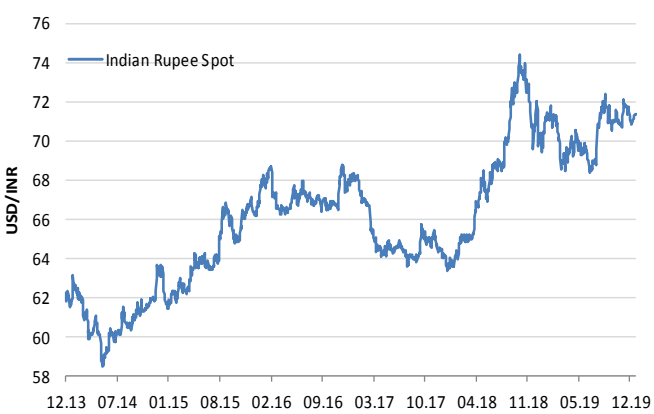
Taux de change EUR/CHF - USD/CHF



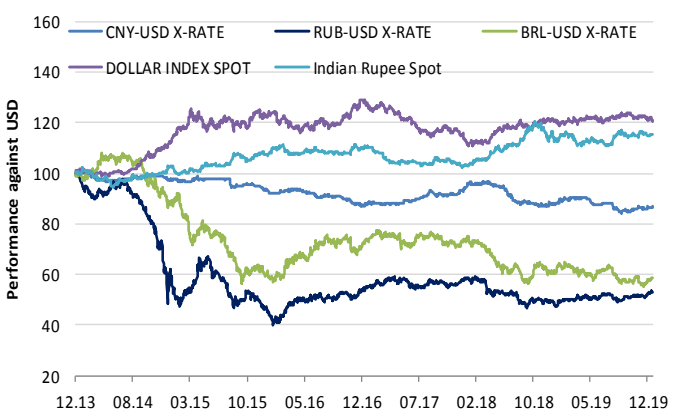
Taux de change CAD/USD - AUD/USD



Roupie Indienne



Monnaies émergentes VS USD (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

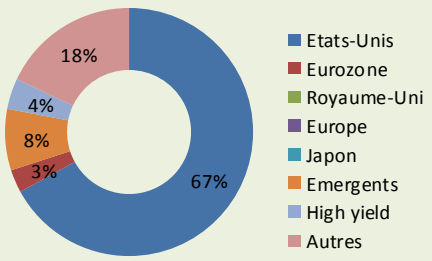
PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations internationales

- La courbe de taux US est à nouveau « normale »
- Remontée graduelle des taux longs en zone euro
- Privilégier les obligations émergentes au « high yield »
- Allocation régionale et monétaire en faveur du dollar US

OBLIGATIONS (Régions/devises)	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
Suisse	↘	↘↘							
Etats-Unis	↘	↘							
Eurozone	↘	↘↘							
Royaume-Uni	↘	↘							
Europe	↘	↘↘							
Japon	↘	↘							
Emergents	↘	↘							
Autres (AUD, CAD, NOK...)	→	→							

Allocation obligations internationales



Allocation tactique

- Marginaliser l'allocation à la zone euro
- Surpondérer les obligations US
- Diversification en dollars canadien et australien ainsi qu'en dette émergente
- Limiter l'exposition en high yield

La courbe de taux US est à nouveau « normale »

Nous avons déjà évoqué dans ces colonnes les différents processus d'inversion de courbe des taux en rappelant notamment que l'inversion des taux de l'hiver 2018-2019, supposée annonciatrice de récession, ne trouvait aucun fondement dans les bases théoriques classiques. Nous rappelions au contraire que cette dernière avait été provoquée par une chute des taux longs et non pas par un resserrement excessif et inapproprié de politique monétaire, qui a effectivement souvent poussé par le passé l'économie en récession. L'inversion de la courbe des taux était dans ces cas obtenue par la hausse des taux courts (taux directeurs de la Banque centrale) correspondant à la mise en œuvre de politiques monétaires restrictives visant à combattre une inflation excessive et à ralentir le cycle économique. La politique monétaire conduisait de ce fait à une remontée des taux courts qui finissait par dépasser le niveau des taux longs pour lutter contre l'inflation. Une inversion « classique » de la courbe des taux suit donc cette logique qui dépasse souvent l'objectif de ralentissement conjoncturel en provoquant finalement une récession, en général de courte durée.

Le changement de politique monétaire de la Fed, en abaissant de 0.75% les taux courts au second semestre, a modifié la courbe des taux en abaissant la partie courte. La diminution des risques de récession et des statistiques conjoncturelles toujours relativement solide pour l'économie américaine ont permis aux taux longs de se tendre à nouveau et de remonter d'environ 40 points de base. Désormais, la « yield curve » est à nouveau « normale », bien que relativement plate puisque les taux à trois mois et ceux à dix ans s'affichent tous les deux à 1.9%. En 2020, bien que les tensions dans le marché du travail devraient avoir un impact sur les marges des entreprises et sur les prix, les pressions inflationnistes devraient un peu s'intensifier et dépasser l'objectif de la Fed.

Les injections de liquidités de la Fed pourraient freiner la progression des taux longs

Depuis le mois de juillet, la politique monétaire de la banque centrale américaine est à nouveau accommodante. La Réserve fédérale avait abaissé ses taux directeurs à trois reprises de -0.25% au cours du deuxième semestre dès le mois de juillet et procédé à une relance de son activité de rachat d'actifs à partir du mois de septembre.

Le bilan de la banque centrale a bondi en quelques semaines de +11%, de 3'759 milliards en septembre à 4'165 milliards de dollars en décembre, ce qui représente une injection de liquidités de 406 milliards en moins de quatre mois.

A titre de comparaison, il lui avait fallu près de douze mois pour réduire d'autant son bilan entre septembre 2018 et septembre 2019. La Fed a donc décidé d'agir en contrant les anticipations de ralentissement conjoncturel, voire de récession, qui avaient cours depuis un an malgré les résultats trimestriels toujours solides enregistrés par l'économie américaine.

L'indice de probabilité de récession avec un horizon temps de 12 mois calculé par la Fed de New-York a depuis régressé de 37% à seulement 24% aujourd'hui. En 2020, la Fed devrait maintenir une politique de taux directeurs bas et sans doute inchangée au cours des prochains mois, en particulier si les perspectives de relance conjoncturelle s'affirment. Cependant, elle semble bien se diriger vers le maintien d'une politique d'injections de liquidités par des rachats d'actifs sur un rythme soutenu ensuite.

Après une pause qui pourrait intervenir dans les prochaines semaines suite aux injections massives des derniers mois, l'activité de la Fed pourrait reprendre et freiner le processus de remontée graduelle des taux longs.

Dans ce contexte, les taux longs à dix ans devraient poursuivre leur phase de réajustement aux conditions économiques plus robustes qu'attendues par le consensus en 2020. Une inflation légèrement supérieure aux objectifs de la Réserve fédérale, devrait également soutenir un ajustement des taux à dix ans du Trésor vers 2.5%.

INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

31.12.2019

Name		Last price	Curr.	Total Return Performance 7 d%	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
OBLIGATIONS SUISSES	SBI AAA-BBB	140.7	CHF	-0.3	-1.0	-1.7	-0.2	3.0
OBLIGATIONS UE	Barclays EuroAgg	264.7	EUR	-0.3	-0.7	-2.2	0.5	6.0
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	ISHARES EURO GOV BND 1-3	144.2	EUR	0.0	0.0	-0.4	-0.2	0.2
OBLIGATIONS US	JPM U.S. Aggregate Bond Index	2225.0	USD	0.1	-0.1	0.2	2.5	8.7
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	BGF-USD ST DURATN BOND-USDA1	8.5	USD	0.2	0.3	0.5	1.2	4.5
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPMorgan Emerging Markets Bond	607.5	USD	0.2	2.2	2.1	3.7	16.1
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	Global Aggregate	511.7	USD	0.6	0.6	0.5	1.2	6.8
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	Euro-Aggregate	264.7	EUR	-0.3	-0.7	-2.2	0.5	6.0
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	Barclays Global Agg Corporate	154.8	CHF	-0.8	-2.3	-1.1	2.3	9.5
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	Exane Europe Convertible Bond	8194.1	EUR	-0.6	0.0	1.5	3.6	11.4
OBLIGATIONS HIGH YIELD	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	156.0	USD	0.5	2.2	3.6	3.2	12.1
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	AB SHORT DURATION HI YD-AT	14.9	USD	0.1	0.8	1.5	2.4	10.0

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Remontée graduelle des taux longs en zone euro

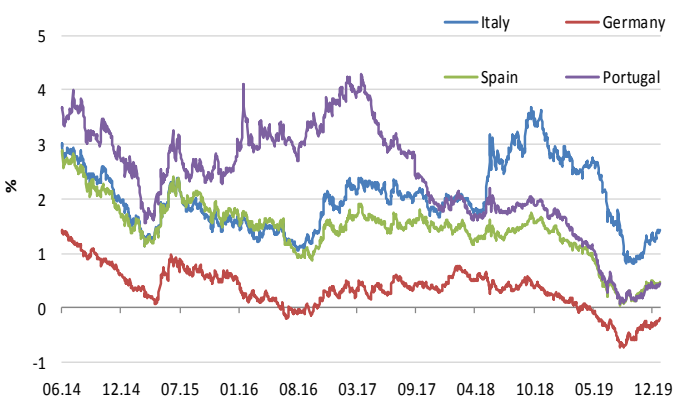
On assiste depuis plus de trois mois à un changement partiel, mais assez significatif des anticipations des investisseurs en matière de perspectives conjoncturelles et de niveau relatif approprié des taux d'intérêt. Il y a quelques mois encore, la chute des taux en euros trouvait sa justification dans les risques réels de récession qui pouvaient toucher l'Allemagne. Au cours des derniers mois, l'abaissement relatif des incertitudes a permis une revalorisation progressive des rendements qui a pratiquement effacé l'exagération constatée en août. L'inversion de la courbe des taux en euro pendant l'été s'est donc à nouveau un peu normalisée pendant l'automne avec une hausse des taux à dix ans de -0.71% en août à -0.3% en novembre. Le marché des capitaux en euro est en train de prendre en compte une baisse des risques de récession, mais n'est pas encore prêt à parier sur une véritable reprise conjoncturelle et une évolution plus positive de l'inflation qui seront sans doute indispensables à toute remontée des rendements en terrain positif. A ce propos, l'inflation est passée en territoire négatif en novembre avec une chute de -0.3% sur le mois. Sur un an, l'indice CPI rebondi de +0.7% à +1.0%, tandis que l'inflation hors alimentation et énergie est à peine de +1.3%. Du côté des prix à la production, les données d'octobre sont à peine positives sur un mois (+0.1%), mais la chute du PPI atteint désormais -1.9% sur douze mois. Les indices de prix à la production ont nettement décéléré depuis leur pic de hausse (+4.9%) en octobre 2018 et sont en zone rouge maintenant depuis août 2019. Avec la baisse de l'inflation et une reprise d'environ 40 points de base des taux longs au cours du dernier trimestre, les rendements réels ont en fait progressé sensiblement en zone euro. Le rendement réel calculé sur les échéances longues est passé de -1.3% à la fin août à -0.6% aujourd'hui. Cette correction des rendements réels en euro ne devrait pas avoir une influence majeure sur le coût de financement des investissements, de la consommation à crédit ou du financement hypothécaire. Les rendements réels négatifs, même réduits, favoriseront encore en 2020 une relance de la demande et des investissements ces prochains trimestres. Dans ce contexte, nous estimons que les taux longs en euro devraient graduellement retrouver leurs niveaux du 1er semestre 2019 et repasser ainsi en territoire positif au cours des prochains mois. Une stabilisation à ces niveaux serait alors probable dans l'attente de signes conjoncturels meilleurs, notamment en Allemagne.

Le marché des capitaux en livre sterling restera peu attrayant

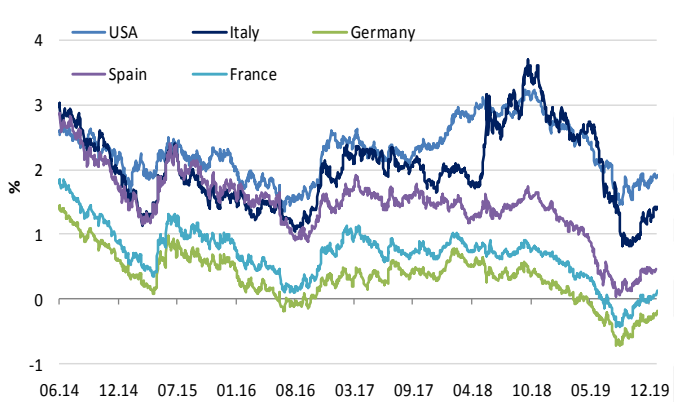
Depuis la dernière baisse des taux à long terme au Royaume-Uni pendant l'été, le déclin de 1.6% en septembre 2018 à seulement 0.4% à la fin août 2019, a été suivi d'une reprise rapide au-delà de 0.8%. Le contexte international s'est un peu amélioré pendant cette période, mais les risques économiques sont restés importants pour le Royaume-Uni, toujours en quête d'une solution politique au Brexit. L'incertitude liée à l'absence de solution au Brexit et les risques d'un réel effondrement de l'activité en cas de « no deal » avaient d'abord poussé les taux longs en dessous des plus bas niveaux atteints juste après le référendum de 2016. Les résultats des élections législatives devraient renforcer la tendance observée depuis trois mois et pousser un peu plus haut les rendements en livre sterling au-delà de 1%. Cependant, le marché des capitaux en livre sterling ne nous semble toujours pas très attrayant en raison de rendements encore sensiblement inférieurs à ceux des marchés en dollar US, dollar australien et dollar canadien. Les risque politiques semblent clairement s'estomper, mais si les chances augmentent désormais de voir un prochain Brexit ordonné se concrétiser, sa forme reste encore à être définie par Boris Johnson.

Les risques pour l'économie britannique sont encore élevés pour le début de l'année 2020, après un dernier trimestre en croissance nulle. Il faudra peut-être encore s'armer de patience pour voir une reprise économique sensible au Royaume-Uni, mais si le marché de l'emploi reste vigoureux et que le pouvoir d'achat continue de bénéficier d'une hausse des salaires supérieure à celle de l'inflation, une reprise de la consommation, des services et de l'industrie pourrait surprendre en 2020. Une sortie du Royaume-Uni négociée est désormais plus probable et les risques de récession devraient alors être ajustés à la baisse avec comme corollaire une probable hausse graduelle des taux longs et une stabilisation possible de la livre. Les risques de détenir des obligations en livres sterling nous semblent suffisants dans ce contexte pour éviter un positionnement trop agressif à ce marché. Dans ce contexte incertain, nous recommandons aux investisseurs internationaux d'éviter toute exposition au marché des capitaux en livre sterling et de se positionner sur d'autres segments obligataires.

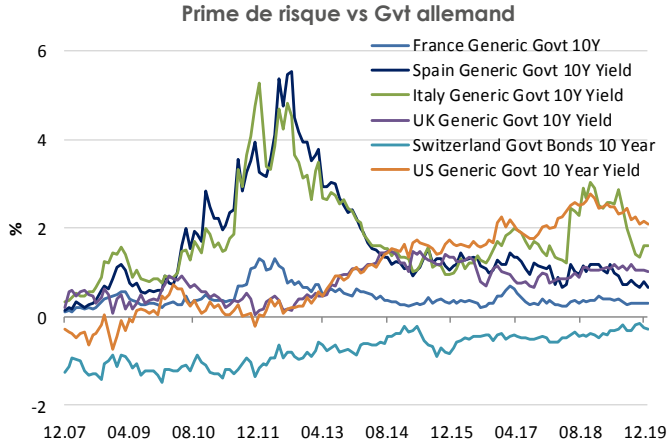
Taux à 10 ans - Gvt Europe



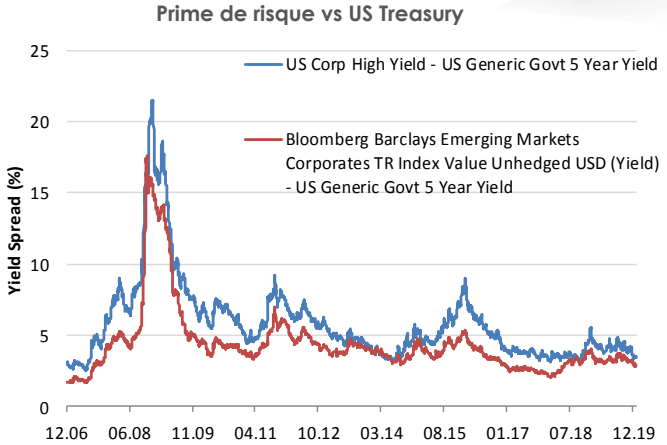
Taux à 10 ans - Gvt



Prime de risque vs Gvt allemand



Prime de risque vs US Treasury



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Toujours pas de rendement pour les obligations gouvernementales japonaises

Les rendements à dix ans des obligations gouvernementales japonaises ont enregistré une remontée sensible qui leur a permis de repasser en territoire positif en fin d'année. Les taux d'intérêt ont ainsi progressé de -0.3% à la fin août à 0% le 31 décembre. L'économie japonaise reste pénalisée par la faiblesse de la demande internationale et de ses exportations, tandis que les risques inflationnistes sont faibles avec un indice CPI annuel de +0.9% en décembre. Les taux longs devraient donc se stabiliser au-dessus de zéro après les ajustements observés au cours des derniers mois. Le contexte actuel n'est pas favorable au marché obligataire, qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes en termes de rendement pour l'investisseur étranger, alors que les risques de moins-values en capital et de pertes de changes sont plus élevés.

Privilégier les obligations émergentes au « high yield »

Les obligations à haut rendement et les obligations émergentes ont profité du regain de confiance des investisseurs et des injections de liquidités pour enregistrer de bonnes performances en décembre après une période de stabilisation de près de six mois. Nous nous inquiétons toutefois de la baisse des rendements des obligations à haut rendement qui a encore réduit les primes de risque pour ce type de placement par rapport aux obligations « investment grade ».

Il ne fait aucun doute que les rendements négatifs de ces placements continuent de pousser les investisseurs en quête de rendement positif vers des alternatives plus risquées au prix d'une diminution de la prime de risque associée. Malgré ce phénomène, le processus de « yield pick up » se poursuit et pourrait durer tant que les rendements gouvernementaux ne seront pas plus attrayants ou que les ratios de défaut ne remontent sensiblement.

Dans la phase présente de réajustement progressif et modéré des perspectives de croissance mondiale pour 2020, nous privilégions la dette émergente de qualité en monnaies locales et en dollar aux obligations à haut rendement.

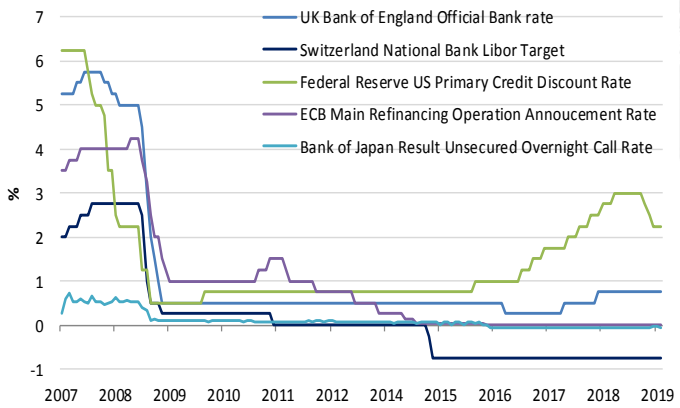
Allocation régionale et monétaire en faveur du dollar US

La baisse des rendements obligataires au cours des neuf premier mois a été généralisée, malgré des situations conjoncturelles souvent diverses. Les craintes d'un ralentissement économique mondial ont soutenu cette corrélation élevée en 2019 entre divers marchés de taux. En 2020, cette corrélation pourrait sensiblement diminuer avec un retour progressif à une appréciation plus rationnelle des perspectives conjoncturelles nationales.

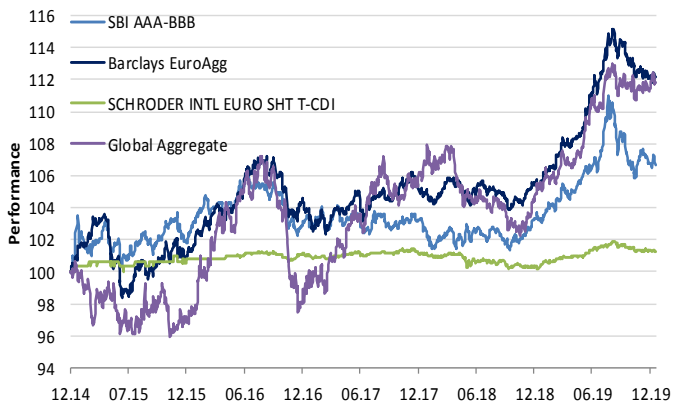
Les rendements gouvernementaux en euro, en franc suisse et en yen sont négatifs ou proches de zéro selon l'émetteur et n'offrent que peu de rationnel pour l'investisseur. Dans les marchés développés, la chute des rendements en dollar canadien et dollar australien nous semble excessive en relation avec la conjoncture et les perspectives de ces deux pays. Après avoir recommandé de privilégier une exposition à ces marchés et profité de plus-values en capital, nous estimons désormais que les risques d'ajustement des taux longs à la hausse sont plus importants qu'aux Etats-Unis.

Les rendements offerts étant désormais nettement inférieurs (1.38% et respectivement 1.2%) à ceux obtenus en dollar US (1.8%), nous recommandons une réallocation des allocations obligataires en dollars canadien et australien vers de la dette à court terme en dollar US dans le contexte actuel de courbe de taux plate.

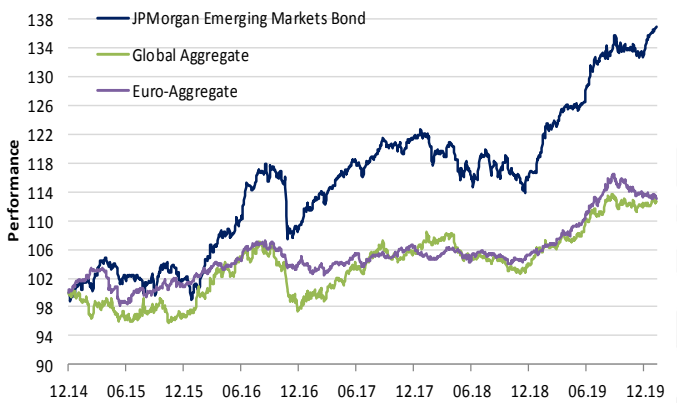
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



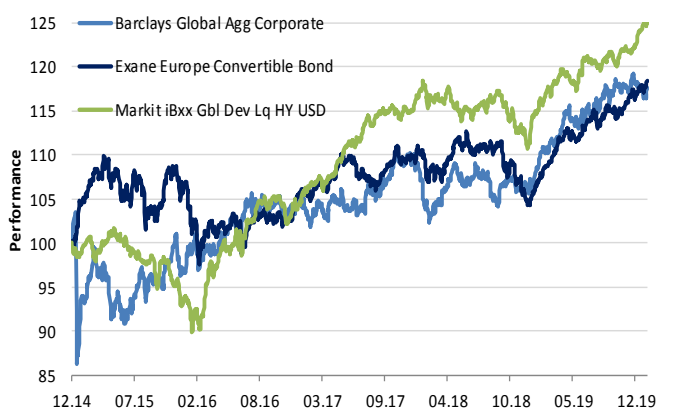
Performance YTD des indices obligataires 1- 5 ans (base 100)



Performance obligations émergentes (base 100)



Obligations émergentes - Europe de l'Est (base 100)



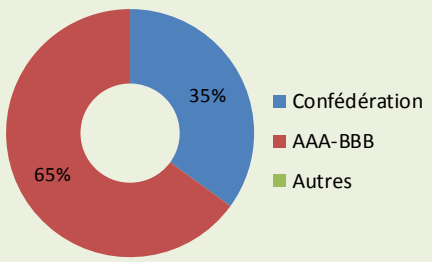
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations suisses

- Lente remontée des taux longs en Suisse
- Pas de baisse de taux directeur suite à la décision de la BCE
- Les rendements réels restent négatifs en Suisse
- Une période de faiblesse du franc suisse permettrait un ajustement plus net des rendements

Allocation obligations suisses



Allocation tactique

- Sous-pondérer les titres de la Confédération
- Surpondérer le segment "IG" corporate
- Durations courtes

OBLIGATIONS Débiteurs	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
Gouvernement	↘	↘							
Corporate (IG)	↘	↘							
Autres	↘	↘							

Lente remontée des taux longs en Suisse

Nous relevions en septembre le caractère irrationnel de l'effondrement des rendements à dix ans de la Confédération de -0.5% à -1.12% en août en annonçant un probable rebond très sensible dès lors que les risques de récession seront enfin évalués rationnellement. Les derniers mois de l'année 2019 ont ainsi été marqués par une remontée graduelle des taux longs de -1.12% à -0.4% en début novembre qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Les perspectives pour les marchés obligataires en franc suisse sont négatives dans cet environnement, bien que les dernières statistiques publiées indiquent un retour possible des risques déflationnistes en Suisse. L'indice CPI publié pour le mois d'octobre montrait en effet une baisse de -0.2% de l'inflation sur le mois et de -0.3% sur un an. Le rendement réel est ainsi passé de -0.85% à -0.75% en octobre.

Les risques de récession ou d'affaiblissement conjoncturel dans notre pays nous semblent relativement faibles et en tout cas tout à fait insuffisants pour justifier à eux seuls des rendements actuels encore négatifs. Le retour de l'indice CPI pour le mois de décembre à zéro sur un an est par ailleurs aussi insuffisant pour permettre d'écarter le retour de risques déflationnistes. Les perspectives conjoncturelles suisses sont cependant positives avec une croissance attendue du PIB de +1.5% sur l'année 2020, qui ne se reflète évidemment pas dans le niveau actuel des taux longs. La politique monétaire de la BNS maintenant un taux négatif de -0.75% est ainsi toujours le facteur primordial affectant le niveau des taux longs dans notre pays. Dans cet environnement, la performance négative des indices obligataires (-1.74%) du dernier trimestre a tout de même réduit le résultat global positif obtenu par la classe d'actifs de +3.05% sur l'ensemble de l'année. Les perspectives pour 2020 sont négatives pour les obligations suisses « investment grade ».

Les rendements réels restent négatifs en Suisse

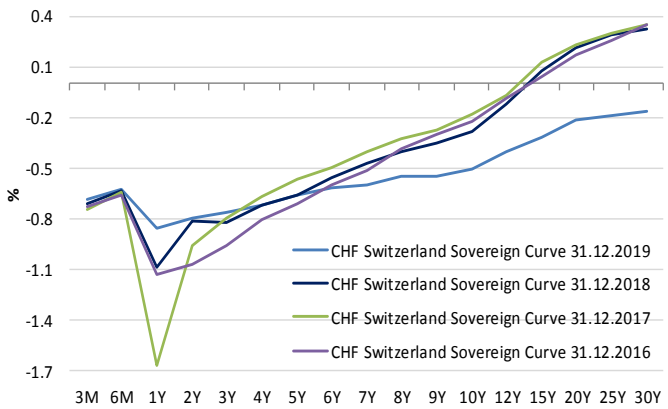
Le rebond des rendements nominaux à 10 ans de la Confédération de -1.12% au plus bas de l'été à -0.47% en début d'année 2020 et le glissement des indices de prix à zéro en décembre sur un an ont très sensiblement affecté les rendements réels en francs suisses. Le rendement réel à long terme remonte ainsi de -1.62% en septembre à -0.47%. Le rendement réel à un an, calculé sur la base du coût de financement pris avec un taux libor à 12 mois de -0.49%, est ainsi très similaire.

Les rendements réels négatifs sont des facteurs de soutien à la dynamique économique notamment par le soutien à la consommation et à l'investissement. Une période prolongée de taux réels négatifs précède une relance conjoncturelle. Les taux réels sont encore négatifs bien que dans une moindre mesure qu'au trimestre précédent, mais ils constituent toujours un facteur de soutien à la dynamique économique dans notre pays.

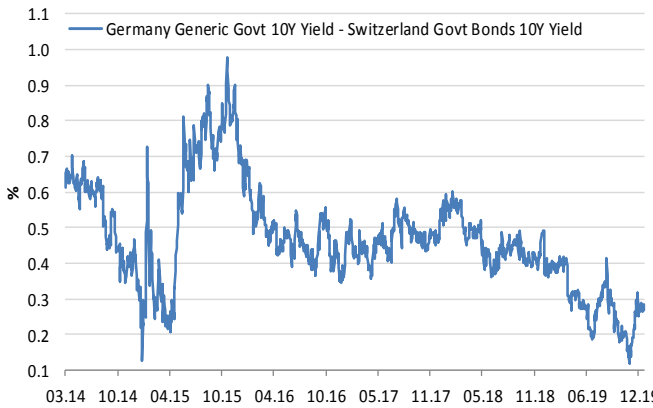
Une période de faiblesse du franc suisse permettrait un ajustement plus net des rendements

Malgré une PPP (parité de pouvoir d'achat) favorable à un affaiblissement du franc suisse, il sera indispensable de pouvoir observer ou tout au moins anticiper avec suffisamment de crédibilité une relance conjoncturelle européenne sérieuse et durable pour envisager une telle tendance. Cependant, à moyen terme, nous estimons que les probabilités d'affaiblissement modéré du franc sont croissantes. Il faudra compter sur ces développements pour que les taux d'intérêt suisses à long terme repassent en territoire positif.

Courbe de taux Confédération

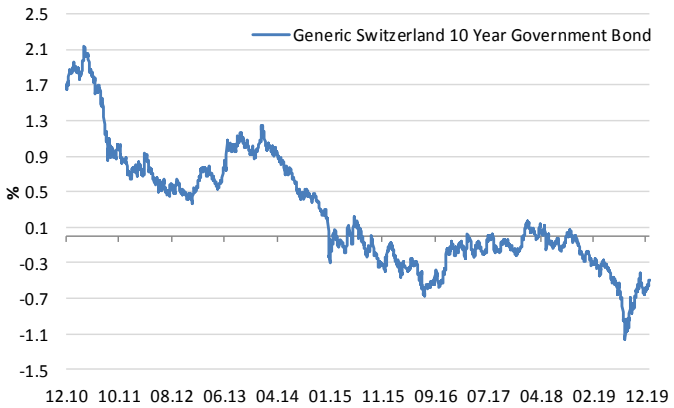


Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)

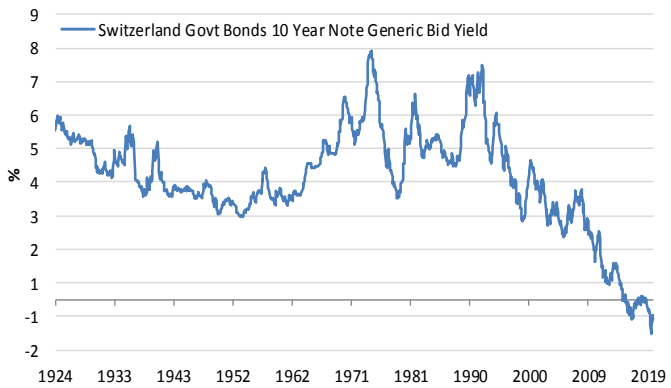


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

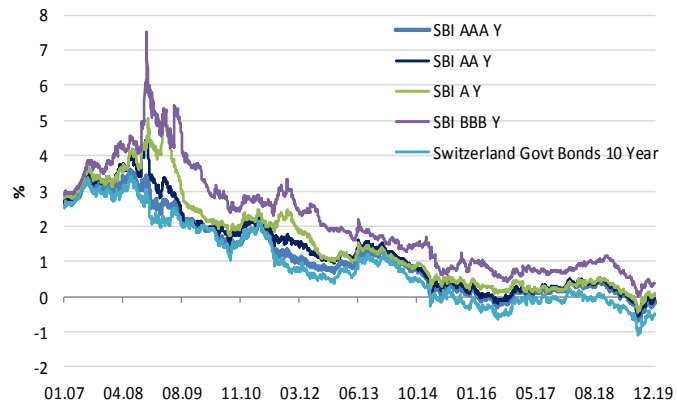
Obligations de la Confédération - taux 10 ans



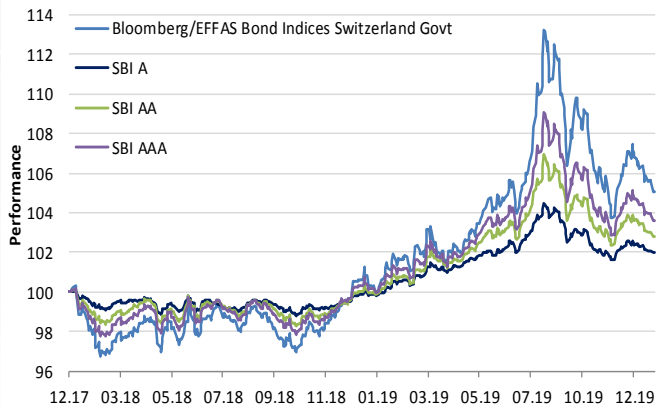
Taux longs de la Confédération depuis 1924



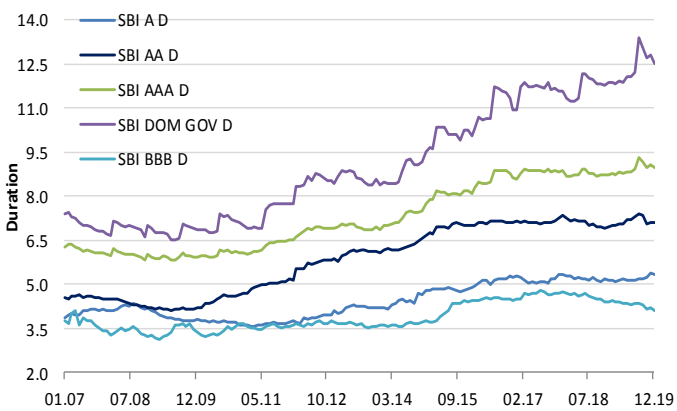
Rendement (en %) par type de débiteur



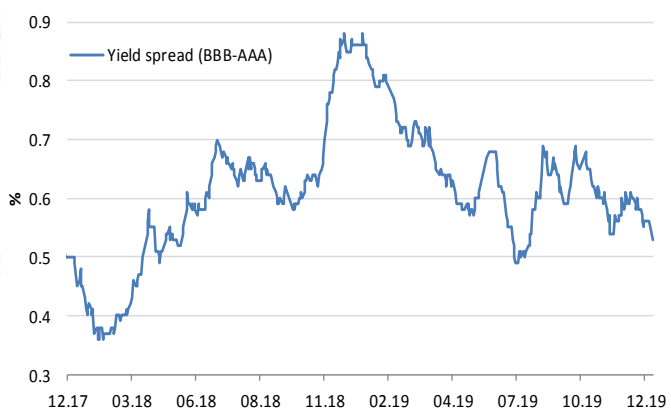
Performance des obligations suisses (base 100)



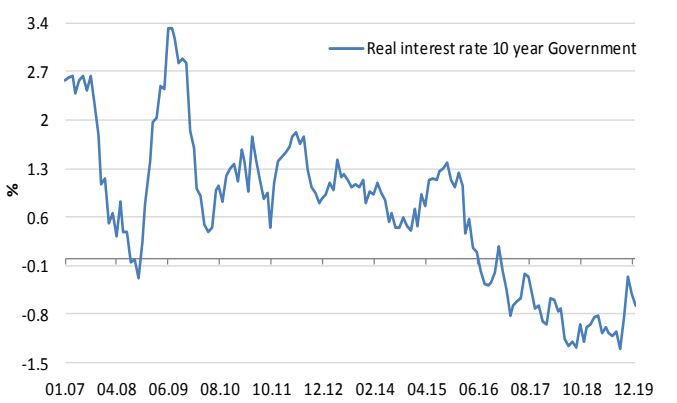
Duration des indices obligataires suisses



Ecart de rendement



Taux d'intérêt réels



INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

31.12.2019 — Total Return Performance

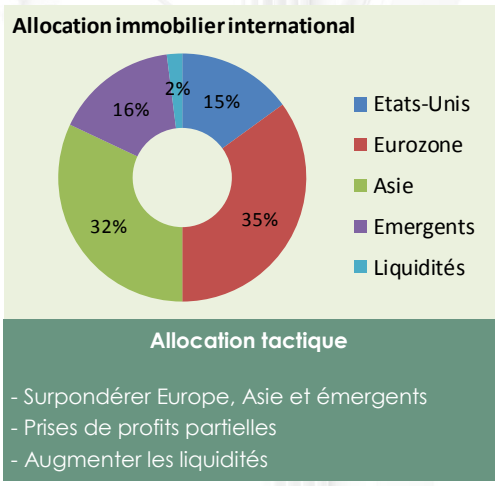
	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
Bloomberg Barclays Series-E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index	274.6	CHF	-0.5	-1.9	-3.3	0.3	4.4
SBI A-BBB	139.7	CHF	-0.1	-0.4	-0.6	0.1	2.9
SBI AA-BBB	138.3	CHF	-0.2	-0.7	-1.2	-0.2	2.8
SBI AAA-AA	140.5	CHF	-0.3	-1.2	-2.1	-0.2	3.1
SBI BBB	152.6	CHF	0.0	-0.3	-0.2	0.6	3.9
SBI AAA-BBB	140.7	CHF	-0.3	-1.0	-1.7	-0.2	3.0
SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P	66.8	CHF	0.0	-0.4	-1.0	-1.7	-2.9
SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P	85.8	CHF	-0.2	-0.8	-1.8	-2.2	-2.4
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	135.1	CHF	-0.7	-2.6	-4.7	0.3	5.5

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier international

- Bonne performance de l'immobilier titrisé international en 2019
- La liquidité joue encore un rôle positif pour l'immobilier titrisé
- Le facteur liquidité perdra de l'importance en 2020
- Poursuite des flux entre obligations et placements immobiliers
- Allocation régionale favorable à l'Asie et aux marchés émergents



Allocation tactique

- Surpondérer Europe, Asie et émergents
- Prises de profits partielles
- Augmenter les liquidités

IMMOBILIER Région	Expected Return 3mois	Expected Return 1an
Suisse	→	→
Etats-Unis	→	→
Eurozone	→	↗
Royaume-Uni	↘	↘
Asie	↗	↗
Emergents	↗	↗
Liquidités		

ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
sous exposition			neutre	surpondération		
---	--	-	=	+	++	++

Bonne performance de l'immobilier titrisé international en 2019

Les placements immobiliers titrisés internationaux ont poursuivi leur hausse au 4ème trimestre en réalisant une nouvelle performance positive de +3.3%. Celle-ci porte à +22.5% la croissance des valeurs immobilières de l'indice EPRA/NAREIT global net sur l'ensemble de l'année 2020. Ce résultat particulièrement positif sur la période n'est pourtant pas exceptionnel en comparaison historique. En effet, depuis la publication de cet indice en 2008, l'immobilier international avait enregistré trois performances plus impressionnantes encore en 2009 (+35.68%), 2012 (+25.67%) et 2014 (+27.42%). En tant que classe d'actif, l'immobilier international réalise en fait des cycles boursiers manifestement assez courts depuis 2008. La progression globale est en fin de compte composée de successions de très bonnes années, qui sont presque toujours suivies de correction de cours l'année suivante.

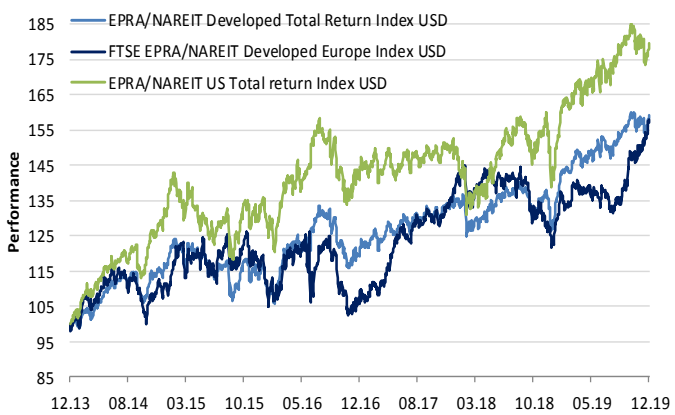
La volatilité est donc un élément important à prendre en considération et qui marque le rythme de l'évolution de cette classe d'actifs. Sur l'ensemble de l'année, on note toutefois que l'essentiel de la progression a été réalisée au 1er trimestre (+14.73%). Au cours des deux trimestres suivants, la croissance mensuelle moyenne de +1.5% suggère plus une phase de stabilisation avant la reprise évoquée plus haut en fin d'année, sans doute à nouveau motivée et poussée par les injections massives de liquidités dont la Banque centrale américaine a gratifié les marchés en fin d'année.

Le Royaume-Uni et les émergents enregistrent un trimestre exceptionnel

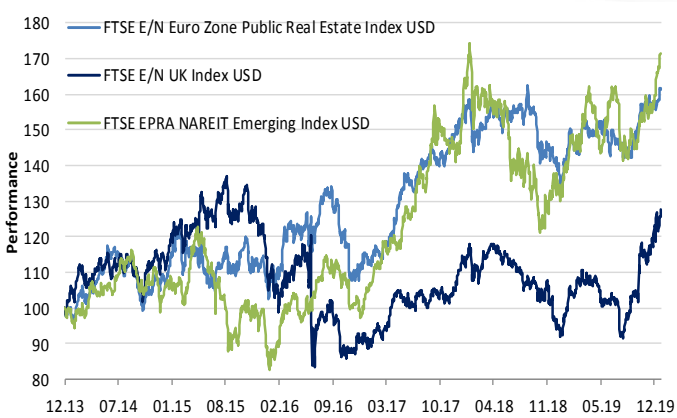
Surprises sur le plan régional, l'immobilier au Royaume-Uni réalise la meilleure performance de l'année. Avec une hausse de +30.6% l'indice Epra Nareit UK dépasse nettement la performance moyenne internationale de +22.5%. C'est essentiellement en raison du rattrapage extraordinaire qui s'est matérialisé au dernier trimestre que l'immobilier britannique obtient cet excellent résultat. En effet, l'évolution croissante des sondages, qui donnait Boris Johnson gagnant des élections de décembre et qui augmentait les chances d'un Brexit rapide en 2020, a dissipé les incertitudes importantes qui retenaient les investisseurs de s'intéresser au marché immobilier britannique. Le dernier trimestre a donc été fantastique pour l'immobilier titrisé britannique qui pouvait profiter du plus fort rebond (+11.65%) enregistré depuis septembre 2009.

L'Asie profite au dernier trimestre de l'amélioration de la situation politique entre la Chine et les Etats-Unis. La signature annoncée pour le mois de janvier 2020 d'un accord sur la phase 1 des négociations commerciales a réduit en partie tout au moins l'incertitude qui pénalisait les investissements dans la région et a ainsi amélioré la perception des opportunités dans les marchés émergents et en Asie.

Indices EPRA Nareit - USA, Europe, Monde (en USD)



Indice EPRA Nareit - Eurozone, Royaume-Uni, Emergents (en USD)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Les fondamentaux par ailleurs solide de cette région avaient été écartés en raison des risques commerciaux, ce qui avait retenu les investisseurs pendant un temps, mais le dernier trimestre a permis d'objectiver les opportunités et les risques.

La hausse de l'immobilier émergent de +14.3% en fin d'année est ainsi la meilleure performance régionale de la période sous revue. Ce retournement de situation exceptionnel au 4ème trimestre lui permet d'afficher un excellent résultat annuel de +29.82%, à peine inférieur à celui du Royaume-Uni. Les marchés asiatiques encore à la traîne en fin d'année devraient aussi bénéficier d'un retour des investisseurs en 2020 sur ces marchés plus dynamiques.

L'immobilier américain est ainsi le seul à comptabiliser un résultat négatif au cours du trimestre (–0.94%), mais les précédents mois avaient été suffisamment forts pour constituer une performance annuelle très réjouissante de +24.35%

La liquidité a joué un rôle positif pour l'immobilier titrisé

Depuis 2018, les marchés financiers sont sous la menace d'un ralentissement conjoncturel mondial qui trouverait en partie son fondement dans les difficultés rencontrées par le secteur manufacturier international. Les risques d'une guerre tarifaire totale entre la Chine et les Etats-Unis ont été le facteur principal d'accroissement de ces incertitudes et des révisions à la baisse des perspectives de croissance économiques. Et pourtant dans ce contexte économique plus incertain, les valeurs immobilières ont enregistré des performances à deux chiffres souvent similaires mais parfois nettement supérieures à celles réalisées dans les marchés actions. L'immobilier émergent a ainsi largement surperformé les actions émergentes, il en était de même pour l'immobilier britannique.

Le retour de la liquidité en seconde moitié d'année a été un facteur positif pour les placements immobiliers côtés, qui n'ont pas été réellement affectés par les risques de baisses des revenus locatifs qui auraient pourtant logiquement dû être envisagé en relation avec le scénario de ralentissement conjoncturel mondial.

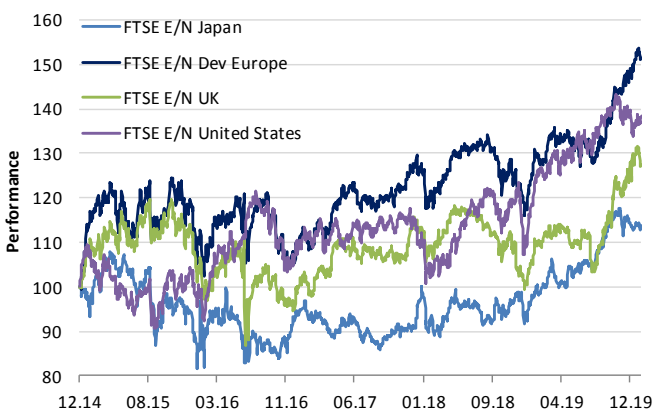
Le retour de la croissance de la liquidité mondiale a donc été un facteur de soutien pour l'immobilier titrisé qui a profité aussi bien des baisses de taux directeurs, qui sont intervenues dans un nombre important de pays, que des nouvelles injections de liquidités et rachat d'actifs opérés par les plus importantes banques centrales.

Le facteur liquidité perdra de l'importance en 2020

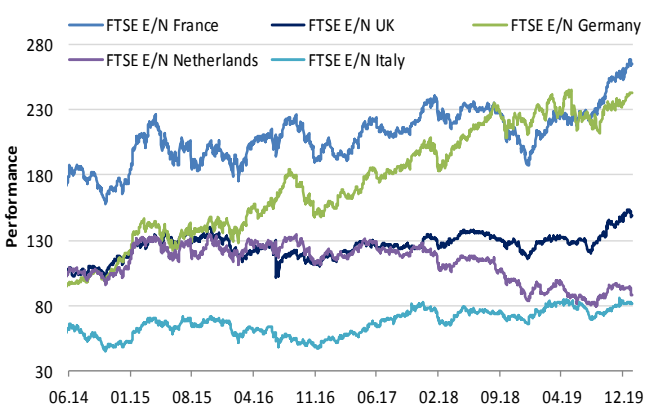
Pour l'année 2020, il est probable que ce facteur soit moins favorable aux Etats-Unis, en Europe et au Japon en particulier. Le cycle de baisse des taux directeurs devrait s'ajuster à l'amélioration attendue des résultats économiques et devrait donc plutôt se stabiliser dans ces régions. Il est ainsi possible aux Etats-Unis que la Réserve fédérale décide de freiner rapidement ses injections de liquidités après avoir sans doute été particulièrement active au dernier trimestre en accroissant son bilan de 400 milliards de dollars en quelques semaines seulement.

Le statu quo dans ces pays ne profitera donc pas aux marchés financiers. Ailleurs, notamment en Chine, en Asie et plus généralement dans les marchés émergents, la liquidité fournie par les banques centrales pourrait encore s'accroitre et être maintenue plus longtemps, constituant ainsi un facteur de soutien additionnel.

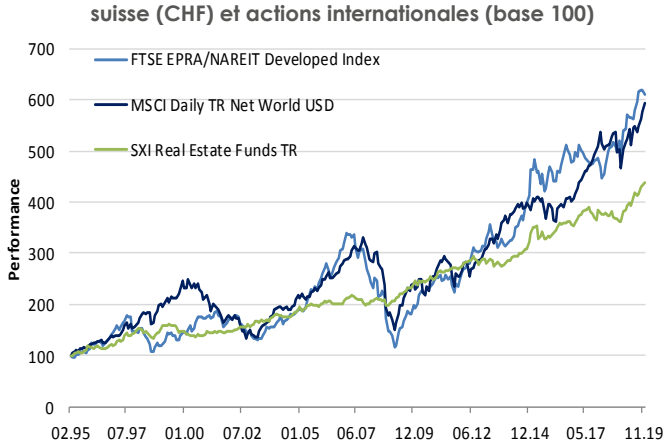
Marchés immobiliers en monnaies locales



Marchés immobiliers européens en monnaies locales



Performance long terme : immobilier international, immobilier suisse (CHF) et actions internationales (base 100)



INDICES IMMOBILIER INTERNATIONAL (en monnaies locales)

31.12.2019 — Total Return Performance

BPS ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT Glb TR	3137.0	USD	1.8	1.7	3.5	7.1	23.6
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	5843.7	USD	1.7	0.6	2.0	6.9	23.1
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	2485.9	EUR	0.9	3.0	9.0	18.6	29.4
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2740.7	EUR	0.5	0.8	5.0	12.9	21.6
USA	FTSE E/N United States	3236.4	USD	1.9	-1.0	-0.9	6.6	24.3
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1742.3	EUR	0.0	-0.5	-1.0	2.9	19.2

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Poursuite des flux de fonds entre obligations et placements immobiliers

Après une année 2019 tout à fait incroyable pour la plupart des classes d'actifs, nous estimons toutefois que les conditions économiques de 2020 devraient favoriser l'immobilier titrisé un peu plus encore. Les rendements des actifs immobiliers continuent d'être souvent plus attrayants que ceux offerts par les placements obligataires traditionnels « investment grade » et par les obligations à haut rendement.

Les baisses de taux directeurs et l'affaissement des taux longs ont abaissé les courbes de taux d'intérêt et les conditions générale de financement encore un peu plus en 2019. La consommation et l'investissement peuvent désormais compter sur des conditions encore meilleures qu'en 2017. En particulier l'investissement immobilier profite de coûts de financement exceptionnellement bas. Dès lors les perspectives économiques pour 2020 doivent bénéficier de ce phénomène, ce qui aura comme effet une remontée progressive des taux longs.

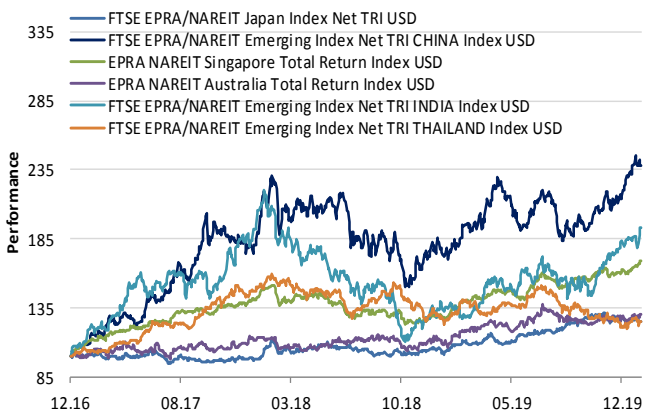
D'un point de vue d'allocation d'actifs, c'est peut-être à nouveau le dernier moment pour réduire l'exposition aux placements à revenu fixe avant de devoir subir les pertes en capital logiquement associée à toute remontée des rendements. Dans ce contexte, au cours des prochains trimestres, nous estimons que les transferts d'allocation entre obligations et placements immobiliers devraient se poursuivre. Cette tendance pourrait soutenir de nouvelles progressions des cours de l'immobilier titrisé sans commune mesure avec l'évolution des prix de l'immobilier direct.

Allocation régionale favorable à l'Asie et aux marchés émergents

L'année 2020 devrait rester favorable aux placements immobiliers internationaux, bien que la diminution de l'influence du facteur liquidité soit probable et limite de facto les perspectives de plus-values. Nous maintenons nos vues positives sur la classe d'actif et notre recommandation globalement favorable à l'immobilier.

En termes d'allocations régionales, le marché américain est peut-être le plus susceptible de manquer de soutien en 2020. Le dynamisme et la croissance des revenus locatifs dans les marchés asiatiques et émergents nous semble toujours supérieurs. En 2020, ces deux régions devraient être les plus grands bénéficiaires de l'ajustement en cours des perspectives économiques et de la trêve qui devrait intervenir dans les négociations tarifaires entre la Chine et les Etats-Unis. Nous recommandons de favoriser les marchés émergents, l'Asie et de sous-pondérer les Etats-Unis ainsi que le Royaume-Uni.

Évolution des marchés immobiliers (USD)

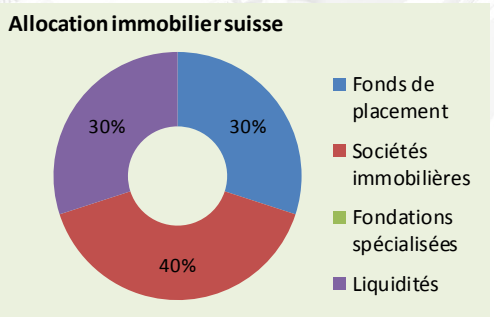


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier suisse

- Performances records pour l'immobilier titrisé
- Les valorisations et les risques atteignent de nouveaux sommets
- Impossible de résister à l'attrait d'un rendement alternatif séduisant



IMMOBILIER suisse	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
Fonds de placement	↘	→							
Sociétés immobilières	↘	→							
Fondations spécialisées	→	→							
Liquidités									

Allocation tactique

- Réduire les fonds de placement
- Réduire les sociétés immobilières cotées
- Prises de profits et 30% de liquidités

Performances records pour l'immobilier titrisé

Un nouveau trimestre positif se termine pour l'immobilier titrisé en Suisse qui vient couronner une année tout à fait exceptionnelle sur le plan historique. La performance trimestrielle (+5.7%) enregistrée par l'indice SXI Swiss Real Estate Funds des fonds de placements cotés en bourse suisse pousse ainsi encore plus haut le résultat obtenu sur l'ensemble de l'année à +20.67%. Il s'agit de la meilleure performance historique obtenue depuis 1997 (+22.51%), soit la 2ème meilleure performance depuis la création de cet indice.

Les valorisations et les risques atteignent de nouveaux sommets

Mais les sociétés immobilières cotées ont enregistré une progression encore plus exceptionnelle en 2019 qui place l'année écoulée de très loin en première place des séquences annuelles. En effet, la hausse de +40.16% des valeurs des sociétés immobilières mesurée par l'indice SXI Swiss Real Estate Shares surpasse de loin celles enregistrées depuis la création de cet indice en 2005 et notamment la précédente meilleure performance historique de l'année 2010 de +26.07%. Nous évoquions il y a quelques semaines la hausse des niveaux de valorisation des fonds de placement et des sociétés immobilières suisses en rappelant que ceux-ci avaient désormais atteint des zones de risque à prendre en considération. La hausse des agios est désormais un indicateur de risque à prendre sérieusement en compte dans l'analyse des risques et des opportunités pour cette classe d'actifs. En ce début d'année, les mesures traditionnelles d'appréciation des risques pour l'immobilier titrisé suisse ont atteints des niveaux historiques extrêmes. L'agio moyen des fonds de placement suisse est aujourd'hui de 34.9% soit son plus haut niveau des trente dernières années. En ce qui concerne les sociétés immobilières cotées, la hausse des dernières semaines a poussé la prime moyenne à 37.5%, un niveau tout à fait extrême également en comparaison historique. Ces niveaux de valorisation extrêmes constituent des signes désormais significatifs d'un engouement excessif pour cette classe d'actif dont la rationalité peut être questionnée.

Impossible de résister à l'attrait d'un rendement alternatif séduisant

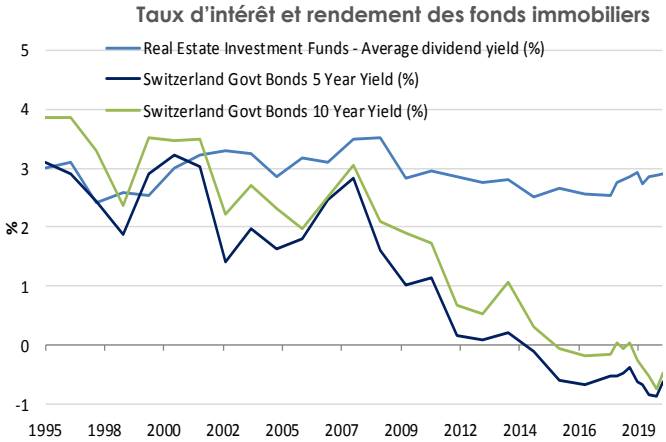
Le rendement du dividende attendu pour ces deux segments de marché est pourtant toujours élevé. On estime que le rendement moyen attendu en 2020 serait de 2.91% pour les fonds de placement et de 3.49% pour les sociétés immobilières. Ce facteur suffit sans doute encore en ce début d'année aux investisseurs pour relativiser l'accroissement des risques de moins-value et justifie toujours les réallocations d'actifs en faveur des placements immobiliers titrisés au détriment des placements obligataires non rémunérateurs. La chute des rendements obligataires à des niveaux insensés en août avait renforcé le besoin d'alternative et sans doute poussé un peu plus encore le processus de transfert du risque obligataire en risque immobilier. Les flux de fonds suivent donc encore la même tendance, l'immobilier direct et l'immobilier titrisé constituent en effet toujours la première source alternative de rendement en dehors des placements obligataires.

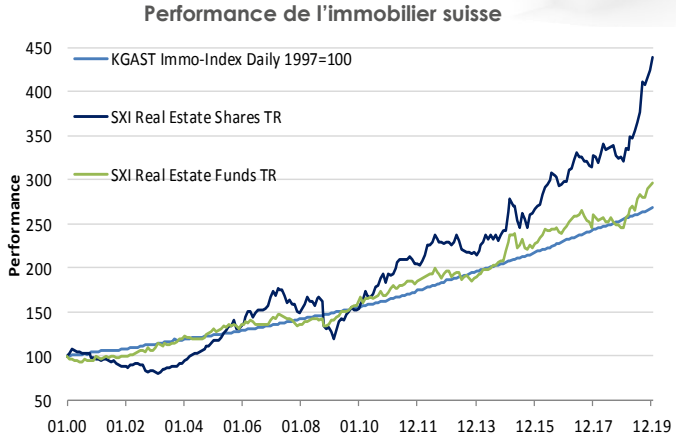
IMMOBILIER SUISSE

31.12.2019 — Total Return Performance

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SXI Real Estate Funds TR	436.3	-1.4	1.1	5.7	6.8	20.7
SXI Real Estate Idx TR	3273.7	0.3	3.6	7.9	20.3	37.0
KGAST Immo-Index*	300.6		2.7	3.4	4.5	5.2

* subject to one-month lag



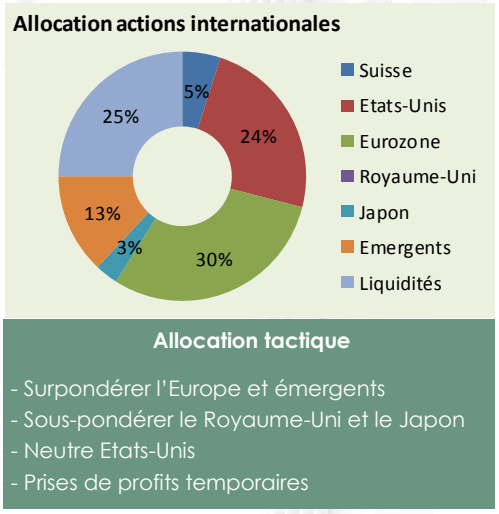


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Régions

- Retour de la volatilité sur les marchés actions en 2020
- Actions européennes plus attrayantes en termes de valorisations
- Actions américaines menacées par des valorisations élevées et des risques géopolitiques croissants
- Surperformance probable des marchés émergents en 2020



Allocation tactique

- Surpondérer l'Europe et émergents
- Sous-pondérer le Royaume-Uni et le Japon
- Neutre Etats-Unis
- Prises de profits temporaires

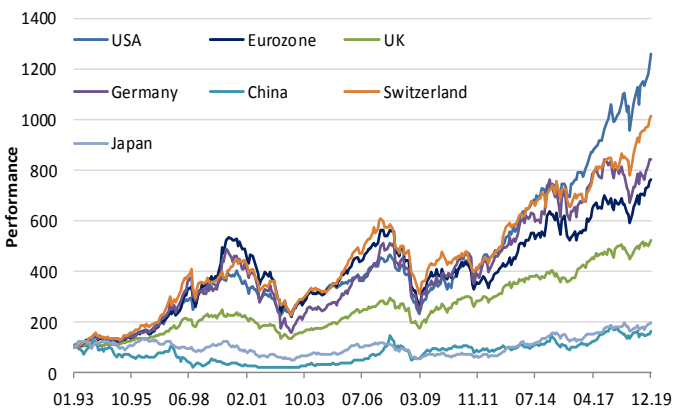
ACTIONS Régions	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) ---	--	-	=	+	++	++
Suisse	↘	→							
Etats-Unis	↘	→							
Eurozone	↘	→							
Royaume-Uni	↘	→							
Japon	↘	→							
Emergents	↘	→							
Liquidités									

Retour de la volatilité sur les marchés actions en 2020

La performance des marchés actions en 2019 a été particulièrement réjouissante et impressionnante avec un marché américain à nouveau parmi les meilleurs « performeurs » des marchés développés. La performance de +28.88% du S&P500 en dollar sur douze mois est tout d'abord exceptionnelle si on la compare à la suite des performances annuelles enregistrées au cours des vingt dernières années. Elle est en effet la deuxième meilleure performance de la période juste derrière celle enregistrée en 2013 de +29.6%. Par rapport à la performance annuelle moyenne d'environ +6% sur vingt ans et +10.4% sur trente ans, le résultat de l'année 2019 est également hors norme. Elle couronne une onzième année de « bull market » débuté au printemps 2009, qui s'affiche désormais comme la plus longue phase de hausse des bourses des dernières décennies. Mais si on met en perspective la progression de 2019 avec l'évolution plus récente des indices boursiers, on constate que l'indice S&P500 est resté jusqu'en octobre 2019 dans une zone de consolidation qui avait débuté en janvier 2018 sans pouvoir dépasser significativement les tops intermédiaires atteints en janvier 2018, septembre 2018, mai 2019, juillet 2019 puis septembre 2019 proches de 3'000 points. Ainsi, entre septembre 2018 et septembre 2019, la performance du S&P500 s'est avérée en fait proche de zéro. La hausse des neuf premiers mois de l'année 2019 a effectivement simplement permis de compenser et d'effacer la volatilité et la correction temporaire de près de -20% qui avait marqué les marchés financiers au 4ème trimestre 2018. Dès lors l'impressionnante hausse de l'année 2019 n'apparait plus tout à fait aussi exceptionnelle. La hausse du 4ème trimestre 2019 de +8.5% peut apparaitre comme une nouvelle avancée des indices, après une période de vingt et un mois de consolidation, dans une volatilité, il est vrai, élevée en fin d'année 2018. Cependant, il faut tout de même relever que cette dernière avancée semble bel et bien due à nouveau au facteur « liquidité » et non pas à une évolution positive des bénéfices des sociétés qui devrait être le facteur le plus sain à long terme pour justifier d'une progression des cours. En effet, les injections massives de liquidités opérées par la Réserve fédérale américaine pendant cette période, correspondant à plus de 400 milliards de dollars, soit plus de 10% du bilan de la banque centrale, ne sont pas étrangères au regain de confiance des investisseurs. Pourtant, l'année 2019 devrait se boucler sur une contraction des profits des entreprises américaines d'environ -5% et les perspectives de croissance des profits pour 2020 ne devraient pas être élevées dans le contexte de croissance économique plus faible et de pression sur les marges.

Dans ce contexte spécifique, les niveaux de valorisation des marchés actions et du marché américain en particulier se sont tendus en 2019. La hausse des cours s'explique par l'accroissement du ratio cours/bénéfice qui est passé de 14x à 19x les profits dans l'environnement de contraction des bénéfices. D'autres mesures de valorisation confirment ce constat et constituent de véritables sources d'inquiétude pour les investisseurs rationnels en ce début de nouvelle année et de nouvelle décennie. On observe aujourd'hui, que les valorisations en termes de « Price to sales » ou d'« Enterprise value to EBITDA » se situent à des niveaux historiques élevés qui correspondent à ceux atteints en 1999 avant le début du « bear market » initié en 2000 et qui avait vu les cours des actions chuter de -50%.

Marchés actions long terme (base 100)



Actions chinoises A et B (base 100)

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

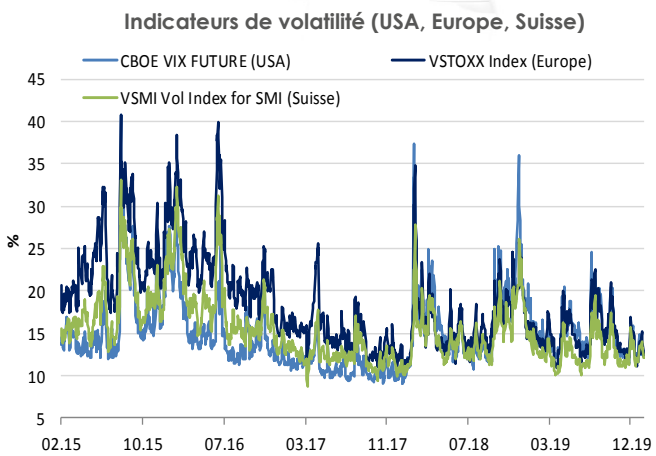
Ces éléments permettent une remise en perspective indispensable en ce début d'année pour estimer les opportunités et les risques des marchés. Les marchés actions nous semblent plus que jamais vulnérables à une diminution/interruption des injections de liquidités, à une remontée graduelle des taux d'intérêt longs ou à des déceptions en matière de croissance des profits en 2020. Un retour de la volatilité nous parait probable après une progression exceptionnelle des cours en 2019.

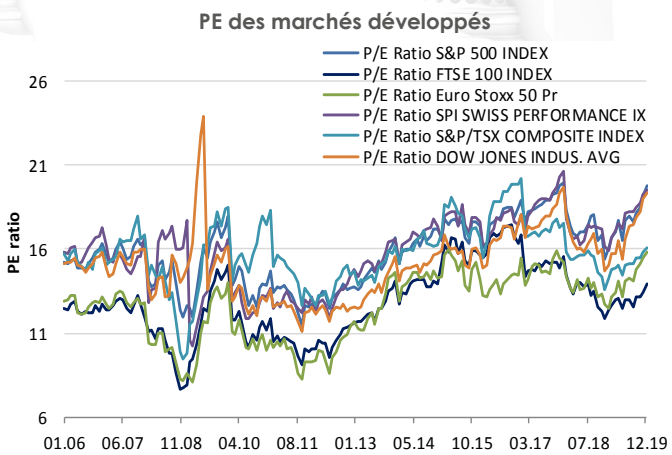
Les actions européennes restent plus attrayantes que les valeurs américaines

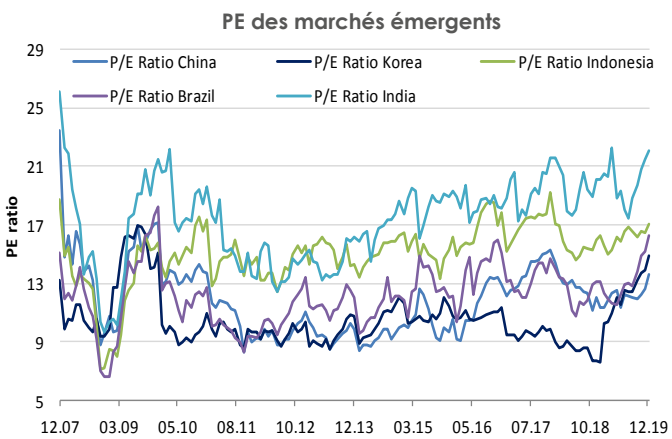
La performance des actions européennes (+19.5%) reste inférieure à celle du marché américain (+26.7%) sur l'ensemble de l'année 2019. Cependant, la surperformance des titres américains semble essentiellement liée aux rachats d'actions des sociétés. Corrigée de cet effet, la performance des titres européens est en fait similaire. En fin d'année, la valorisation des actions européennes reste toujours attrayante. Avec une valorisation de 15.9x les profits attendus pour 2020, elles bénéficient d'un discount de près de -20% par rapport aux actions américaines dont le niveau de PE pour l'exercice 2020 est de 18.6x. Depuis le 15 août, date du renversement de tendance sur les marchés de taux et sur les marchés actions, les performances des deux marchés ont été presque identiques aussi bien en monnaies locales que dans l'une ou l'autre devise. La persistance de taux bas en zone euro devrait favoriser un retour d'intérêt des investisseurs pour les titres européens et une phase d'expansion des PE. Au-delà du niveau plus attrayant de valorisation, les sociétés européennes offrent aussi un rendement très nettement supérieur à celui servi par les sociétés américaines. Le rendement de 3.3% est ainsi 80% plus élevé que celui offert par les valeurs du S&P500 en moyenne (1.85%). Cet écart de valorisation est peut-être pour l'instant explicable par la perception d'une plus forte sensibilité des valeurs européennes à des chocs externes tels que le ralentissement en Chine ou dans les pays émergents. Les investisseurs sont donc peut-être plus convaincus pour l'instant par la capacité des sociétés américaines à faire face à de tels chocs que les valeurs européennes. Une meilleure conjoncture devrait être par conséquent la clé d'une surperformance des actions européennes.

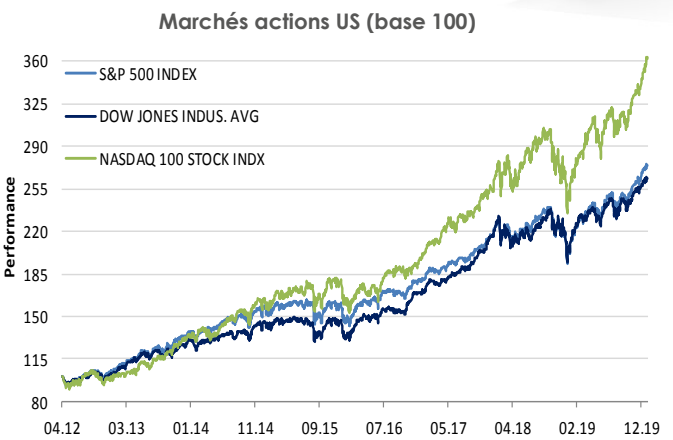
Actions américaines menacées par des valorisations élevées et des risques géopolitiques croissants

Le dernier trimestre 2019 a vu une nouvelle envolée des actions américaines, qui ont enregistrés de nouveaux sommets dans une phase d'accélération essentiellement poussée par l'afflux de liquidités injectées par la Réserve fédérale américaine et par la dynamique observée sur quelques valeurs de la technologie. La hausse du S&P500 de +8.5% sur le trimestre, dont +2.86% sur le seul mois de décembre, porte à +28.9% la performance de l'année 2019, ce qui constitue la deuxième meilleure performance depuis 1998. Une hausse étonnante si on considère qu'en 2019, les résultats des sociétés américaines vont enregistrer une baisse estimée à environ -5%. Dès lors, la hausse des actions américaines est essentiellement due à l'expansion du ratio Cours/Bénéfice liée aux baisses de taux de la Fed et aux injections rapides de liquidités en fin d'année. La progression du ratio Cours/Bénéfice de 14x à 19x en 2019 dans ce contexte est peu rationnelle et devrait donc être inquiétante, même s'il est vrai que dans d'autres phases d'expansion de PE par le passé ce ratio a dépassé 20x pour l'indice S&P500 avant d'être suivi d'une correction des cours. Nous maintenons notre analyse qu'en début 2020 le facteur émotionnel pousse irrationnellement plus haut les cours des actions à des niveaux extrêmes généralement annonciateurs de correction boursière significative. L'indice Fear&Greed montre aujourd'hui un niveau de 96/100 rarement atteint, alors que le niveau des indices s'est éloigné de plus de 2 écarts types de leur tendance, signe également d'une probabilité élevée d'interruption de tendance. La dernière fois que le marché actions a atteint la valorisation actuelle de 2.4x les ventes (« Price to sales »), ce fut avant le crash de l'année 2000 des « dot.com ». D'autres mesures comme l'« Entreprise value/EBITDA » sont à leur zénith également et suggèrent que la situation actuelle constitue un découplage historiquement ravageur à moyen terme. Une hausse pourrait cependant encore être soutenue par une poursuite de l'action récente menée par la banque centrale, mais les risques géopolitiques qui ont brutalement surgi en début 2020 au Moyen-Orient pourraient bien dégénérer rapidement en une nouvelle situation de crise aux effets négatifs sur les cours du brut et sur la psychologie des investisseurs pouvant provoquer un ajustement des anticipations et une correction sensible des marchés.









Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Profits des sociétés du Nikkei en chute pour le 3ème trimestre consécutif

L'activité économique et les performances des sociétés japonaises restent très affectées par l'imbroglio avec la Corée du Sud et les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. La chute des exportations a clairement un impact négatif sur les résultats des sociétés cotées qui affichent un déclin de -5.3% sur un an, tandis que les ventes enregistrent leur première chute depuis trois ans (-2.6%). Un affaiblissement du yen, une diminution des tensions commerciales et de meilleures perspectives conjoncturelles soutenues par les dernières baisses de taux d'intérêt longs et courts aux Etats-Unis seraient favorables à une reprise du Nikkei. Dans cette attente, nous maintenons une stratégie plutôt neutre sur les actions japonaises.

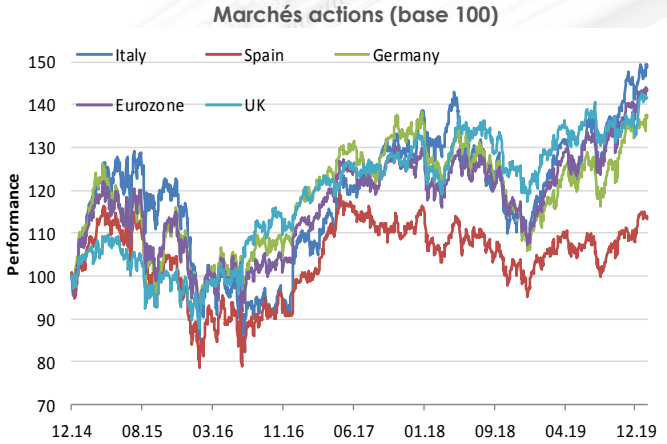
Eviter les actions britanniques

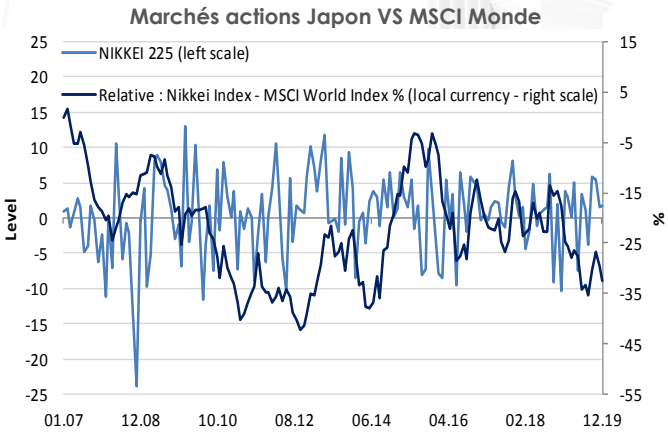
L'environnement politique et boursier nous semble moins incertain désormais, cependant le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble pas beaucoup plus attrayant en termes relatifs que celui du marché obligataire. Nous maintenons donc notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant.

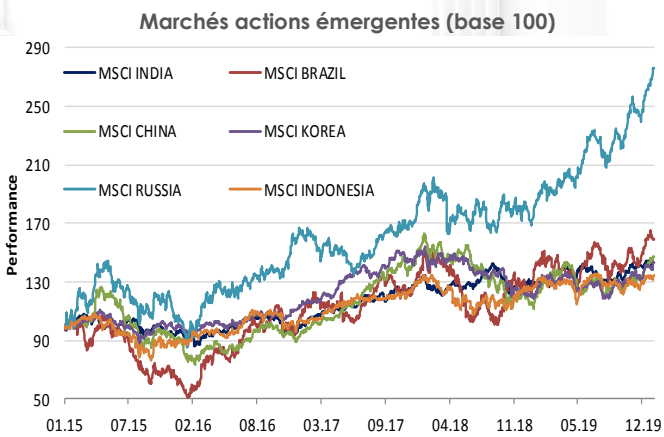
Surperformance probable des marchés émergents en 2020

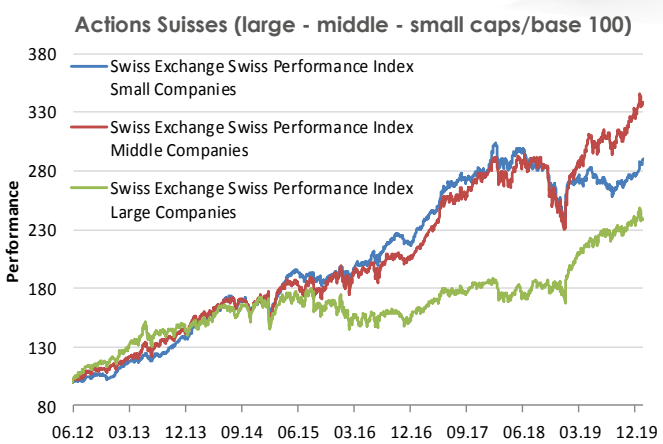
Les préoccupations de ralentissement conjoncturel en 2019 avaient affecté plus durement les marchés émergents, mais désormais l'ajustement des perspectives de croissance mondiale pour 2020 est plus favorable aux marchés émergents qu'au marchés développés. Le FMI prévoit une accélération de la dynamique émergente telle que leur croissance en moyenne devraient être deux fois supérieure à celle des pays développés. Les banques centrales des pays émergents ont été plus actives dans leurs politiques de soutien conjoncturel et devraient sans doute conserver une attitude similaire en début 2020.

Les marges de manœuvre sont en général plus importantes dans les pays émergents et on observe une amélioration des conditions monétaires, fiscales et économiques, ainsi que des réformes structurelles qui commencent à avoir des effets positifs. Les marchés émergents profiteront en 2020 de plus de mesures de soutien conjoncturel alors même que l'amélioration du cycle global aura des impacts positifs sur les économies émergentes. En 2019, les indices émergents ont sous performés les indices des pays industrialisés d'environ -10%, l'année 2020 devrait permettre une surperformance de certains marchés comme le Vietnam, la Chine ou l'Inde. Une surpondération de l'exposition aux marchés émergents est recommandée.









INDICES ACTIONS - REGIONS (en monnaies locales)

31.12.2019 — Total Return Performance

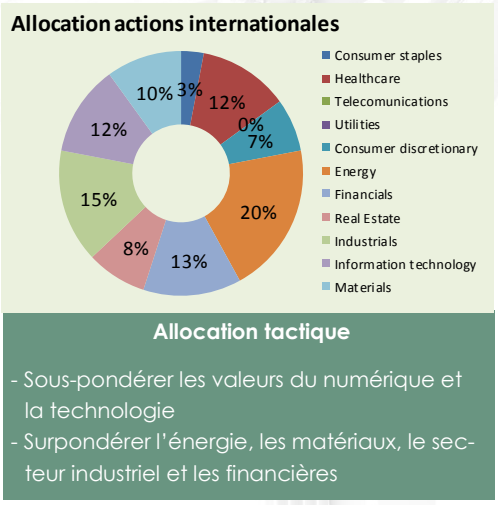
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
ACTIONS SUISSES	SPI Swiss Performance Index	12837.5	CHF	-0.9	1.3	4.9	7.2	30.6
ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS	SPI Extra Total Return	4640.9	CHF	-0.3	1.9	7.6	8.7	30.4
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	415.8	EUR	-0.7	2.1	6.2	9.0	27.7
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	465.7	EUR	0.0	4.2	11.7	13.6	31.4
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	4196.5	GBP	-1.0	3.3	4.2	5.5	19.1
ACTIONS US	S&P 500 Index	3230.8	USD	0.3	3.0	9.1	10.9	31.5
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	675.2	USD	-0.2	2.1	8.5	7.1	27.7
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	23656.6	JPY	-0.6	1.7	8.9	12.3	20.7
ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS	Russell/Nomura Mid-Small Cap I	897.4	JPY	-0.4	1.2	8.9	12.5	15.4
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPAN	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	552.7	USD	0.5	5.7	10.5	6.3	19.6
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPAN SMALL-MID CAPS	MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap	939.5	USD	1.7	3.9	6.2	0.7	7.7
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	1114.7	USD	0.6	7.3	11.7	7.1	18.6
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD)	MSCI Daily TR Net World	6909.7	USD	0.3	3.0	8.6	9.1	27.7

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Secteurs

- Renforcement du positionnement défensif
- Surpondération de la santé, de l'énergie, de l'industrie et des matériaux
- Sous pondération du secteur technologique
- Privilégier les valeurs de substance



Allocation tactique

- Sous-pondérer les valeurs du numérique et la technologie
- Surpondérer l'énergie, les matériaux, le secteur industriel et les financières

ACTIONS Secteurs	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
Consumer staples	↘	→							
Healthcare	→	→							
Telecommunications	↘	→							
Utilities	↘	→							
Consumer discretionary	↘	→							
Energy	↗	→							
Financials	↗	→							
Real Estate	→	→							
Industrials	↗	→							
Information technology	↘	→							
Materials	↗	→							

Le trimestre écoulé a produit des résultats très divers sur le plan sectoriel et des dispersions de performances plus élevées entre ces segments de marché que lors des précédents trimestres. Si tous les secteurs internationaux ont enregistré des performances positives, l'écart entre le meilleur (13.7%) et le moins bons (0.6%) résultat avoisine tout de même 14%. Sept secteurs sous performent ainsi la performance de l'indice MSCI World, pour seulement quatre qui réalisent un meilleur parcours.

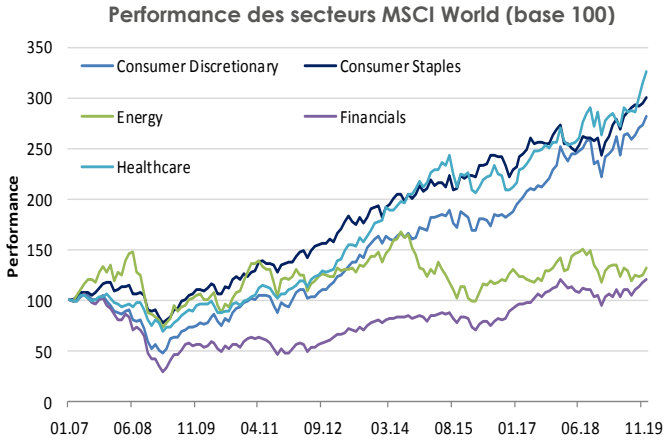
Notre positionnement sectoriel international privilégiait notamment au cours des derniers mois les secteurs de la santé, les matériaux et les financières, qui ont enregistré au cours du trimestre des performances de +13.4%, +8.4% et respectivement +8.3%, surpassées uniquement par le segment technologique en hausse de +13.7%. Ces quatre secteurs ont été les seuls à réaliser des performances supérieures à celle de l'indice MSCI World (+8.2%). En surpondérant trois des quatre meilleurs « performeurs » du trimestre notre allocation sectorielle a donc été particulièrement judicieuse et a ainsi pu bien bénéficier de la reprise boursière de fin d'année. Les secteurs défensifs qui ont été privilégiés à court terme pour réduire le risque global des portefeuilles actions ont ainsi déjà joué leur rôle comme nous l'attendions. En ce début d'année, nous recommandons d'adopter une stratégie visant à obtenir une répartition sectorielle toujours plus défensives dans le contexte actuel incertain.

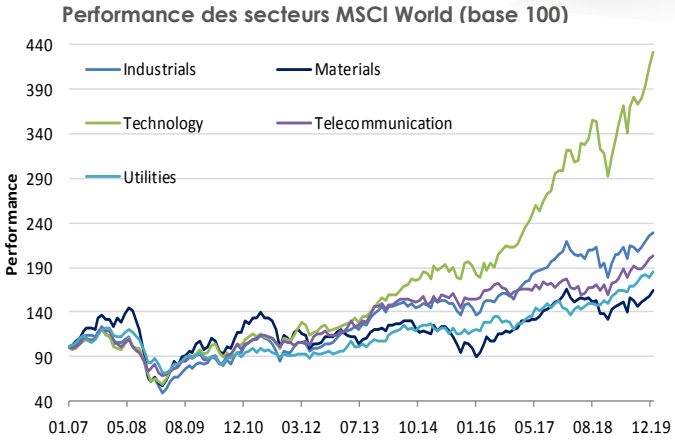
Nous ajustons dans cet esprit notre allocation sectorielle en surpondérant encore la santé, l'énergie et les matériaux, ainsi que les financières et les valeurs industrielles. Le secteur technologique reste en sous-pondération. Le secteur énergie dispose de valorisations attrayantes et de perspectives de croissance des profits séduisantes, il devrait donc profiter d'un scénario moins pessimiste sur la croissance mondiale et d'une tendance plus positive pour les cours du brut. Ce changement de scénario aura aussi un impact positif sur la demande de matériaux.

INDICES ACTIONS - SECTEURS

31.12.2019 — Total Return Performance

	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONSUMER DISCRETIONARY	MSCI WORLD/CONS DIS	278.3	USD	0.6	3.0	6.9	7.3	27.2
CONSUMER STAPLES	MSCI WORLD/CON STPL	251.1	USD	0.1	2.2	2.7	7.0	23.6
ENERGY	MSCI WORLD/ENERGY	196.9	USD	0.1	5.4	5.2	-0.6	12.6
FINANCIALS	MSCI WORLD/FINANCE	125.7	USD	0.5	3.1	8.9	9.4	26.5
HEALTHCARE	MSCI WORLD/HLTH CARE	279.1	USD	-0.2	3.4	13.8	12.5	23.9
INDUSTRIALS	MSCI WORLD/INDUSTRL	276.4	USD	-0.1	1.0	7.5	6.9	28.5
MATERIALS	MSCI WORLD/MATERIAL	272.2	USD	0.7	4.1	8.7	5.3	24.0
REAL ESTATE	MSCI WORLD/REAL ESTATE	231.4	USD	1.5	1.3	1.4	5.9	23.9
TECHNOLOGY	MSCI WORLD/INF TECH	310.9	USD	0.5	4.2	14.1	16.8	48.1
TELECOMMUNICATION	MSCI WORLD/TEL SVC	77.5	USD	0.0	2.0	8.0	9.6	27.9
UTILITIES	MSCI WORLD/UTILITY	150.2	USD	0.8	4.0	2.2	9.1	23.8



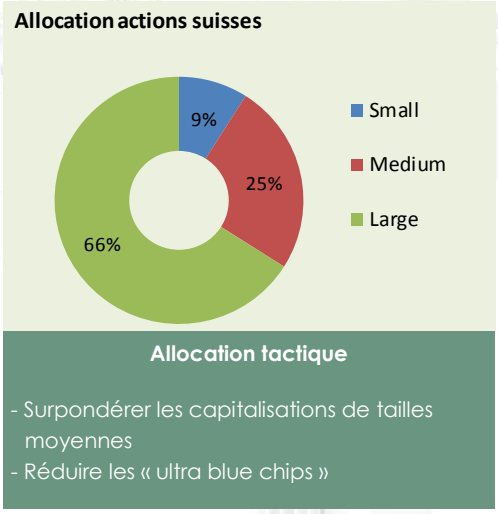


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions suisses

- Performance historique exceptionnelle et valorisations élevées
- Le caractère défensif peut encore séduire les investisseurs
- L'absence d'alternative ne justifie pas une surpondération



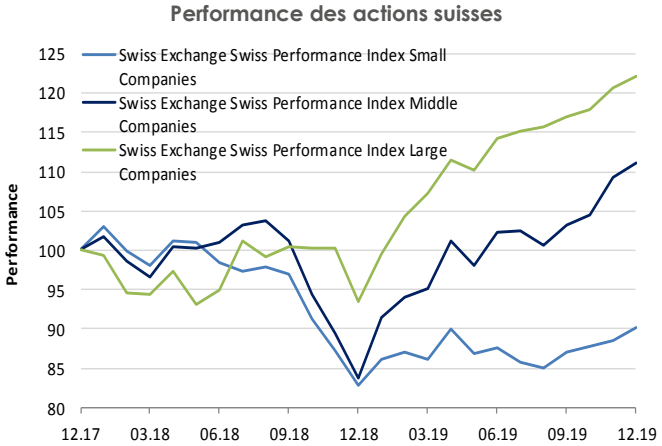
Allocation tactique

- Surpondérer les capitalisations de tailles moyennes
- Réduire les « ultra blue chips »

ACTIONS Capitalisations	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
			sous exposition			neutre	surpondération		
	3mois	1an	---	--	-	=	+	++	++
Small	→	→							
Medium	→	→							
Large	→	→							

Les actions suisses flirtent avec leurs précédents sommets

En 2019, les actions suisses ont presque fait jeu égal avec les actions américaines (+31.48%) en enregistrant une progression des cours de +30.59% en monnaies locales. Exprimées en francs suisses, ces performances placent cependant l'indice SPI devant l'indice S&P500 dans le palmarès des résultats annuels. La surperformance s'est avant tout réalisée en début d'année car le dernier trimestre s'est avéré plus faible pour les valeurs suisses, qui ont cédé près de 4% de performance relative en fin d'année. Le marché suisse a bénéficié de l'amélioration du climat boursier sans subir les effets négatifs de la progression du franc pendant cette période, un facteur généralement négatif pour les perspectives bénéficiaires. La performance de l'année 2019 est tout à fait exceptionnelle sur le plan historique, seule l'année 2005 avait effectivement été meilleure (+35.6%) au cours des vingt dernières années. L'excellent comportement boursier des valeurs suisses avait rapidement effacé le résultat négatif du dernier trimestre 2018 et poursuivait au 2ème trimestre une tendance positive avant de se stabiliser pendant l'été et de profiter encore en fin d'année de l'absence d'alternatives pour les investisseurs. En ce début d'année, le PE du marché suisse de 25x est l'un des plus élevés des marchés développés. Il surpasse de 25% la valorisation des valeurs européennes qui se traient pourtant à 20.3x, un peu moins que la valorisation de 21.6x du S&P500. Pour l'année 2020, ces ratios tombent à 16.8x pour la Suisse, 14.5x pour l'Europe et 18.6x pour les Etats-Unis. Le marché suisse sur cette base se traite à un « discount » vis-à-vis du marché américain et à une « prime » contre le marché européen. Les estimations du consensus en termes de croissance des bénéfices sont supérieures à +10% pour 2020, ce qui nous semble un peu élevé dans le contexte de croissance économique mondiale certainement plus faible. Une faiblesse du franc suisse serait cependant un facteur favorable. Le ratio cours/bénéfice du marché suisse est plutôt généreux dans ce contexte et à 16.8x les profits attendus pour l'année 2020 ce niveau de valorisation est entre 15% et 20% supérieur à la moyenne historique.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

En l'absence d'alternative de placement, le rendement du dividende pourrait encore constituer un facteur de soutien pour les actions. Toutefois, nous recommandons d'adopter une stratégie plus défensive en raison notamment du niveau de valorisation élevé.

Attention aux valorisations poussées à l'extrême par les taux bas

Malgré le niveau de valorisation élevé, le marché suisse continue de profiter de quelques avantages qui pourraient bien encore en 2020 lui permettre de rester dans le peloton de tête des meilleurs « performeurs » des marchés développés. En effet, dans l'environnement économique et politique actuel, les actions suisses conservent quelques atouts essentiels. Le marché suisse est en général perçu comme un marché défensif, notamment en raison du poids de ses trois grands « blue chips » que sont Novartis, Roche et Nestlé. Le secteur pharma et le secteur alimentation sont des segments défensifs par excellence qui peuvent encore séduire en 2020 les investisseurs et stratèges en quête de positionnement sur des valeurs défensives solides. Un processus de sélection de « blue chips » défensifs de qualité offrant des rendements de dividendes attrayant dans une devise réputée solide ne passera sans doute pas a coté de la Suisse.

L'environnement actuel de taux bas et de croissance faible poussera encore les investisseurs en 2020 à rechercher des alternatives aux obligations en augmentant leur prise de risque et leur allocation aux actions. Mais ils devront se montrer plus sélectifs et attentifs aux valeurs qui composeront leur portefeuilles actions. Une allocation plus importante en actions devrait dans ce sens très logiquement être composée de valeurs plus défensives. Le marché suisse recèle un nombre important de valeurs dont la capacité à générer des cash-flows est élevée en comparaison internationale. Les sociétés suisses sont bien gérées, profitent d'un environnement politique stable et sont souvent leader dans leurs domaines respectifs. Elles devraient encore être recherchées par les investisseurs internationaux pour ces caractéristiques et pour la visibilité de leurs croissances bénéficiaires. Finalement, le rendement du dividende actuel de près de 3% est supérieur à celui des titres du S&P500 (1.8%), du Nikkei (1.9%) et similaire au rendement de l'Euro Stoxx 50 (3.2%), il constitue aussi un facteur favorable pour privilégier les actions suisses dans une diversification internationales des allocations en actions.

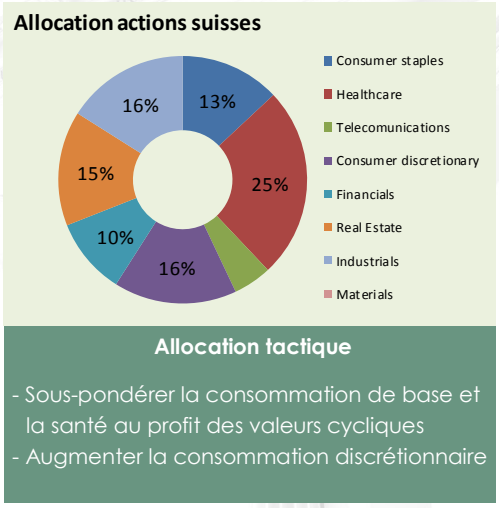
ACTIONS SUISSES - Capitalisations

31.12.2019 — Total Return Performance

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SPI SWISS PERFORMANCE IX	12837.5	-0.9	1.3	4.9	7.2	30.6
SPI SMALL COMPANIES INDX	24984.8	0.2	1.9	3.7	2.9	8.9
SPI MIDDLE COMPANIES IDX	18384.4	-0.4	1.5	7.6	8.6	32.7
SPI LARGE COMPANIES INDX	12207.3	-1.1	1.2	4.4	7.0	30.7

Actions suisses - Secteurs

ACTIONS SUISSES Secteurs	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
Consumer staples	↘	→							
Healthcare	↘	→							
Telecommunications	→	→							
Consumer discretionary	↗	→							
Financials	↗	→							
Real Estate	↘	→							
Industrials	↗	→							
Materials	→	→							



Allocation tactique

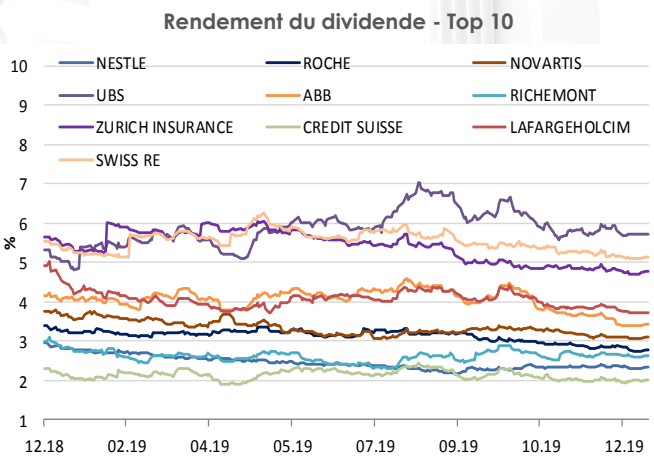
- Sous-pondérer la consommation de base et la santé au profit des valeurs cycliques
- Augmenter la consommation discrétionnaire

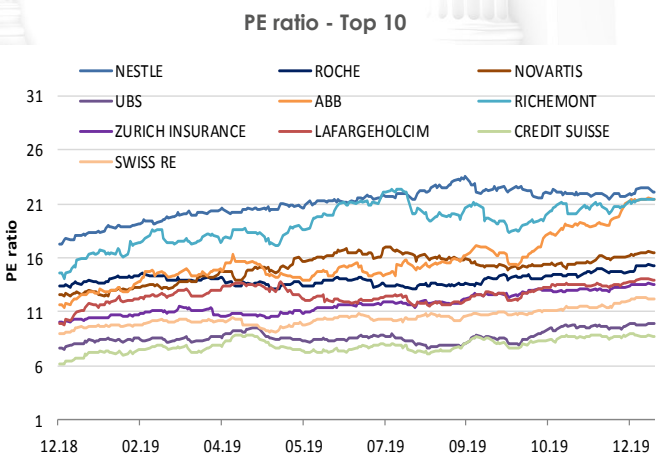
Perspectives de hausse des cours limitées en 2020

En ce début d'année, les titres du SMI ne semblent avoir qu'une marge de progression désormais plus réduite après la hausse du mois de décembre. Au cours des dernières semaines, seules quatre valeurs sur les vingt titres du SMI ont bénéficié d'un ajustement à la hausse de leur objectif de cours moyen avec un horizon temps de douze mois. Les révisions graduelles des perspectives bénéficiaires dans le contexte de l'année 2020 n'ont ainsi pas permis de modifier significativement les objectifs de hausse de cours. Globalement, l'objectif de hausse des cours pour les vingt valeurs du SMI est inférieur à +4% pour les trois principaux « blue chips » et inférieur à +1.5% pour les autres valeurs prises dans leur ensemble. En d'autres termes, le niveau actuel de l'indice SMI semble déjà avoir atteint l'objectif moyen des cours projeté sur douze mois, compte tenu des perspectives de croissance des profits en 2020. Parmi les quatre valeurs qui retenaient notre attention dans notre précédente Stratégie d'investissement, Sika a enregistré la meilleure performance du SMI avec une hausse de +24.55% sur le trimestre. La société Lafarge a également réalisé un parcours satisfaisant (+9.3%) en enregistrant la cinquième meilleure performance et en surperformant l'indice SMI (+5.3%) très nettement. Nous recommandons une réduction de l'exposition au titre Sika qui a atteint notre objectif de valorisation. Les progressions de cours attendues pour Lafarge, Swatch et Richemont sont encore supérieures à celle du marché. Ces trois valeurs offrent des perspectives attrayantes et restent à privilégier. L'approche « bottom up » favorise également deux titres du secteur bancaire avec des projections de hausse d'environ +10%.

Le rendement du dividende reste un facteur de sélection

Les rendements du dividende du SMI (2.9%) et du SPI (2.7%) restent élevés et attrayants dans l'environnement actuel de taux toujours très bas. Les titres à haut rendement de qualité seront encore recherchés par les investisseurs en 2020. Parmi les trois ultra « blue chips » suisses, le rendement de Novartis (3.1%) reste appréciable et supérieur à ceux de Roche (2.75%) et Nestlé (2.37%). Le secteur financier continue de présenter les meilleurs rendements du marché, souvent supérieurs à 4%.

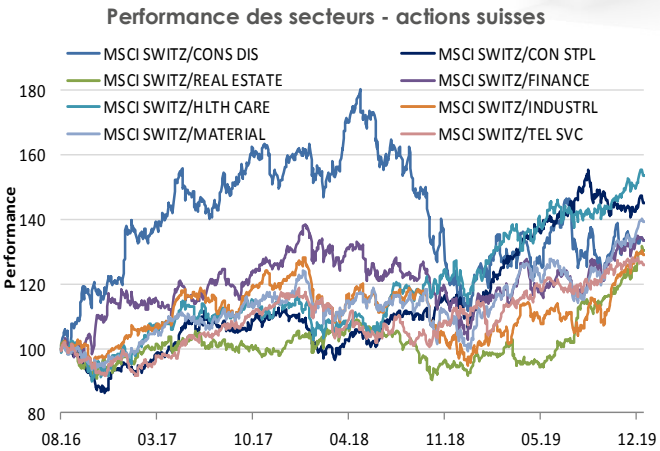




ACTIONS SUISSES - SECTEURS

31.12.2019 — Total Return Performance

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	280.9	-0.7	-0.9	4.3	-3.9	15.9
MSCI SWITZ/CON STPL	345.1	-1.6	0.9	-2.8	3.9	34.1
MSCI SWITZ/FINANCE	60.5	-0.7	1.1	6.1	10.4	25.7
MSCI SWITZ/HLTH CARE	184.9	-0.9	0.8	6.3	7.7	31.2
MSCI SWITZ/INDUSTRL	197.0	-0.6	2.8	13.8	14.6	32.7
MSCI SWITZ/MATERIAL	341.7	-0.6	3.8	12.5	10.1	37.3
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	1302.5	0.2	6.0	14.6	31.3	40.7
MSCI SWITZ/TEL SVC	96.9	-0.7	-1.0	4.1	4.6	14.3



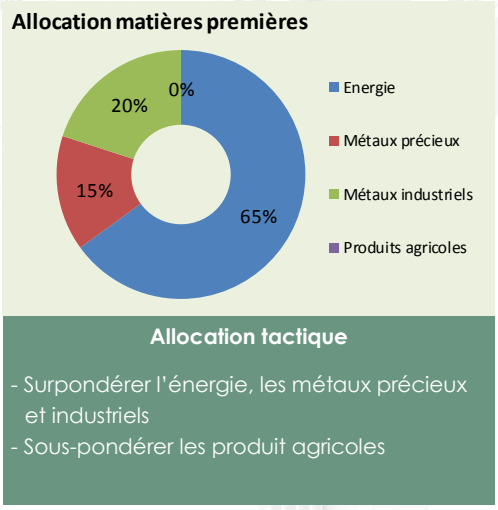
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Matières premières

- Perspectives encore positives en 2020
- Nouvelles avancées des cours du Brent et du WTI à 70$
- Hausse de l'or et surperformance de l'argent
- Réveil prochain des métaux industriels

MATIERES PREMIERES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
			sous exposition			neutre	surpondération		
	3mois	1an	---	--	-	=	+	++	++
Energie	↗	↗↗							
Métaux précieux	↗	↗↗							
Métaux industriels	↗	↗↗							
Produits agricoles	↗	↗							



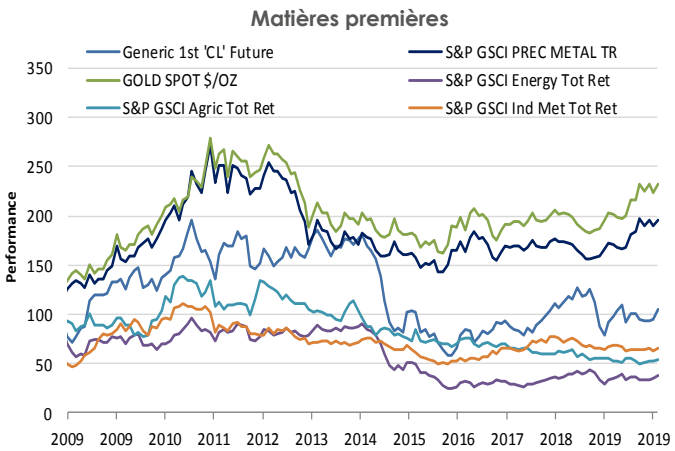
Allocation tactique

- Surpondérer l'énergie, les métaux précieux et industriels
- Sous-pondérer les produit agricoles

Les risques de récession pénalisent les matières premières mais soutiennent les métaux précieux

Les matières premières ont réalisé un très bon parcours en 2019 comme l'indique la progression de +17.63% de l'indice S&P Goldman Sachs Commodity. Cet excellent résultat est intervenu dans un environnement financier pourtant longtemps affecté au cours de cette année par les risques de récession ou tout au moins de ralentissement économique mondial. Le consensus des prévisionnistes, plutôt pessimiste en matière de prévision de croissance économique, s'est avéré largement incorrect en 2019, car la croissance mondiale, même légèrement plus faible est restée en fait plutôt résiliente et relativement solide. Dans ce contexte, la hausse des matières premières apparaitra pour certain comme une surprise, même s'il est vrai qu'une partie de la hausse s'est réalisée au cours du dernier trimestre (+8.31%), alors que les perspectives d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis réduisait un peu les incertitudes et les risques conjoncturels. Nous évoquions dans notre précédente Stratégie d'investissement que ce type de développement dans la crise sino-américaine aurait un impact positif pour les matières premières et notamment pour les cours du pétrole. C'est effectivement ce segment du marché des matières premières qui a le plus profité de la baisse des tensions entre les deux partenaires économiques en enregistrant une progression de +29.69% sur l'année (+11.53% au cours du dernier trimestre). Les métaux précieux ont eux aussi profité en fin d'année (+3.49%) de l'afflux de liquidités dans le marché provoqué par les injections assez massives de la Banque centrale américaine, portant à +17.62% la hausse du segment métaux précieux.

En 2019, les matières premières ont donc enregistré un bon parcours boursier, un peu inférieur à celui de l'immobilier, mais tout à fait réjouissant dans le contexte de fin de cycle et de récession annoncée. On observe une assez nette dispersion des résultats parmi les diverses composantes des indices globaux.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Alors que l'énergie et les métaux précieux réalisaient d'excellentes performances, les métaux industriels (+2.59%) et les produits agricoles (-0.34%) restaient largement en dehors de l'engouement général pour la classe d'actifs.

Perspectives positives pour 2020

Les matières premières n'ont pas encore bénéficié suffisamment du changement de perspectives et de scénario conjoncturel mondial. En ce début d'année, la signature de la phase 1 du traité entre la Chine et les Etats-Unis devrait pourtant marquer une nouvelle étape dans les négociations initiées par le président américain. En cette année électorale, il nous semble désormais probable que celui-ci se contente pour un temps de cet accord sans ouvrir de nouveaux volets de négociations pouvant remettre en question la situation favorable tant sur le plan économique que politique. Une trêve de quelques trimestres permettra d'apaiser les incertitudes et de retrouver un peu plus de sérénité dans l'analyse des perspectives de croissance. Celles-ci restent faibles après les dernières vagues de révisions des économistes, mais nous considérons que des surprises positives devraient au contraire ponctuer au cours des prochains mois un réajustement plus favorable des anticipations. L'économie chinoise notamment devrait voir un renforcement progressif de son secteur manufacturier et une reprise de l'industrie au cours des prochains mois.

Les matières premières bénéficieront alors d'un « news flow » plus positif pour les métaux industriels et pour le segment énergie. Du côté des métaux précieux, la récente hausse des cours de l'or au-dessus de 1'600$ l'once (objectif mentionné dans notre précédente Stratégie d'investissement) a été rapide et soutenue par une résurgence des risques géopolitique en début d'année. Cependant, les métaux précieux devraient aussi profiter d'une meilleure conjoncture et notamment l'argent qui surperformera sans doute les cours de l'or en 2020 lors de la prochaine phase de hausse.

INDICES MATIERES PREMIERES (en USD)

31.12.2019				Total Return Performance				
BBG ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
	MSCI Daily TR Net World USD	6909.66	USD	0.31	3.00	8.56	9.14	27.67
GLOBAL	S&P GSCI Tot Return Indx	2591.9	USD	0.1	7.0	8.3	3.8	17.6
WTI CRUDE	Generic 1st 'CL' Future	61.1	USD	-0.1	10.7	12.9	4.4	34.5
BRENT OIL	Generic 1st 'CO' Future	66.0	USD	-1.8	5.7	8.6	-0.8	22.7
NATURAL GAS	Generic 1st 'NG' Future	2.2	USD	0.8	-4.0	-6.1	-5.2	-25.5
OR	GOLD SPOT $/OZ	1517.3	USD	1.2	3.6	3.0	7.6	18.3
ARGENT	Silver Spot $/Oz	17.9	USD	0.3	4.8	5.0	16.6	15.2
AGRICULTURE	S&P GSCI Agric Indx Spot	301.9	USD	1.4	4.6	7.5	1.2	6.3
INDUSTRIAL METALS	S&P GSCI Ind Metal Spot	324.2	USD	-0.7	3.1	1.4	1.2	1.5

Les cours de l'énergie ont été pénalisé par les anticipations de chute de la demande, nous estimons au contraire que celle-ci restera forte en 2020. Les cours du pétrole WTI devraient rester dans une zone de consolidation temporaire au-dessus de l'objectif de 60$ le baril évoqué dans notre précédente Stratégie d'investissement avant de progresser à nouveau et s'approcher de 70-75$.

Nouvelles avancées des cours du Brent et du WTI à 70$

Le marché pétrolier est encore en ce début d'année peu influencé par l'émergence probable selon nous d'un scénario plus positif en matière de croissance économique mondiale, notamment dans les marchés émergents. Les anticipations de croissance de la demande d'environ 1mbj pour 2020 avaient été réduites dans le contexte d'un probable ralentissement conjoncturel et n'ont pas subi de changement. En termes d'équilibre entre l'offre et la demande, le marché du pétrole devrait à nouveau en 2020 être stabilisé avec une demande correspondant aux capacités de production effectives. Il conviendrait toutefois de prendre en considération la décision récente de l'OPEP de réduire sa production de 500k bpj, ce qui pourrait conduire à un déficit de l'offre en courant d'année de quelques centaines de milliers de barils par jour. En 2020, les cours du brut seront affectés par trois principales variables telles que la production du pétrole de schiste aux Etats-Unis, le respect des réductions de production de l'OPEP et la résurgence de tensions géopolitiques. Au cours des derniers jours, la situation géopolitique au Moyen-Orient s'est justement tendue entre l'Iran et les Etats-Unis et les risques d'escalade ou de dérapage ne doivent pas être négligés. Sur le plan politique, il faut désormais intégrer une probabilité plus élevée d'un événement pouvant créer une réelle inquiétude et un effet concret sur les cours et les conditions d'approvisionnement de pétrole. L'Iran pourrait tenter de perturber la production pétrolière irakienne au cours des prochaines semaines et déstabiliser plus durablement le marché. L'Irak n'aurait sans doute pas la même capacité de réaction que l'Arabie Saoudite lorsque celle-ci fut victime des attaques iraniennes il y a quelques semaines. L'impact d'une telle action serait certainement plus fort et durable sur les cours du brut en raison de cette incapacité. A ce jour, ces risques de dérapages ne sont pas réellement pris en considération par les « traders » selon nous. En ce qui concerne la production de pétrole de schiste, la tendance reste positive, mais nous doutons de la capacité de ce secteur à poursuivre au même rythme la croissance de sa production. Dans l'ensemble, nous estimons que les cours du brut pourraient atteindre 70-75$ pour le WTI avec une prime stable de 5$ entre le WTI et le Brent.

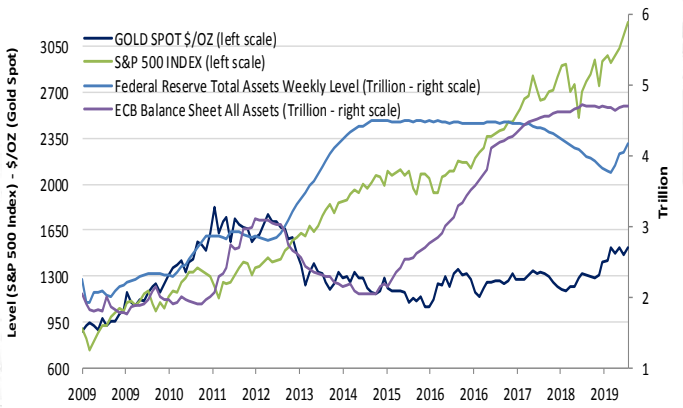
Hausse de l'or et surperformance de l'argent

Suite à la hausse assez impressionnante des cours de l'or entre juin et août, le métal jaune est logiquement entré dans une phase de consolidation autour de 1500$ l'once. Les injections de liquidités massives dans les mois suivants n'ont pas provoqué de réactions sur les métaux précieux avant qu'une accélération ne voit le jour en fin d'année qui a ensuite été exacerbée par la crise au Moyen-Orient. La demande d'investissement en or physique mesurée par la totalité de l'or détenue par les ETF est pourtant restée relativement stable et n'a que peu oscillé entre 81 et 82 millions d'onces au cours du dernier trimestre. La crise évoquée plus haut n'a pas eu d'effet en janvier sur ce secteur. En 2020, nous estimons que les cours de l'or devraient être soutenus par une reprise de la demande d'investissement provoquée par la volonté de se prémunir contre les risques d'une augmentation de la volatilité dans les marchés financiers après une année 2019 tout à fait exceptionnelle. Les cours de l'argent ont approché notre objectif intermédiaire de 20$ en septembre, ils consolident depuis et auront sans doute besoin de statistiques conjoncturelles meilleures pour tenter de se hisser au-dessus de ce niveau dans le courant de l'année.

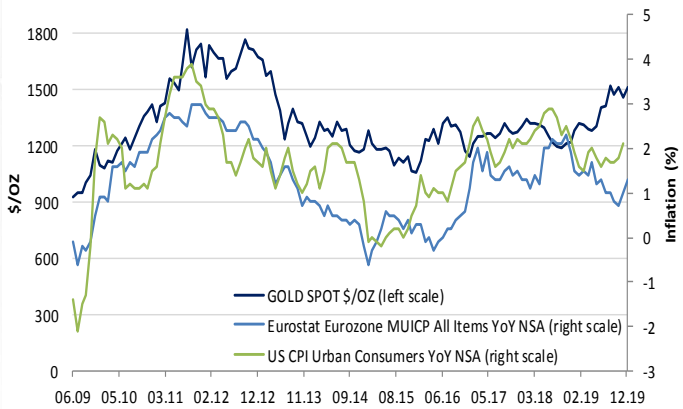
Réveil prochain des métaux industriels

Les cours des métaux industriels n'ont pas encore réellement réagi à l'amélioration du scénario conjoncturel international et à celle du secteur manufacturier chinois. Les niveaux des indices des métaux industriels sont en effet encore très proches de ceux atteints en 2018 suite à la chute des prix provoquée par l'effondrement des indice PMI manufacturiers. Depuis cette baisse d'environ -20%, le segment des métaux industriel semble totalement inerte et sans réaction aux nouvelles positives. Un ajustement des cours est probable en 2020.

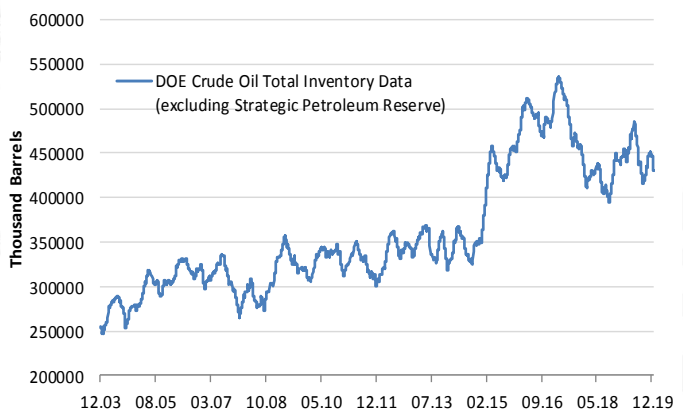
Corrélation élevée entre l'or et la liquidité mondiale



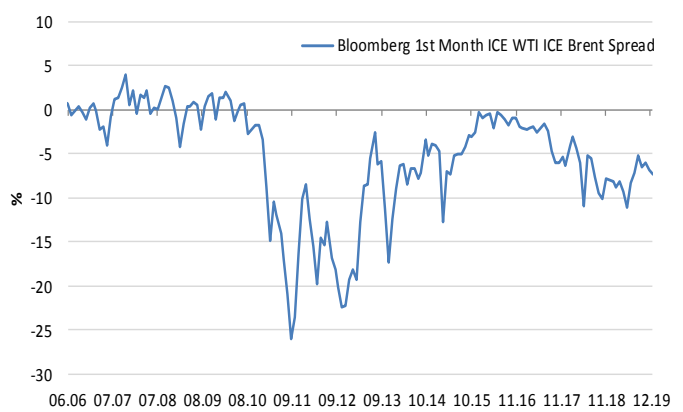
Corrélation élevée entre l'or et l'inflation



Inventaires de pétrole (États-Unis)



Écart de prix entre le pétrole WTI et Brent



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Hedge Funds

- Plus forte hausse de la décennie

Private Equity

- Le private equity grimpe de +45% en 2019

Plus forte hausse de la décennie

Les hedge funds poursuivent leur tendance à la hausse au quatrième et dernier trimestre de l'année (+2.6%), complétant ainsi une série de quatre trimestres favorables pour une progression annuelle de +8.6%, la meilleure performance de ces dix dernières années.

Les différentes approches de gestion clôturent l'année en territoire positif, avec cependant des résultats relativement hétérogènes. En effet, tandis que les stratégies « macro/CTA » (+4.8%) et « relative value arbitrage » (+6.6%) enregistrent des gains inférieurs à celui de l'indice global, les approches « equity hedge » et « event driven » affichent des résultats de respectivement +10.7% et +10.0%.

Le private equity grimpe de +45% en 2019

Malgré une progression déjà significative au cours des neuf premiers mois de l'année (36.2%), le private equity avance entre septembre et décembre (+6.1%) et réalise une performance supérieure à +40% sur l'ensemble de l'année 2019 (+44.61%). Le private equity se place ainsi en tête des classes d'actifs en 2019 et, tout comme les hedge funds, présente son meilleur résultat depuis 2009.

D'un point de vue géographique, le Royaume-Uni (+9.7%) devance les Etats-Unis (+5.8%) et l'Europe (+5.0%) sur le trimestre, tandis qu'au cours des douze mois constituant l'année, ce sont les Etats-Unis (+48.1%) qui performent mieux que l'Europe (+32.6%) et le Royaume-Uni (+31.4%).

INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

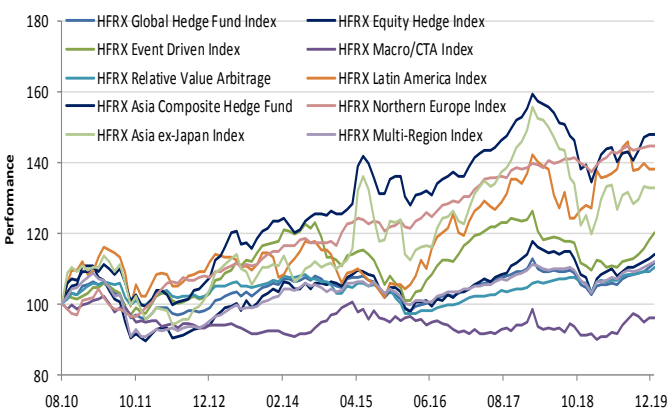
31.12.2019				Total Return Performance				
BP ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1292.4	USD	0.1	1.2	2.6	4.2	8.6
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1274.4	USD	0.1	1.2	2.6	4.5	10.7
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1617.8	USD	0.3	2.0	5.4	7.3	10.0
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1180.6	USD	-0.2	0.3	-0.2	2.2	4.8
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1247.7	USD	0.3	1.0	1.6	2.3	6.6
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2255.1	USD	-	0.0	0.2	-4.2	8.8
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2385.5	USD	-	0.0	3.2	3.7	10.0
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2088.9	USD	-	0.0	0.6	0.5	5.3
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2505.0	USD	-	0.0	2.4	1.5	10.9
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1395.5	USD	0.1	1.0	2.3	3.1	8.6

* Subject to one-month lag

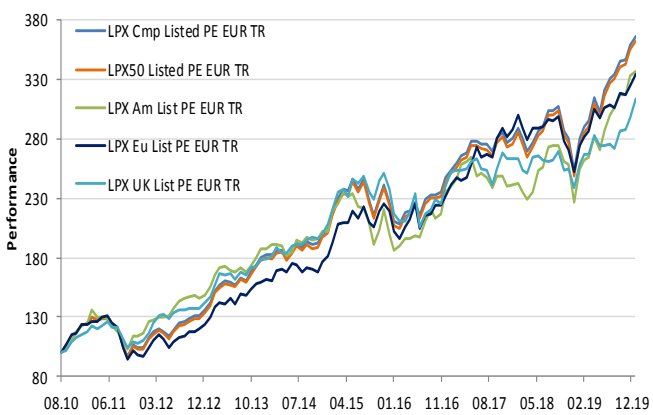
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

31.12.2019				Total Return Performance				
BP ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	304.6	EUR	-0.2	1.9	6.1	14.3	44.6
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	2870.7	EUR	-0.2	1.9	6.2	14.5	45.4
USA	LPX Am List PE EUR TR	447.6	EUR	-1.0	0.8	5.8	17.5	48.1
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	1070.0	EUR	0.5	3.1	5.0	9.1	32.6
UK	LPX UK List PE EUR TR	351.3	EUR	1.2	5.4	9.7	14.3	31.4

Indices gestion alternative



Indices private equity



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

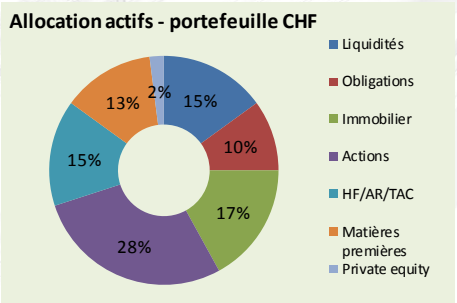
STRATÉGIE GLOBALE ET ALLOCATION D'ACTIFS

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

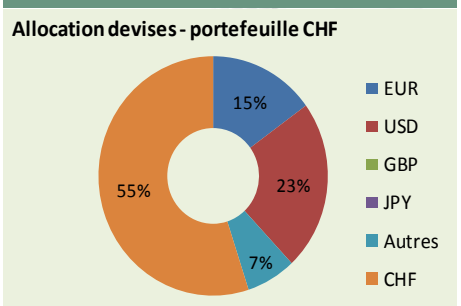
Portefeuille diversifié: risque moyen - CHF

- Privilégier les obligations en USD et maturités courtes
- Le rendement de l'immobilier reste attrayant
- Allocations réduites en actions
- Surpondération des matières premières



Allocation tactique

- Stratégie plus conservatrice
- Réduction de la part actions au profit des liquidités en CHF, dollar et euro



ACTIFS	Expected Return 3mois	Expected Return 1an	ALLOCATION (Portefeuille CHF) ---	--	-	=	+	++	++
Liquidités	↘	↘							
Obligations	↘	↘							
Immobilier	→	→							
Actions	↘	→							
HF/AR/TAC	↘	→							
Matières premières	↗	↗							
Private equity	↘	→							

Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

Obligations

Les marchés de taux ont certainement atteint un point d'inflexion durant la crise de l'été 2019 et ont subi quelques ajustements à la hausse des taux longs. Après avoir craint une récession qui n'est pas arrivée près de quinze mois plus tard, de meilleures perspectives économiques auront fatalement un impact négatif sur le niveau des taux longs. Nous estimons que les taux longs devraient progressivement s'ajuster à une réalité plus ordinaire qui s'éloigne des risques de récession. Les courbes de rendements devraient se normaliser. Le contexte qui prévaudra en 2020 ne laissera que très peu de place à des plus-values en capital. Les rendements nominaux restent faiblement positifs en dollars US, canadiens et australiens, ainsi qu'en livre sterling. Nous privilégions ces marchés au sein des marchés développés. Les obligations émergentes ont encore un certain attrait relatif aux obligations à haut rendement. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

Actions

Les marchés actions ont enregistré des performances exceptionnelles en 2019 qui n'ont que peu de probabilités de se reproduire en 2020. Les niveaux de valorisation sont désormais élevés en comparaison historique en raison de la disparité entre performances boursières et l'évolution réelle des profits des entreprises. Les marchés actions semblent fragilisés par ces évaluations extrêmes similaires à celles de 1999 qui a précédé la chute des valeurs dans les années suivantes. La poursuite de la hausse des cours dépend trop de l'évolution de la liquidité mondiale et des injections monétaires. Nous recommandons une exposition réduite en actions dans l'attente de meilleures opportunités.

Matières premières

En ce début d'année 2020 la signature de la phase 1 du traité commercial entre la Chine et les Etats-Unis devrait être suivie d'une trêve favorisant de meilleures perspectives économiques. Une reprise de la croissance sera favorable au pétrole et aux matériaux industriels qui profiteront de cette tendance.

Une augmentation des positions en or et argent nous semblent appropriée dans le contexte de risques plus élevés de volatilité dans les marchés actions qui pourrait se concrétiser prochainement.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants et les risques de correction des cours induits par une hausse des taux nous semblent encore faibles, dans un contexte de rendements réels souvent négatifs. Notre stratégie privilégie l'immobilier suisse et, sur le plan international, l'Europe et l'Asie sont favorisés. A court terme, la hausse des agios pourrait cependant limiter la performance globale au seul rendement direct.

Devises

Les changements de politiques monétaires ne devraient pas modifier radicalement les différentiels de taux d'intérêt dans la mesure où les taux devraient suivre un chemin similaire à celui pris aux Etats-Unis. Cependant, le dollar US reste la devise favorite tant en raison de ce différentiel contre le franc suisse qu'en raison des perspectives de relances conjoncturelles supérieures. Le franc devrait également débuter une phase de faiblesse contre l'euro.

Performance des marchés - Q4 2019

		Q4 2019 local	Q4 2019 CHF	YTD local	YTD CHF
Devises					
USD/CHF		-3.1%		-1.6%	
EUR/CHF		-0.2%		-3.5%	
GBP/CHF		4.6%		2.4%	
JPY/CHF		-3.5%		-0.6%	
Marchés actions					
Monde	MSCI World USD	8.6%	5.2%	27.7%	25.7%
Europe	DJ Stoxx 600	6.1%	5.9%	26.8%	22.3%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	4.9%	4.7%	24.8%	20.4%
	MSCI Europe S.C.	11.4%	11.2%	28.4%	23.8%
Allemagne	Dax 30	6.6%	6.4%	25.5%	21.0%
France	Cac 40	5.3%	5.1%	26.4%	21.9%
Royaume Uni	FTSE 100	1.8%	6.5%	12.1%	14.8%
Suisse	SPI	4.9%	4.9%	30.6%	30.6%
	SMI	5.3%	5.3%	26.0%	26.0%
	MSCI Swiss S.C.	11.9%	8.5%	28.5%	26.5%
Amérique Nord	SP500	8.5%	5.2%	28.9%	26.8%
	Nasdaq	12.2%	8.7%	35.2%	33.1%
	Tse 300	2.4%	1.2%	19.1%	23.2%
	SP600 Small C.	7.8%	4.4%	20.9%	19.0%
Japon	Nikkei 225	8.7%	4.9%	18.2%	17.5%
Emerging	MSCI EMF USD	11.4%	7.9%	15.4%	13.6%

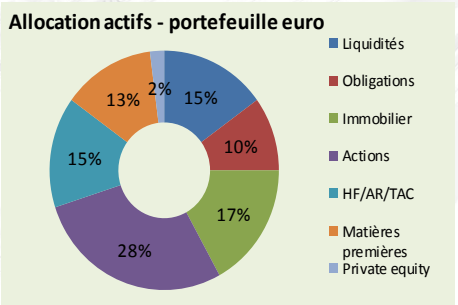
		Q4 2019 local	Q4 2019 CHF	YTD local	YTD CHF
Taux d'intérêt à 3 mois	*(niveau)*				
CHF		-0.69%			
EUR		-0.41%			
USD		1.91%			
JPY		-0.05%			
Marchés obligataires					
Monde	Citi Gr Global Govt USD	-0.4%	-3.5%	5.9%	4.2%
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-3.0%	-3.1%	6.8%	3.0%
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-4.2%	0.2%	7.1%	9.8%
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-1.7%	-1.7%	3.0%	3.0%
	SBI Govt	-3.3%	-3.3%	4.5%	4.5%
USA	US Ser-E Gov > 1	-0.8%	-3.9%	6.9%	5.2%
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.2%	-4.7%	1.7%	1.1%
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	2.1%	-1.1%	14.4%	12.6%
Divers					
	Indice LPP 25	0.0%	0.0%	8.8%	8.8%
	Indice LPP 40	1.1%	1.1%	12.4%	12.4%
	Indice LPP 60	2.5%	2.5%	17.0%	17.0%
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	5.2%	5.2%	22.0%	22.0%
Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.9%	-1.3%	5.3%	3.7%
Matières prem.	GS Commodity USD	8.3%	4.9%	17.6%	15.8%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

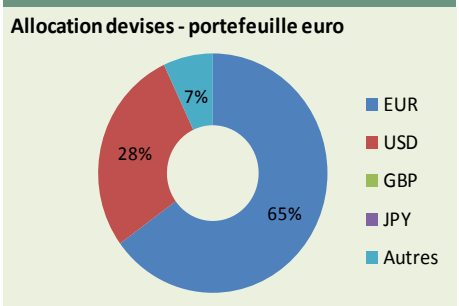
Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- Privilégier les obligations en USD et maturités courtes
- Le rendement de l'immobilier reste attrayant
- Allocations réduites en actions
- Surpondération des matières premières



Allocation tactique

- Stratégie plus conservatrice
- Réduction de la part actions au profit des liquidités en euro et dollar



ACTIFS	Expected Return 3mois	1an	ALLOCATION (Portefeuille EUR) sous exposition ---	--	-	neutre =	surpondération +	++	++
Liquidités	↘	↘							
Obligations	↘	↘							
Immobilier	→	→							
Actions	↘	→							
HF/AR/TAC	↘	→							
Matières premières	↗	↗							
Private equity	↘	→							

Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

Obligations

Les marchés de taux ont certainement atteint un point d'inflexion durant la crise de l'été 2019 et ont subi quelques ajustements à la hausse des taux longs. Après avoir craint une récession qui n'est pas arrivée près de quinze mois plus tard, de meilleures perspectives économiques auront fatalement un impact négatif sur le niveau des taux longs. Nous estimons que les taux longs devraient progressivement s'ajuster à une réalité plus ordinaire qui s'éloigne des risques de récession. Les courbes de rendements devraient se normaliser. Le contexte qui prévaudra en 2020 ne laissera que très peu de place à des plus-values en capital. Les rendements nominaux restent faiblement positifs en dollars US, canadiens et australiens, ainsi qu'en livre sterling. Nous privilégions ces marchés au sein des marchés développés. Les obligations émergentes ont encore un certain attrait relatif aux obligations à haut rendement. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

Actions

Les marchés actions ont enregistré des performances exceptionnelles en 2019 qui n'ont que peu de probabilités de se reproduire en 2020. Les niveaux de valorisation sont désormais élevés en comparaison historique en raison de la disparité entre performances boursières et l'évolution réelle des profits des entreprises. Les marchés actions semblent fragilisés par ces évaluations extrêmes similaires à celles de 1999 qui a précédé la chute des valeurs dans les années suivantes. La poursuite de la hausse des cours dépend trop de l'évolution de la liquidité mondiale et des injections monétaires. Nous recommandons une exposition réduite en actions dans l'attente de meilleures opportunités.

Matières premières

En ce début d'année 2020 la signature de la phase 1 du traité commercial entre la Chine et les Etats-Unis devrait être suivie d'une trêve favorisant de meilleures perspectives économiques. Une reprise de la croissance sera favorable au pétrole et aux matériaux industriels qui profiteront de cette tendance.

Une augmentation des positions en or et argent nous semblent appropriée dans le contexte de risques plus élevés de volatilité dans les marchés actions qui pourrait se concrétiser prochainement.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants et les risques de correction des cours induits par une hausse des taux nous semblent encore faibles, dans un contexte de rendements réels souvent négatifs. Notre stratégie privilégie l'immobilier suisse et, sur le plan international, l'Europe et l'Asie sont favorisés. A court terme, la hausse des agios pourrait cependant limiter la performance globale au seul rendement direct.

Devises

Les changements de politiques monétaires ne devraient pas modifier radicalement les différentiels de taux d'intérêt dans la mesure où les taux devraient suivre un chemin similaire à celui pris aux Etats-Unis. Cependant, le dollar US reste la devise favorite tant en raison de ce différentiel souvent positif contre d'autres devises et d'une dynamique économique supérieure. Une diversification en dehors de l'euro est justifiée par l'absence de rendement sur la devise européenne.

Performance des marchés - Q4 2019

		Q4 2019 local	Q4 2019 EUR	YTD local	YTD EUR
Devises					
USD/EUR			-2.8%		2.3%
CHF/EUR			0.2%		3.9%
GBP/EUR			4.9%		6.3%
JPY/EUR			-3.3%		3.2%
Marchés actions					
Monde	MSCI World USD	8.6%	5.5%	27.7%	30.6%
Europe	DJ Stoxx 600	6.1%	6.1%	26.8%	26.8%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	4.9%	4.9%	24.8%	24.8%
	MSCI Europe S.C.	11.4%	11.4%	28.4%	28.4%
Allemagne	Dax 30	6.6%	6.6%	25.5%	25.5%
France	Cac 40	5.3%	5.3%	26.4%	26.4%
Royaume Uni	FTSE 100	1.8%	6.8%	12.1%	19.2%
Suisse	SPI	4.9%	5.2%	30.6%	35.6%
	SMI	5.3%	5.6%	26.0%	30.8%
	MSCI Swiss S.C.	11.9%	8.8%	28.5%	31.4%
Amérique Nord	SP500	8.5%	5.5%	28.9%	31.8%
	Nasdaq	12.2%	9.0%	35.2%	38.3%
	Tse 300	2.4%	1.5%	19.1%	27.9%
	SP600 Small C.	7.8%	4.7%	20.9%	23.6%
Japon	Nikkei 225	8.7%	5.1%	18.2%	22.0%
Emerging	MSCI EMF USD	11.4%	8.2%	15.4%	18.0%

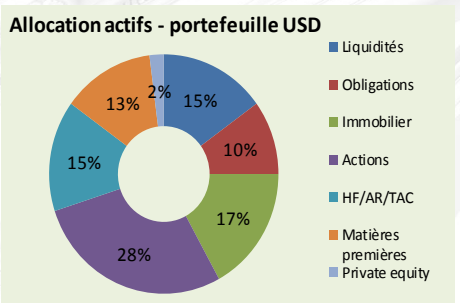
		Q4 2019 local	Q4 2019 EUR	YTD local	YTD EUR
Taux d'intérêt à 3 mois	*(niveau)*				
CHF			-0.69%		
EUR			-0.41%		
USD			1.91%		
JPY			-0.05%		
Marchés obligataires					
Monde	Citi Gr Global Govt USD	-0.4%	-0.1%	5.9%	10.0%
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-3.0%	-3.0%	6.8%	6.8%
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-4.2%	0.5%	7.1%	13.9%
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-1.7%	-1.5%	3.0%	7.0%
	SBI Govt	-3.3%	-3.1%	4.5%	8.5%
USA	US Ser-E Gov > 1	-0.8%	-3.6%	6.9%	9.3%
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.2%	-4.5%	1.7%	5.0%
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	2.1%	-0.8%	14.4%	17.0%
Divers					
	Indice LPP 25	0.0%	3.8%	8.8%	13.0%
	Indice LPP 40	1.1%	5.0%	12.4%	16.7%
	Indice LPP 60	2.5%	6.5%	17.0%	21.6%
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	5.2%	5.2%	22.0%	26.7%
Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.9%	-1.0%	5.3%	7.7%
Matières prem.	GS Commodity USD	8.3%	5.3%	17.6%	20.3%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

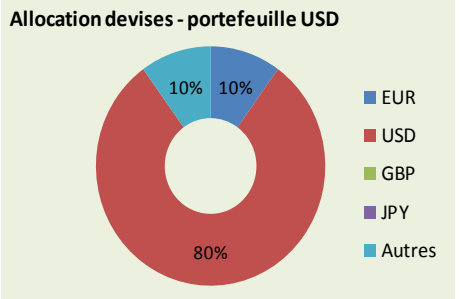
Portefeuille diversifié: risque moyen - USD

- Privilégier les obligations en USD et maturités courtes
- Le rendement de l'immobilier reste attrayant
- Allocations réduites en actions
- Surpondération des matières premières



Allocation tactique

- Prises de profits sur les actifs « risqués »
- Réduction des parts actions et obligations au profit des liquidités en dollar



ACTIFS	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille USD)						
			sous exposition			neutre	surpondération		
	3mois	1an	---	--	-	=	+	++	++
Liquidités	↘	↘							
Obligations	↘	↘							
Immobilier	→	→							
Actions	↘	→							
HF/AR/TAC	↘	→							
Matières premières	↗	↗							
Private equity	↘	→							

Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

Obligations

Les marchés de taux ont certainement atteint un point d'inflexion durant la crise de l'été 2019 et ont subi quelques ajustements à la hausse des taux longs. Après avoir craint une récession qui n'est pas arrivée près de quinze mois plus tard, de meilleures perspectives économiques auront fatalement un impact négatif sur le niveau des taux longs. Nous estimons que les taux longs devraient progressivement s'ajuster à une réalité plus ordinaire qui s'éloigne des risques de récession. Les courbes de rendements devraient se normaliser. Le contexte qui prévaudra en 2020 ne laissera que très peu de place à des plus-values en capital. Les rendements nominaux restent faiblement positifs en dollars US, canadiens et australiens, ainsi qu'en livre sterling. Nous privilégions ces marchés au sein des marchés développés. Les obligations émergentes ont encore un certain attrait relatif aux obligations à haut rendement. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

Actions

Les marchés actions ont enregistré des performances exceptionnelles en 2019 qui n'ont que peu de probabilités de se reproduire en 2020. Les niveaux de valorisation sont désormais élevés en comparaison historique en raison de la disparité entre performances boursières et l'évolution réelle des profits des entreprises. Les marchés actions semblent fragilisés par ces évaluations extrêmes similaires à celles de 1999 qui a précédé la chute des valeurs dans les années suivantes. La poursuite de la hausse des cours dépend trop de l'évolution de la liquidité mondiale et des injections monétaires. Nous recommandons une exposition réduite en actions dans l'attente de meilleures opportunités.

Matières premières

En ce début d'année 2020 la signature de la phase 1 du traité commercial entre la Chine et les Etats-Unis devrait être suivie d'une trêve favorisant de meilleures perspectives économiques. Une reprise de la croissance sera favorable au pétrole et aux matériaux industriels qui profiteront de cette tendance.

Une augmentation des positions en or et argent nous semblent appropriée dans le contexte de risques plus élevés de volatilité dans les marchés actions qui pourrait se concrétiser prochainement.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants et les risques de correction des cours induits par une hausse des taux nous semblent encore faibles, dans un contexte de rendements réels souvent négatifs. Notre stratégie privilégie l'immobilier suisse et, sur le plan international, l'Europe et l'Asie sont favorisés. A court terme, la hausse des agios pourrait cependant limiter la performance globale au seul rendement direct.

Devises

Les changements de politiques monétaires ne devraient pas modifier radicalement les différentiels de taux d'intérêt dans la mesure où les taux devraient suivre un chemin similaire à celui pris aux Etats-Unis. Cependant, le dollar US reste la devise favorite tant en raison de ce différentiel souvent positif contre d'autres devises et d'une dynamique économique supérieure. Une diversification en dehors du dollar n'offre que peu de perspectives de rendement et de plus-values monétaires.

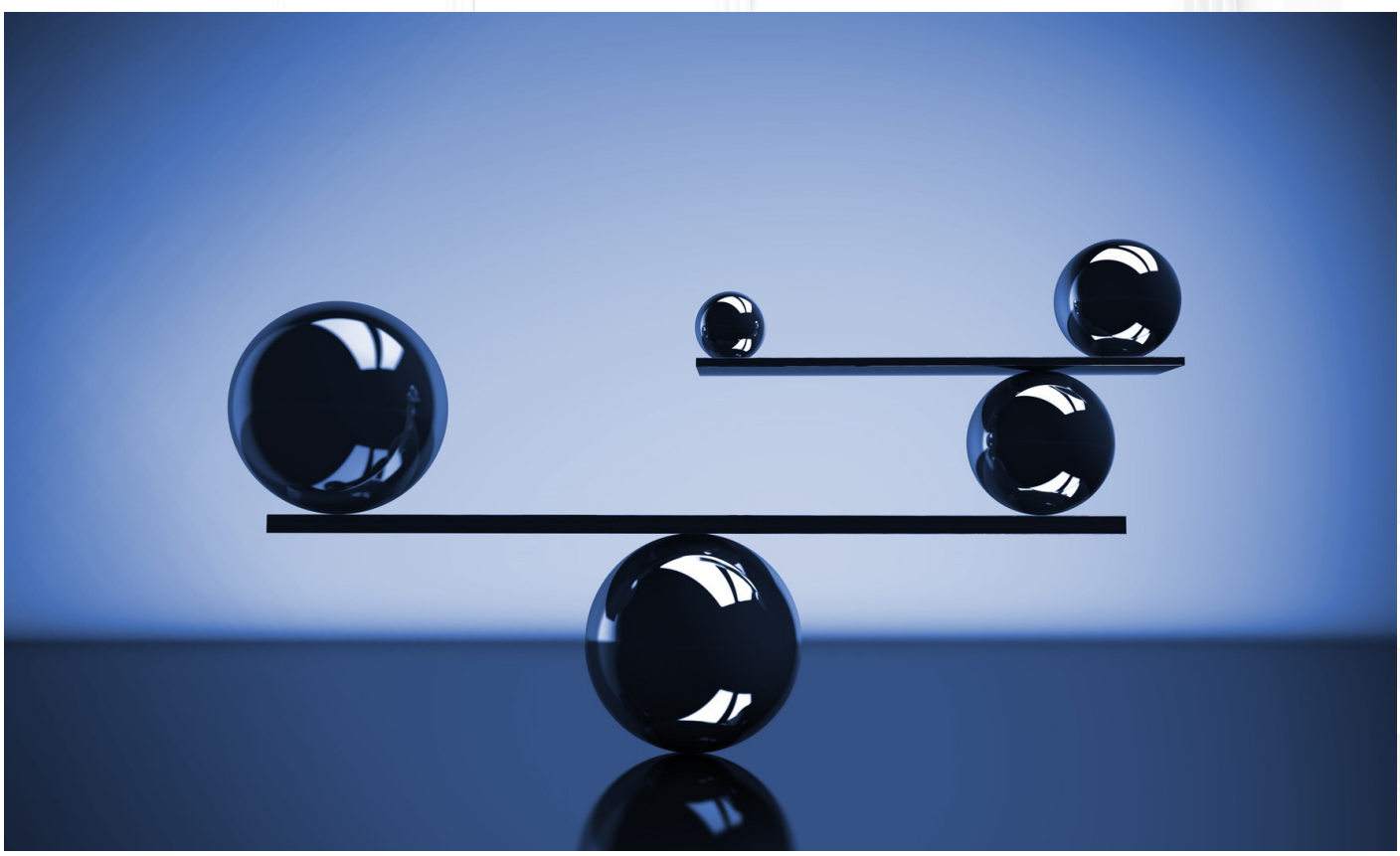
Performance des marchés - Q4 2019

		Q4 2019		YTD	
		local	USD	local	USD
Devises					
CHF/USD			3.1%		1.4%
EUR/USD			2.9%		-2.2%
GBP/USD			7.9%		3.9%
JPY/USD			-0.5%		0.9%
Marchés actions					
Monde	MSCI World USD	8.6%	8.6%	27.7%	27.7%
Europe	DJ Stoxx 600	6.1%	9.2%	26.8%	24.0%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	4.9%	7.9%	24.8%	22.0%
	MSCI Europe S.C.	11.4%	14.6%	28.4%	25.5%
Allemagne	Dax 30	6.6%	9.7%	25.5%	22.7%
France	Cac 40	5.3%	8.3%	26.4%	23.6%
Royaume Uni	FTSE 100	1.8%	9.8%	12.1%	16.5%
Suisse	SPI	4.9%	8.2%	30.6%	32.5%
	SMI	5.3%	8.6%	26.0%	27.8%
	MSCI Swiss S.C.	11.9%	11.9%	28.5%	28.5%
Amérique Nord	SP500	8.5%	8.5%	28.9%	28.9%
	Nasdaq	12.2%	12.2%	35.2%	35.2%
	Tse 300	2.4%	4.4%	19.1%	25.1%
	SP600 Small C.	7.8%	7.8%	20.9%	20.9%
Japon	Nikkei 225	8.7%	8.2%	18.2%	19.3%
Emerging	MSCI EMF USD	11.4%	11.4%	15.4%	15.4%

		Q4 2019		YTD	
		local	USD	local	USD
Taux d'intérêt à 3 mois	*(niveau)*				
CHF		-0.69%			
EUR		-0.41%			
USD		1.91%			
JPY		-0.05%			
Marchés obligataires					
Monde	Citi Gr Global Govt.USD	-0.4%	2.8%	5.9%	7.4%
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-3.0%	-0.2%	6.8%	4.4%
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-4.2%	3.4%	7.1%	11.4%
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-1.7%	1.3%	3.0%	4.5%
	SBI Govt.	-3.3%	-0.3%	4.5%	6.0%
USA	US Ser-E Gov > 1	-0.8%	-0.8%	6.9%	6.9%
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.2%	-1.8%	1.7%	2.6%
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	2.1%	2.1%	14.4%	14.4%
Divers					
	Indice LPP 25	0.0%	1.4%	8.8%	10.4%
	Indice LPP 40	1.1%	2.5%	12.4%	14.0%
	Indice LPP 60	2.5%	4.0%	17.0%	18.7%
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	5.2%	5.2%	22.0%	23.8%
Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.9%	1.9%	5.3%	5.3%
Matières prem.	GS Commodity USD	8.3%	8.3%	17.6%	17.6%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

THÈME D'INVESTISSEMENT
FOCUS



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

THÈME D'INVESTISSEMENT

Perspectives des marchés financiers et cycle de liquidité en 2020

- 400 milliards d'injections de liquidités au T4
- Expansion ou statu quo en 2020 ?
- Attentes bénéficiaires élevées
- Valorisation extrême des actions
- Plus de risques que d'opportunités

Injections massives et questionnables de liquidités au 4ème trimestre

En ce début d'année 2020, il semble bien qu'une nouvelle fois l'adage « Don't fight the Fed » ait été largement suivi par les investisseurs au cours du 4ème trimestre 2019. Manifestement, il fallait effectivement faire fi des risques et des valorisations déjà élevées des actifs financiers en fin de 3ème trimestre pour profiter des effets positifs induits sur les marchés financiers par l'activité importante déployée par la Réserve fédérale en fin d'année et ses injections massives de liquidités.

Au cours des derniers mois, la Fed a effectivement relancé son activité monétaire en faisant bondir la taille de son bilan de plus de 400 milliards de dollars en quelques semaines, soit plus de 10% de la taille totale de son bilan en un temps record, de 3.75 (fin août 2019) à 4.17 trillions de dollars au 1er janvier 2020.

Le débat qui consiste à déterminer s'il s'agit oui ou non d'une relance de « QE » (Quantitative Easing) n'a finalement que peu d'intérêt, car si la Fed ne s'est pas portée acquéreuse massivement d'obligations du Trésor (définition formelle de son activité de QE), mais de Treasury Bills, cela n'est qu'un débat technique.

Dans les faits, la banque centrale a bien injecté une quantité exceptionnelle de monnaie dans le système financier, ce qui, à ce point du cycle, devrait tout de même surprendre et interpeller les investisseurs rationnels. Car en effet, la question se pose de savoir pour quelle raison la Fed a jugé nécessaire, voir indispensable, d'injecter de telles quantités de fonds en fin d'année 2019, alors que ses trois baisses de taux directeurs de -0.25% avaient sans doute déjà été suffisantes pour soutenir une conjoncture économique par ailleurs pas si faiblissante que cela au 3ème et 4ème trimestres, le réel besoin d'un nouveau QE ne semblant, de ce fait, pas démontré.

Lorsque ces opérations de rachat ont commencé il y a trois mois, une des raisons invoquées avait été d'assurer la liquidité en période de paiement des taxes, notamment à la mi-octobre, mais ces opérations se sont ensuite poursuivies jusqu'en début d'année 2020. Par ailleurs, en comparaison historique, ces rachats de 2019 ne trouvent pas d'équivalent au cours des précédentes années, de quoi s'interroger sur le bien-fondé de l'argument.

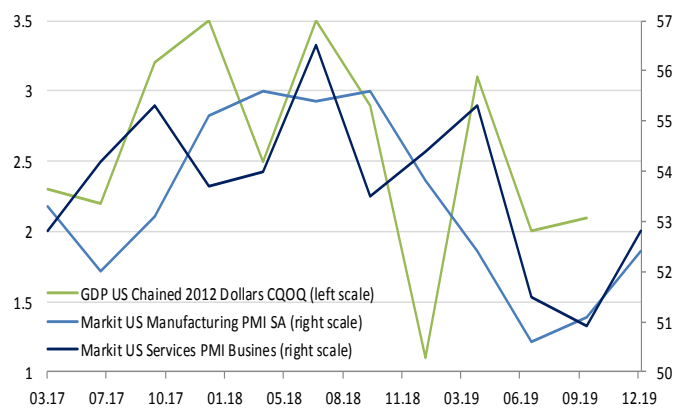
La question reste donc posée de la réelle justification de ces activités qui ont en fait permis en fin d'année de réinitier une nouvelle phase d'appréciation des cours des actions et des actifs risqués, alors que les valorisations des actions flirtaient déjà avec des extrêmes historiques.

Y aurait-il un développement dans le marché que la Fed a identifié et qui l'a poussé à intervenir dans une quasi panique en fournissant une liquidité peut-être déjà en manque dans le secteur financier ?

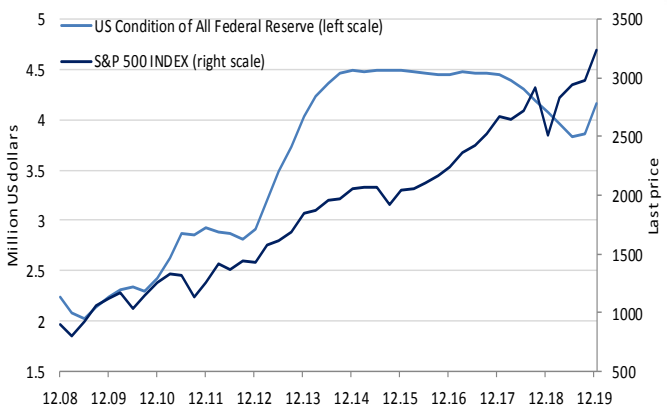
Le marché des « repo » redistribue et fourni la liquidité indispensable à la fluidité du système financier et au bon déroulement des échanges à court terme entre institutions financières, banques, sociétés d'assurances etc… La banque centrale a peut-être voulu éviter un risque de patinage ou de blocage de ce système qui représente près d'un trillion de dollars par jour.

On se souvient encore, plus de dix ans après, de l'impact provoqué en 2008 par l'émergence instantanée de la défiance des banques les unes envers les autres qui avait contribué à la hausse des taux interbancaires et à la crise financière en 2008. La fin d'année 2019 aurait-elle été concernée par un épisode de cette nature ?

Evolution du PIB américain et des indicateurs PMI



Bilan total de la FED / indice S&P500



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Dangereuse interdépendance des marchés et de la politique monétaire

La Fed est-elle devenue l'otage des marchés financiers et vice versa ?

Quoi qu'il en soit, les marchés financiers ont une nouvelle fois accueilli avec enthousiasme les injections monétaires de la fin 2019. Comme ils l'on fait à chaque fois d'ailleurs depuis le cycle de relance par des politiques monétaires accommodantes. On observe une corrélation très claire entre les actions de la Fed et l'évolution des marchés actions depuis 2009. Dès lors, si la Fed est en partie devenue l'otage des marchés financiers, ceux-ci sont aussi devenu dépendants des injections de la Fed. La relation actuelle est ainsi une dépendance qui s'exerce dans les deux sens avec les risques croissants que cela comporte.

La hausse des marchés dépend ainsi des injections de liquidités, qui ont aussi comme objectif indirect de créer et de développer un effet de richesse positif souhaité pour renforcer les perspectives de consommation. Cette interdépendance n'est pas niée par l'ancien président de la Fed Ben Bernanke qui avouait le lien explicite recherché lorsqu'il relevait que le QE devait accroitre les prix des actifs financiers pour créer un effet de richesse favorable à la consommation. La banque centrale fait aujourd'hui face à une quasi-obligation de maintenir une politique accommodante au risque, dans le cas contraire, de provoquer un nouveau réveil brutal de ces investisseurs devenus dépendants au fil du temps.

La Fed ne souhaite pas s'exposer à une telle situation, maintenant qu'elle a expérimenté les risques d'une baisse des marchés, dans l'éventualité où sa politique de normalisation devait être perçue comme trop agressive, comme ce fut le cas au 4ème trimestre 2019. C'est désormais une problématique complexe et mieux reconnue par la Fed, qui devrait la conduire à ne pas précipiter toute future velléité de normalisation.

Comme nous l'avons déjà évoqué à plusieurs reprises, la Fed préférera être en retard sur sa politique de remontée des taux en phase de reprise de l'inflation, ce qui soutiendra son action en 2020, par ailleurs année électorale pendant laquelle la banque centrale est généralement assez peu active. La Réserve fédérale a donc peut-être voulu agir plus massivement avant 2020 afin d'éviter de devoir agir ultérieurement pendant la campagne.

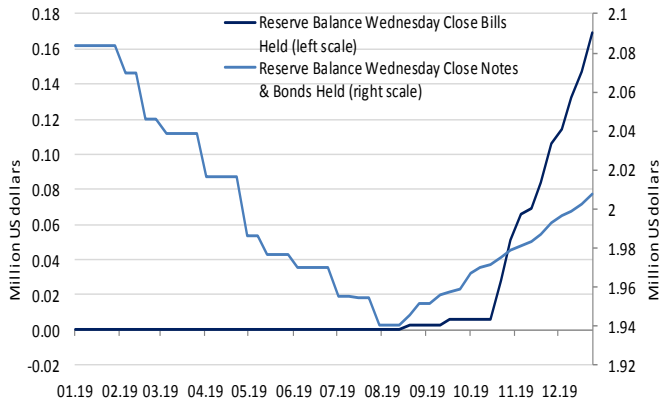
La Fed peut-elle éviter de faire éclater la bulle spéculative qu'elle a créée ?

Dans un contexte caractérisé en ce début 2020 par une faible probabilité d'amélioration des fondamentaux des entreprises et des perspectives bénéficiaires par rapport aux anticipations actuelle, la hausse des cours des dernières semaines est donc exclusivement imputable à la baisse des taux et à la politique monétaire. Elle a comme conséquence directe une nouvelle expansion des PE et des autres mesures de valorisation des marchés. La Fed est donc en train de contribuer à une expansion des valorisations, en d'autres termes à une surévaluation des actifs financiers, sans réelle possibilité de freiner ou de limiter cet effet.

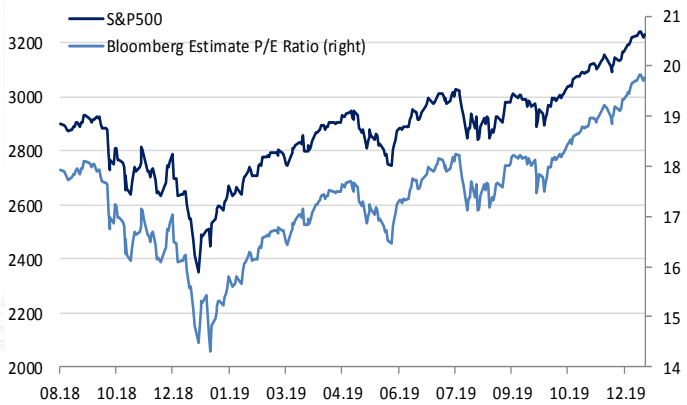
Il est ainsi possible que la Réserve fédérale soit en train de réaliser qu'elle est piégée dans une situation inextricable dans laquelle toute tentative de normalisation peut provoquer une chute supérieure à celle observée au 4ème trimestre 2018 et où toute absence d'action peut encourager les investisseurs à prendre encore un peu plus de risques et pousser toujours plus haut le niveau de valorisation des marchés. Plus cette spirale dure et plus elle a de probabilités de finir par l'éclatement de la bulle spéculative, désormais un peu plus encore en phase d'expansion exponentielle depuis quelques mois. Le rythme de progression du marché actions aux Etats-Unis est en effet en phase d'accélération caractéristique de fin de cycle financier.

Après la phase de consolidation et d'hésitation sur des niveaux de valorisation déjà élevés pendant l'été, la hausse de près de +10% en deux mois ne repose que sur le facteur liquidités et n'est donc pas soutenue par des facteurs fondamentaux.

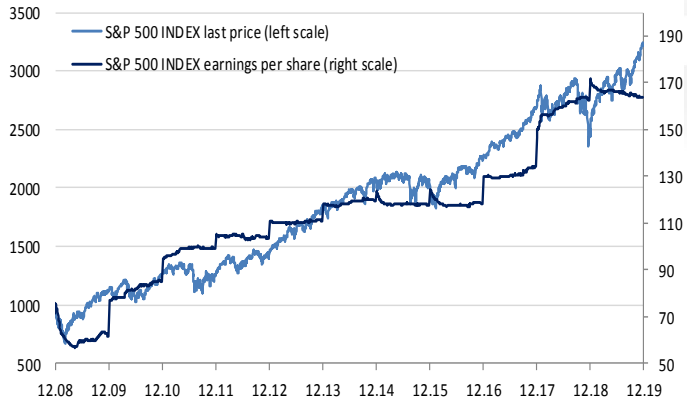
Décomposition entre Tbills et Tbonds



S&P500 & P/E



Indice S&P500 et estimations de bénéfices



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Ainsi il devient difficile pour ne pas dire impossible à la Fed de se sortir de cette situation sans provoquer le crash qu'elle veut par tous les moyens éviter. En ralentissant ses injections de liquidités, elle risque de provoquer une nouvelle volatilité des marchés qu'elle ne souhaite pas. Et pourtant, elle ne pourra pas indéfiniment poursuivre cette politique, notamment si la croissance s'avère au rendez-vous dans les premiers mois et trimestres de 2020.

Existe-t-il encore des investisseurs rationnels en 2020 ?

La hausse de +10% des actions en fin d'année semble aussi refléter une capitulation totale des investisseurs rationnels. L'adage « Never fight the Fed » ayant certainement poussé à l'extrême l'engouement des investisseurs pour les actifs risqués, tant il est probablement devenu insupportable pour beaucoup de manquer une opportunité de réaliser des plus-values dans un environnement de taux bas, alors que la Fed semble à nouveau prête à offrir un « put » gratuit favorisant la prise de risque maximale.

Les investisseurs privés sont largement investis et optimistes, les positions nettes longues des « futures » sur la plupart des indices américains des traders atteignent des sommets, les flux de fonds en direction des fonds actions sont à nouveau élevés et la complaisance est à nouveau présente. Existe-t-il encore des investisseurs rationnels ou avons-nous tous baissé la garde en ne voulant plus considérer les risques en nous concentrant exclusivement sur les opportunités ?

Une manière de juger du degré d'euphorie des investisseurs privés est d'observer le niveau de l'indicateur CNN Fear and Greed Index qui se situe très proche de son maximum de 100 depuis quelques semaines. Il avait atteint un niveau de « greed » élevé avant la chute des actions en février 2018, puis en septembre. Mais d'autres mesures plus sérieuses, ratios fondamentaux et rationnels, soulignent la particularité de la situation présente dans les marchés financiers et le niveau de risque extrême qui a désormais été atteint.

Les valorisations des actions sont effectivement à leurs plus hauts niveaux historiques selon diverses mesures, qui devraient pourtant alerter tout investisseur rationnel ne voulant pas lier le destin de ses placements à la seule poursuite des injections de liquidités de la Fed. Pour preuve de l'extrême irrationnalité de la situation présente, une comparaison aux mesures qui prévalaient il y a vingt ans juste avant l'éclatement de la bulle internet, la valorisation actuelle du S&P500 mesurée par le ratio Enterprise value to EBITDA a surpassé celui qui avait précédé le crash de 2000-2002. C'est également le cas du ratio Sales to EBITDA. Rappelons-nous que la Fed avait alors aussi indirectement poussé les valorisations des actifs financiers en injectant près de 100 milliards de dollars dans le système financier en prévention des risques potentiels inconnus du passage à l'an 2000.

Le bilan de la Fed n'était alors que de 567 milliards en septembre 1999 et avait été augmenté de +17% à 668 milliards. La liquidité avait gonflé la bulle spéculative qui n'avait pas tardé à atteindre son zénith le trimestre suivant en 2000 avant de d'exploser dans un « bear market » de trois ans qui avait effacé les deux dernières années de hausse et près de -50% de capitalisation boursière. Après ce pic de création monétaire, la Réserve fédérale avait tenté de normaliser ou de stériliser son action en réduisant à nouveau son bilan de 668 milliards à 579 milliards, créant l'environnement qui a accompagné la chute des actions.

Que peut-on craindre à brève échéance si les marchés dépendent de la liquidité ?

La hausse des marchés actions a donc été étroitement liée à l'évolution des taux d'intérêt et des politiques monétaires ultra accommodantes. On estime à environ 90% la progression de 2019 des cours due à ce facteur.

Si on considère que dans un contexte de taux bas la valorisation élevée des actions peut cependant être acceptable comme certains modèles le soutiennent, le risque est donc centré sur l'évolution prochaine des taux d'intérêt et de la liquidité de banque centrale.

Il apparaît pourtant clairement que la hausse exceptionnelle des marchés obligataires et notamment des investissements périphériques à la dette « investment grade » ne peut poursuivre indéfiniment sa progression.

Les injections monétaires du 4ème trimestre 2019 pourraient aussi, comme ce fut le cas en 2000 suite à l'action massive de 1999, être suivies d'une année de stabilisation du bilan de la Fed. En particulier si l'année 2020 tient ses promesses sur le plan conjoncturel, ce qui devrait être le cas après le retour des politiques monétaires sur l'avant-scène depuis l'été 2019.

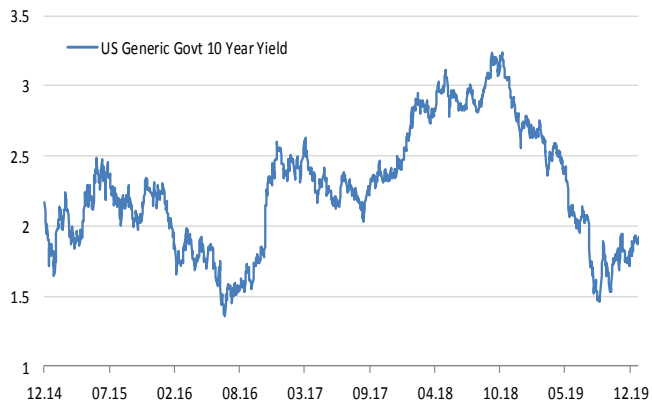
La croissance du PIB de l'économie américaine pourrait bien encore approcher +2.2% cette année si aucun choc externe ne vient remettre en question les tendances actuelles.

Les risques de récession devraient alors être totalement écartés et l'année 2020 devrait donc être caractérisée par un retour à la normale des anticipations sur le niveau adéquat des taux d'intérêt. La courbe des taux devrait aussi se normaliser sous l'impulsion d'un mouvement de hausse sur toutes les échéances, excepté sur les taux courts. Dès lors, si les taux d'intérêt remontent aux Etats-Unis graduellement de 1.8% à 2.5% par exemple sur les obligations du Trésor à dix ans, l'impact sur les marchés actions devrait très nettement être une surprise aux effets potentiels négatifs. Mais si cette hausse devait intervenir moins graduellement et plus rapidement les effets seraient alors plus brutaux.

Si la croissance de la liquidité fournie par les banques centrales devait diminuer on peut donc craindre à brève échéance une correction significative des marchés actions d'une ampleur qui n'a pas été observée depuis longtemps. Alors faut-il déjà voir un signe de cette tendance dans la diminution de 4'173 milliards à 4'149 milliards de dollars du bilan de la Fed durant la première semaine de l'année 2020 ?

Quoi qu'il en soit, il n'est pas non plus exclu que la Réserve fédérale conserve un biais positif et poursuive ses injections de liquidités au cours des prochains mois à un rythme sensiblement inférieur, mais suffisant pour permettre aux actifs risqués de poursuivre une tendance haussière. Il est aussi possible que les attentes de croissance des bénéfices de +10% en 2020 se concrétisent finalement et soutiennent le niveau extrême des marchés.

Taux à dix ans du Trésor américain



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Renseignements

Vous pouvez en tout temps obtenir des renseignements en contactant BBGI Group SA :

T : + 41 22 595 96 11
F : + 41 22 595 96 12
E : reception@bbgi.ch

Ou en adressant vos demandes d'informations par courrier à l'adresse suivante :

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg 2
CP 1235
1201 Genève

www.bbgi.ch

Informations importantes : Ce document et toutes les données et informations y figurant sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ces informations sont mises à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document est basé sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ce dernier ne peut être utilisé ou considéré comme un engagement des auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

PRENEZ DU PLAISIR À VOYAGER
DES VOYAGES D'AFFAIRES QUI VOUS DONNENT DROIT À DES PRIVILÈGES

Vous pouvez transformer chacun de ces voyages en un moment de confort et d'avantages grâce au programme Turkish Airlines Corporate

Pour devenir membre, allez sur :
corporateclub.turkishairlines.com

TURKISH AIRLINES
CORPORATE CLUB
WHERE BUSINESS MEETS BENEFITS

Personal Service... PERFECTED

Orchestrating complex itineraries is our job

Experience exceptional customer service from the moment you place your call to the time you reach your destination. Going above and beyond is what defines the level of service you'll enjoy from your own personal flight crew. Orchestrating complex itineraries is our job – enjoying the trip is yours. Jet Aviation Charter Services... Personalized to Perfection.

One Jet Aviation. Many Advantages.

Maintenance, Refurbishment, Completions, FBO, Aircraft Management, Flight Support, Charter, Staffing.

EMEA & Asia
+41 58 158 1900
charter.geneva@jetaviation.ch

USA
+1 201 462 4100
charter.usa@jetaviation.com

www.jetaviation.com

JET AVIATION
A GENERAL DYNAMICS COMPANY