



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdomadaire 1<sup>er</sup> juillet 2019

#### Trump/Xi, la Fed et les marchés: quelles perspectives pour l'été/automne ?

Nous avons écrit dans notre chronique hebdo du 20 mai dernier<sup>1</sup> que « l'hypothèse d'un accord le 29 juin au sens du gel de la procédure 301 (touchant plus de 300 mds de dollars d'importations chinoises) est plausible selon nous .... Un accord sur le fond est plus douteux ». Qu'a-t-on obtenu lors de la rencontre du 29 juin ? On a eu effectivement un gel de cette procédure et annonce de reprise des négociations. Mais il n'y a aucun agenda précis de fourni. Sur le fond, il n'y a aucun engagement si ce n'est celui de la Chine d'acheter des produits agricoles américains.

Le ton à l'égard de Huawei a semblé également nettement plus conciliant, même si Trump ne s'est pas engagé formellement à remettre en cause sa décision prise à la mi-mai de quasi-bannissement de l'opérateur chinois du territoire américain.

Dans l'ensemble, cela ressemble pour beaucoup à la rencontre de l'avant-dernier G20 à Buenos Aires le 1er décembre 2018. Bref, cela a un air de déjà-vu avec aucune garantie d'un quelconque accord sur le fond à brève échéance. Tout comme la rencontre avec Kim, on est plus dans le registre de la communication que sur le fond. Nous doutons quelque peu d'un impact très positif de cette accalmie sur la confiance du secteur manufacturier mondial.

Mais au-delà, et comme nous l'avons dit précédemment, nous pensons néanmoins qu'il y aura un accord sur le fond d'ici l'automne prochain, même si cet accord sera partiel et transitoire et que les négociations entre la Chine et les USA s'étaleront pendant des années.

Trump voudra sans doute se présenter à l'opinion publique avec quelque chose de plus substantiel alors qu'il aura à faire face à la bataille du plafond de la dette fédérale et aux diverses initiatives démocrates pour l'affaiblir (affaires personnelles et fiscales, suites du rapport Mueller,...) à cette période. De même, sa popularité n'a pas progressé depuis ses 2 tweets du 5 mai et nous pensons que la sur taxation des 300mds peut être politiquement périlleuse dans la mesure où cela porte principalement sur de nombreux produits de consommation « sensibles » (textile-habillement, chaussures, jouets, jeux électroniques,...).

---

<sup>1</sup> « Guerre commerciale à J+ 15 et allocation d'actifs : 6 questions-clé »

De son côté, la Chine vaudra sans doute afficher un minimum de stabilité avant les célébrations du 70ème anniversaire de la République Populaire le 1er octobre prochain, alors que Xi est probablement fragilisé par les évènements de Hong Kong et que la conjoncture chinoise reste fragile.

Quid des marchés actions et obligataire d'ici 6 mois ?

Le marché actions restera selon nous légèrement haussier à horizon 6 mois compte tenu par ailleurs des valorisations, de la macro américaine et mondiale, de la dynamique des BPA et de la Fed. Nous conservons une position neutre en raison d'une espérance de rentabilité ajustée du risque moyenne.

Quant au marché obligataire, beaucoup d'investisseurs s'étonnent de sa performance parallèle aux actions sur les 6 derniers mois, soulignant parfois une contradiction entre une vision « optimiste » des actions et « pessimiste » des obligations. La performance du SP 500 a été de 18,5 % depuis le début de l'année (dividendes réinvestis) et les Treasuries à 10 ans ont progressé de 8 %. Il est vrai qu'une double performance de ce type sur 6 mois de ce type est très rare sur l'après-guerre (à l'exception de 1995, cf. infra).

Mais si l'on prend une hypothèse de gain d'au moins 5 % pour les 2 classes d'actifs sur une période comparable, on obtient 10 occurrences depuis 1980 (dont 3 depuis 2014). De plus, il faut apprécier le résultat du 1<sup>er</sup> semestre 2019 au regard des piètres performances de 2018. Il s'agit notamment plus d'un rattrapage pour les actions.

Plus encore, et comme nous l'avons déjà mentionné<sup>2</sup>, cette phase de politique monétaire entamée depuis le début 2019 correspond à un cycle de pause/assouplissement au sein d'un cycle expansif, comme on en a vu 5 déjà depuis 50 ans (1967, 1987, 1995, 1998 et 2016). Or, un choc positif de politique monétaire de ce type se traduit le plus souvent par une performance positive à la fois des govies et des actions (cf. graph ci-dessous). Lors du déclenchement de la pause/assouplissement de 1995-96, la performance des actions et des govies fut d'ailleurs de plus de 10% à 6 mois.

### Phases de pauses/assouplissements de la Fed depuis 50 ans

fondement	date	variation de l'ISM sur 6 mois	variation de la croissance de l'emploi sur 6 mois	courbe des taux (en pb)	performance actions			performance T-Bond 10 ans		
					+3mois	+6mois	+12mois	+3mois	+6mois	+12mois
ralentissement	01/01/1967	-6.6	-2.4%	-7	9%	13%	18%	4%	1%	-2%
krach	01/10/1987	5	0.5%	292	-28%	-17%	-20%	2%	10%	7%
ralentissement	01/06/1995	-12.5	-1.4%	120	9%	14%	27%	5%	11%	8%
crise asiatique	01/09/1997	3.2	-0.1%	93	-1%	6%	17%	3%	7%	11%
ralentissement /stress chinois	01/03/2016	-1.2	0.0%	166	7%	12%	18%	2%	5%	-2%
	moyenne	-2.4	-0.7%	133	-0.7%	5.3%	12.0%	3.3%	6.9%	4.3%
	médiane	-1.2	-0.1%	120	7.3%	11.9%	17.5%	3.5%	7.5%	6.9%

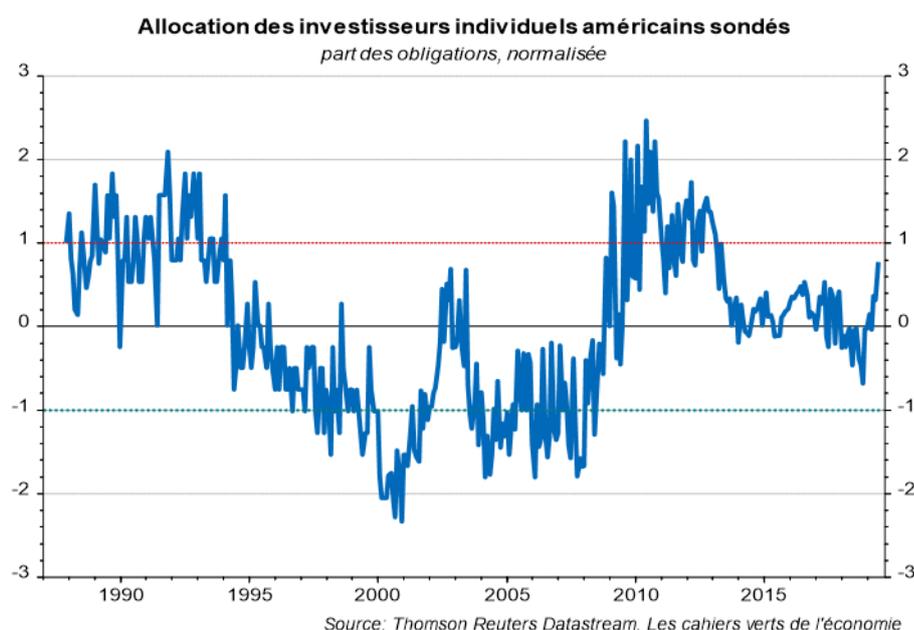
Source : Datastream, Les Cahiers Verts

<sup>2</sup> Chronique hebdo du 22 février dernier : « Investisseur, ne néglige jamais les pauses de la Fed »

Dans presque tous les cas (à l'exception du krach boursier de 1987), les actions ont sur performé les obligations sur 6 mois et plus encore sur 12 mois.

A partir d'un certain moment, les taux longs remontent du fait de la normalisation progressive des anticipations de politique monétaire, en l'absence de récession et/ou de risque exogène.

Aujourd'hui, le marché price 100 points de base de baisse du taux directeur de la Fed d'ici fin 2020. Nous voudrions juste rappeler qu'un tel premier assouplissement n'est jamais intervenu dans l'histoire contemporaine sauf en cas de récession. Mentionnons aussi que le marché price une probabilité non nulle (à 20%) d'une baisse de taux de plus de 25 pb à fin juillet. Ici aussi, rappelons qu'une 1<sup>ère</sup> baisse de 50 pb n'est intervenue dans la période contemporaine que lorsqu'il y avait une récession. Ajoutons que les taux réels nous paraissent particulièrement bas et que le positionnement des investisseurs individuels sur les obligations a nettement progressé ces derniers mois. Il atteint pratiquement 1 écart-type au-dessus de la moyenne, soit un plus haut depuis 6 ans (cf. graph ci-dessous).

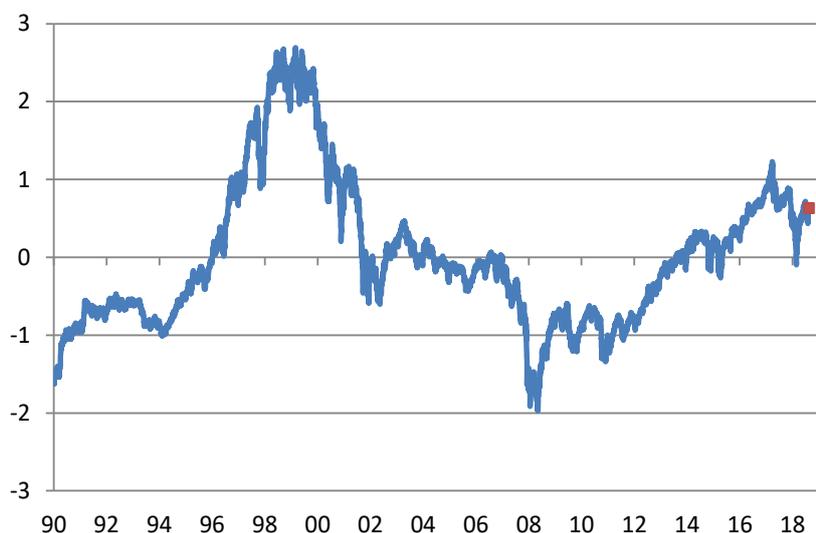


Aujourd'hui, la capacité d'absorption d'une hausse des taux par les obligations (rendement/duration) devient très faible. Une simple hausse annuelle de 25pb suffirait aux Etats-Unis pour effacer le coupon. Bref, à horizon 6 mois et compte tenu d'une conjoncture mondiale stable, d'un accord sino-américain de fond (même partiel et transitoire) et de 2 baisses de taux de la Fed (de 25 pb chacune selon nous), il faut alléger la durée des govies (tout en se concentrant sur la dette émergente et les spreads périphériques européens).

Quid du court terme (juillet & août) ? Certes, la réaction initiale du marché va probablement être favorable. Mais compte tenu du caractère limité de l'accord du 29 juin, d'une conjoncture mondiale encore hésitante, de valorisations absolues à 0,7 écart type au-dessus de la moyenne (S&P 500, cf. graph ci-dessous), d'un appétit pour le risque de court terme assez élevé (cf. graph ci-dessous), d'un

momentum moyen de révisions de résultats et de l'absence de potentiel d'assouplissement monétaire additionnel, le contexte va rester complexe pour les actions selon nous, sans compter d'autres risques exogènes (Iran).

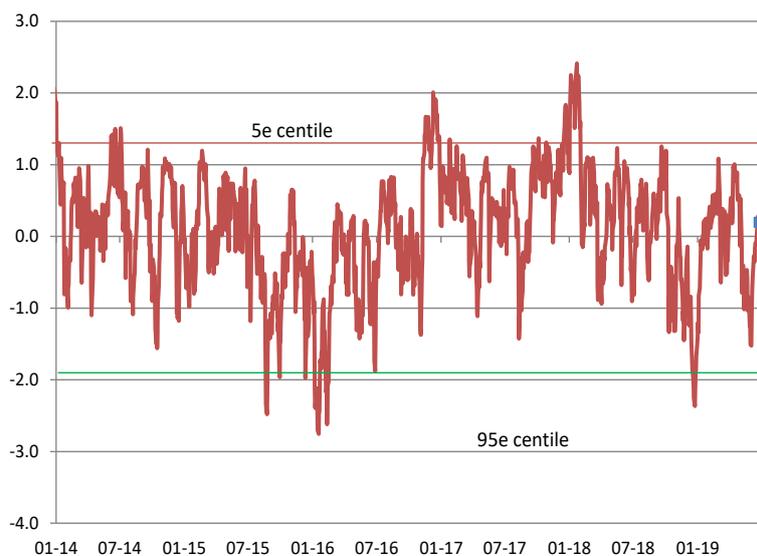
### S&P 500 : indicateur synthétique de valorisation \*



\* Moyenne des écarts type depuis 1990 du p/e shiller, p/BPA au pic, p/e trailing, p/e 12m fwd, p/book, p/sales

Source : Datastream, Les Cahiers verts

### Indicateur composite d'appétit pour le risque de court terme \*



\* basé sur des données de marché (bollinger, RSI) et de confiance des investisseurs

Source : Datastream, Les Cahiers verts

Dans ce cadre et comme nous l'avons dit dans notre chronique du 10 juin dernier<sup>3</sup>, nous préférons garder une position assez prudente en restant neutre en duration govies et en conservant des couvertures yen, or, franc suisse et HG. En matière d'actifs risqués, nous renforçons notre position sur le pétrole, la dette émergente en dollars et MSCI China.

*Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de  
SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie).  
Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.*

---

<sup>3</sup> « Baisse des taux de la Fed : bonne ou mauvaise nouvelle ? »