



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdomadaire 12 novembre 2019

#### Fin de la baisse des taux de la Fed : la suite pour les marchés ?

Après 3 baisses de taux directeurs, la FED semble désormais satisfaite du niveau actuel des taux. Cela a transparu tant dans le discours de J. Powell suite à la réunion du 30 octobre que dans les propos tenus plus récemment par R. Clarida. Ainsi, une nouvelle baisse de taux devient peu probable à court terme et nécessiterait de nouvelles déceptions sur la dynamique macro, d'inflation et/ou une résurgence des tensions commerciales. Cela est d'autant plus vrai que 2 des membres votants ont exprimé leur désaccord sur la dernière baisse des taux.

De leur côté, les marchés ne pricent plus de baisses des taux d'ici la fin de l'année (plus de 90% pour le statu quo), ce qui nous semble raisonnable en l'état. De même, les anticipations de baisse de taux pour 2020 sont plus réduites (1 baisse pricée d'ici fin 2020 seulement).

Il est donc vraisemblable que nous soyons entrés dans une phase de stabilisation des taux courts pour les prochains mois.

Quid des implications pour les marchés financiers ?

Dès le début de 2019, nous avons appréhendé l'action de la Fed cette année comme 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). Et comme nous l'avons expliqué<sup>1</sup>, son objet est plutôt de prévenir des risques de retournement (menace de hard landing à la suite de la montée des taux en 1967, impact du krach obligataire et boursier en 1987, impact du krach obligataire de 1994 et de la crise mexicaine en 1995, impact du défaut russe et de la crise LTCM en 1998, impact du ralentissement chinois et émergent en 2016) et cela est plutôt de nature à prolonger le cycle expansif.

Il s'agissait donc de la 2<sup>ème</sup> phase de pause/assouplissement de ce cycle (après celle de 2016).

Ces phases de pause se soldent dans un 1<sup>er</sup> temps par un recul des taux longs et un rebond des actions. C'est ce qu'on a vu cette année avec une baisse des taux longs américains jusqu'au début septembre et une hausse quasi-continue des actions.

---

<sup>1</sup> Voir notre chronique hebdo du 22 février dernier, « Investisseur, ne néglige jamais les pauses de la Fed »

Mais qu'en est-il ensuite une fois que la phase de pause/d'assouplissement se termine ? Le tableau ci-dessous résume l'historique des performances qui ont suivi.

Les performances des actions sont en général satisfaisantes à horizon court et moyen terme (+14% à 6 mois par exemple) car elles bénéficient de la dissipation des craintes sur le cycle. En revanche, les performances sont négatives sur le marché obligataire sur tous les horizons (-5% en médiane à 6 mois par exemple).

Cela est cohérent avec ce à quoi l'on pourrait s'attendre : l'assouplissement pertinent de la FED permet au cycle de ré accélérer et donc porte en lui-même les germes d'une hausse de la croissance nominale, donc un niveau plus élevé de taux longs.

Nous considérons que c'est ce qui va se produire et c'est la raison pour laquelle nous pensons qu'il y a encore matière à sur pondérer les actions sur les govies.

### Etats-Unis: évolution des marchés après la fin des cycles de pause/baisse de taux

fondement	date	performance actions			performance T-Bond 10 ans		
		+3mois	+6mois	+12mois	+3mois	+6mois	+12mois
ralentissement	01/07/1968	-1%	8%	3%	3%	0%	0%
krach	01/02/1988	5%	10%	12%	4%	4%	6%
ralentissement	01/01/1996	6%	10%	25%	-1%	-5%	4%
crise asiatique	01/11/1998	25%	31%	30%	-2%	-5%	-8%
ralentissement /stress chinois	01/11/2016	4%	9%	17%	-6%	-5%	-4%
	moyenne	7.6%	13.7%	17.4%	-0.3%	-2.1%	-0.5%
	médiane	4.8%	10.0%	17.0%	-0.8%	-4.8%	-0.4%

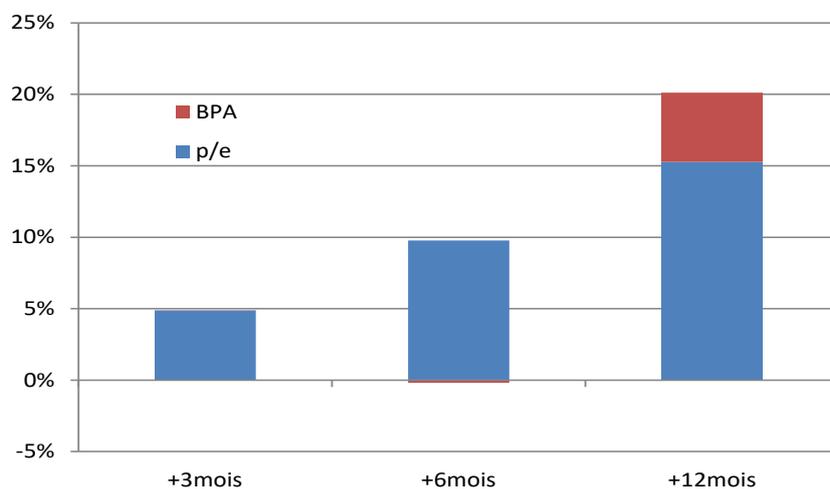
Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Cela étant, les perspectives sont-elles nécessairement aussi favorables pour les actions que lors des précédentes phases de pause/assouplissement monétaire si on se limite à un horizon de 6 mois ?

Non. D'abord signalons qu'on n'a jamais vu un processus de pause/ assouplissement avec une situation de taux de chômage aussi bas et d'un levier d'endettement corporate aussi haut aux USA, sachant que nous sommes dans le plus long cycle expansif de l'histoire. Ajoutons que l'un des points de l'échantillon historique (1998) appartient au cycle de la fin des années 90 caractérisé progressivement par une dynamique de bulle, ce qui réduit quelque peu la pertinence de l'analyse.

Par ailleurs, on constate que la performance post pause/assouplissement vient en bonne partie des valorisations, en particulier à horizon 3 et 6 mois (cf. graph ci-dessous).

### Décomposition médiane de la performance du S&P 500 après la fin des cycles de pause/baisse de taux \*



\* 1988, 1996, 1998, 2016

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

La difficulté dans le cadre actuel est que le rerating a déjà été substantiel ces derniers mois, ce qui réduit le potentiel de ce point de vue. Si l'on agrège un ensemble de mesures de valorisation, le marché américain apparaît cher (0,8 écart-type au dessus de sa moyenne longue, cf. graph ci-dessous), même si le niveau actuel des taux sans risque est plus faible, ce qui justifie un niveau structurellement plus élevé des valorisations actions (pour une prime de risque donnée).

### Etats-Unis : indicateur synthétique de valorisation actions\*



Source : Datastream, Les Cahiers Verts

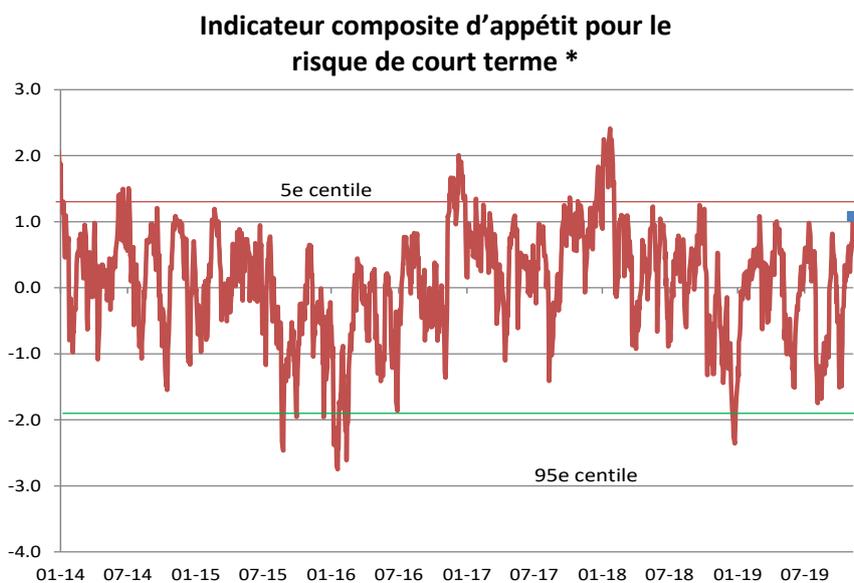
\* Moyenne des écarts type depuis 1990 du p/e Shiller, p/BPA au pic, p/e trailing, p/e 12m fwd, p/book, p/sales

Quid des autres variables (macro, BPA, appétit pour le risque) ?

Nous pensons que l'économie mondiale va légèrement rebondir au 1<sup>er</sup> semestre 2020 non seulement grâce au desserrement des conditions financières, mais aussi grâce à la stabilisation des tensions commerciales (notre hypothèse depuis longtemps) et celle du secteur automobile, les actions de relance budgétaire en Asie, le rebond de certains grands émergents ayant un output gap négatif, tels que la Turquie, le Brésil, l'Argentine... Mais le rebond va plutôt concerner le reste du monde que les Etats-Unis, comme nous l'avons déjà mentionné.

Du côté des BPA, on peut difficilement s'attendre à des révisions positives substantielles dans les prochains mois, sachant que les prévisions pour 2020 (+9% attendu au niveau mondial, 10% aux USA et 11% en zone euro) semblent encore excessives compte tenu d'une ré accélération seulement modérée de la croissance mondiale. Une croissance mondiale des BPA de l'ordre de 5% nous semble à cet égard plus raisonnable.

Quant à l'appétit pour le risque de court terme, il se situe plus d'1 écart-type au-dessus de la moyenne (cf. graph ci-dessous), ce qui laisse peu de potentiel pour les prochaines semaines.



Quelles conséquences principales en termes de stratégie d'investissement à horizon 6 mois ?

- Conserver une position neutre sur les actions mondiales (espérance de rentabilité ajustée du risque assez faible)
- Conserver une surpondération actions vs. govies à l'échelle mondiale
- Conserver une surpondération cycliques/défensives et financières au sein des actions mondiales (légère accélération macro, légère hausse des taux longs)

- Conserver une sous-pondération actions américaines au sein des actions mondiales (moins momentum macro, moins potentiel d'assouplissement monétaire, cherté relative, risque démocrate non intégré) au profit des actions « périphériques » (émergents, Japon et zone euro), comme nous l'avons souligné dans nos précédentes chroniques

***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.***