

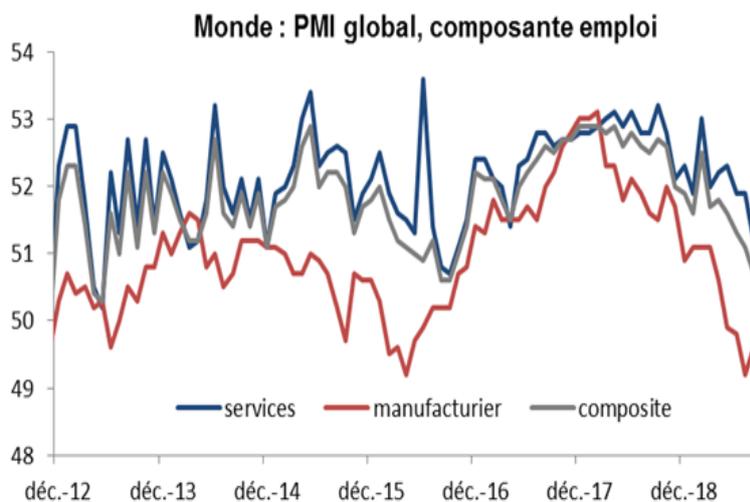


LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
12 septembre 2019

La rotation cycliques/défensives est-elle solide ?

Nous restons fondamentalement assez prudents sur la conjoncture mondiale. Comme nous l'avons dit dans notre chronique du 30 août dernier¹, nous nous méfions particulièrement de la diffusion du ralentissement manufacturier mondial sur l'emploi, y compris dans les services (cf. graph ci-dessous).

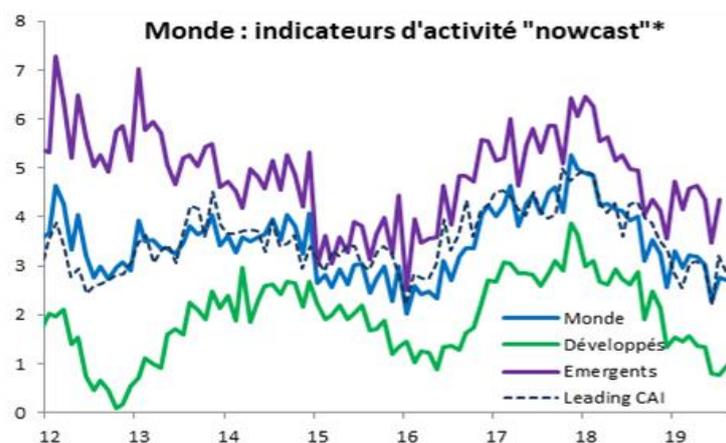
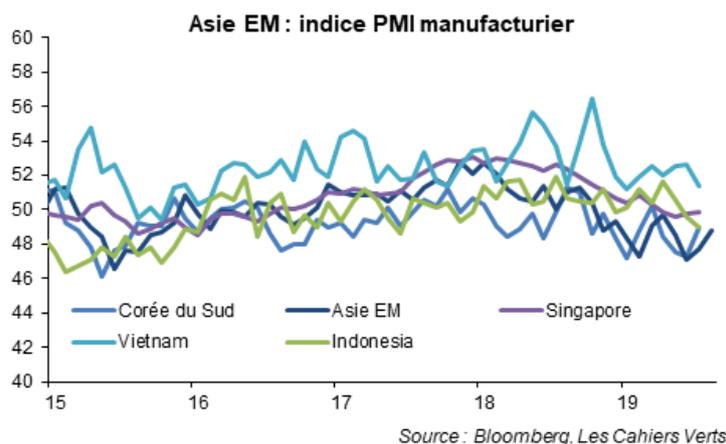


Source : Bloomberg, Les Cahiers Verts

Néanmoins, nous avons choisi dans notre tableau de bord d'allocation tactique d'août et de septembre de jouer les cycliques contre les défensives sur les actions mondiales. Cela « fonctionne » depuis la mi-août, tant aux USA qu'en Europe. Pourquoi ?

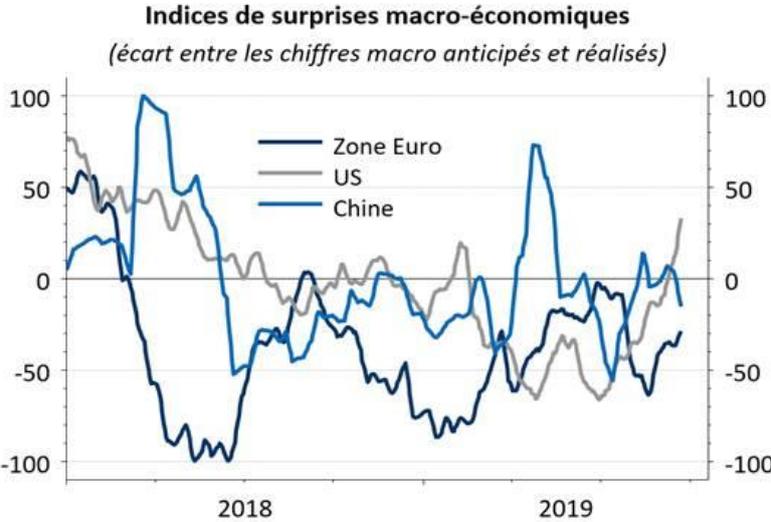
D'abord il y a quelques signes de stabilisation macro mondiale : léger rebond des « current activity indicators », remontée du Baltic Dry Index, exportations asiatiques, PMI manufacturiers asiatiques, notre indicateur sur la tech mondiale (cf. graphs ci-dessous),...

¹ « Où va l'économie mondiale et quid des marchés? »



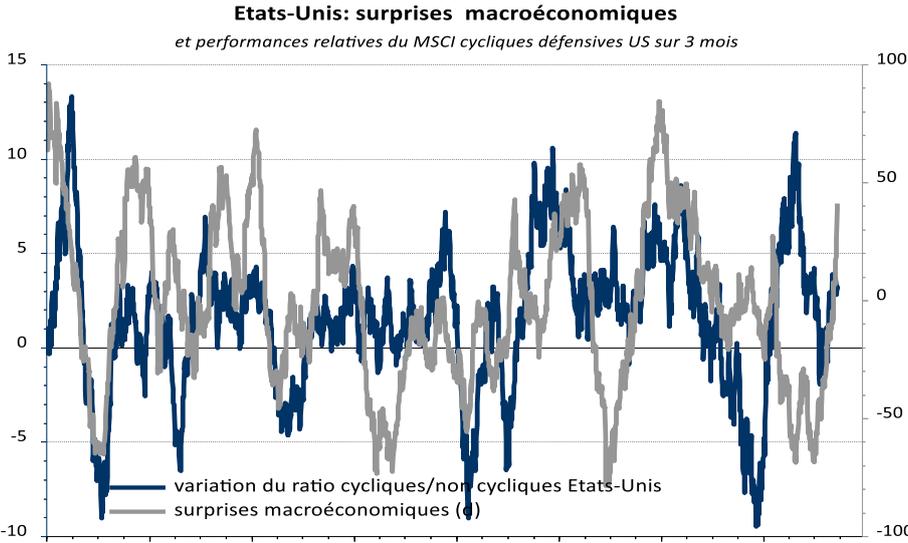
Dans les 3 zones systémiques, quelques données récentes ont pu donner corps à cette stabilisation (production manufacturière et ventes au détail aux USA, importations de matières premières en volume, PMI Markit et production de voitures en Chine, immatriculations d'automobiles, ZEW et confiance des consommateurs en zone euro). Mais il faut reconnaître que toutes ces données sont encore ténues et demandent confirmation.

Parallèlement, les surprises macro ont remonté dans les 3 grandes zones (fin juin aux USA, mi-juillet en Chine, fin août en zone euro), ce qui signifie donc que les données macro ont plutôt dépassé les attentes (cf. graph ci-dessous).



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Elles sont même passées dernièrement en territoire positif aux USA. Et historiquement, le franchissement de ce seuil est associé à une sur performance des cycliques sur les défensives (cf. graph ci-dessous).



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Mais beaucoup d'investisseurs manifestent un certain scepticism à l'égard de la durabilité d'un tel processus. À ce stade, rappelons que les mini cycles de sur performance des cycliques (d'au moins 10%) depuis 20 ans ont duré en moyenne 5 à 6 mois, tant aux USA qu'en Europe. Mais au-delà des moyennes historiques, cette thématique a d'autres fondements. D'abord les espoirs de stabilisation macro reposent de façon assez légitime sur l'amplification mondiale des mesures d'assouplissement monétaire : au cours de ce trimestre, 16 banques centrales majeures ont en effet abaissé leur taux directeur. Ensuite les mesures de relance budgétaire se sont multipliées en Asie, non seulement en Chine, mais également dans d'autres pays avec notamment l'Inde qui vient d'annoncer un stimulus budgétaire de l'ordre de 0,7 point de PIB.

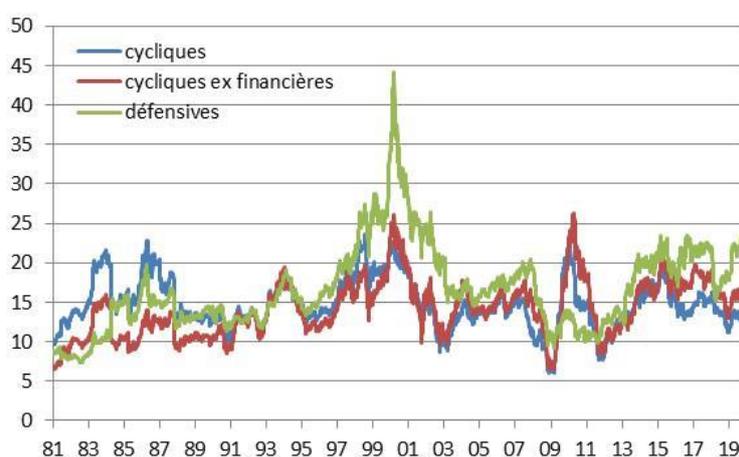
Certains investisseurs nous font observer que la poursuite de la rotation pourrait s'accompagner d'une baisse générale du marché actions du fait du poids désormais réduit des cycliques dans les indices et vice versa du poids élevé des défensives. Outre le fait que cela ne s'est quasiment jamais vu, nous doutons de la validité de cet argument dans la mesure où les cycliques représentent encore 35% du Stoxx Europe 600 (vs. 42% en 2010)².

Rappelons également que les périodes passées d'annonces de QE ont été suivies d'une sur performance des cycliques vs. défensives aux Etats-Unis et en Europe³. Et cela concerne aujourd'hui à nouveau l'Europe avec la nouvelle vague de QE signalée par la BCE il y a 10 jours.

La hausse, même légère des taux longs, est également plutôt associée à la sur performance des cycliques, si elle est générée par un retour de l'appétit au risque et une amélioration du momentum macro.

Parallèlement, la valorisation des Cycliques vs. Défensives affiche encore un discount substantiel. Le P/E trailing des cycliques hors financières apparaît 16% au-dessus de la moyenne depuis 1980, à 16,4, contre 40% au-dessus de la moyenne pour les défensives à 23 de P/E trailing (cf. graph ci-dessous).

P/E trailing du marché européen : cycliques vs défensives *



* cycliques = matériaux de base, industrielles, automobiles, financières, technologie

* défensives = services aux collectivités, santé, télécoms

Source : Datastream, Les Cahiers verts

² Source : Stoxx

³ 11% vs. 3,4% pour les défensives en Europe (MSCI) au bout de 3 mois et 12,2 vs. 5,3% au bout de 6 mois.

Enfin, les données de flux (pour les USA) montrent un clair positionnement en faveur des défensives depuis l'automne 2018.

Reste l'inconnue de la guerre commerciale et, plus généralement, du risque géopolitique (Iran, Brexit) qui est de nature à remettre en cause la validité de cette stratégie. Nous avons déjà traité ces questions. Notre conviction reste qu'il devrait y avoir un accord (partiel et transitoire) sino-américain d'ici la fin de l'année. C'est plutôt dans l'intérêt politique de Trump lui-même⁴. S'agissant de l'Iran, il y aura des tensions sporadiques, mais pas de scénario systémique. L'éviction de John Bolton montre d'ailleurs que Trump est conscient des dangers d'une posture trop agressive. Quant au Brexit, le dossier est repoussé à la fin de l'année/début de l'année prochaine compte tenu des probables élections anticipées et de la prorogation du délai de négociation avec l'Europe.

Au total, nous préconisons, comme nous l'avons mentionné dans nos précédentes publications, de poursuivre cette stratégie, même si elle relève pour partie d'un pari. Dans ce cadre, nous continuons aussi de recommander les bancaires européennes (discount, QE, système de taux de dépôt par paliers, légère remontée des taux longs).

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.

⁴ Voir notre chronique hebdo du 23 août dernier ; « *Une récession en 2020 dans l'Amérique de Trump : vraiment ?* »