

MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – JUILLET 2019



FOCUS

TOUS LES BÉNÉFICES NE SE VALENT PAS

ACTIONS

LE POUVOIR DES BANQUES CENTRALES

Ceci est un extrait de notre Monthly House View. Si vous souhaitez recevoir la version complète, veuillez [nous contacter](#).

ÉDITORIAL



DR PAUL WETTERWALD

Chief Economist,
Indosuez Wealth Management

ATTENTION AUX DIVERGENCES

Cher Lecteur, Chère Lectrice,

Alors que les vacances approchent, de nombreux problèmes sont encore loin d'être résolus.

Parmi ceux-ci, on peut citer le différend commercial sino-américain, le désaccord entre l'Italie et l'Union européenne (UE) concernant le déficit public italien, ainsi que les positions divergentes du Royaume-Uni et de l'UE sur le Brexit. Sans surprise, les anticipations des marchés à propos de l'évolution de ces problèmes ont considérablement varié au fil du temps.

Les marchés tentent également de prévoir les événements monétaires. En l'espèce, nous observons une divergence importante entre les décisions de la banque centrale américaine de modifier le taux des fonds fédéraux et les fondamentaux actuels. Alors que le marché à terme des fonds fédéraux intègre des baisses de taux multiples, des anticipations aussi extrêmes nous semblent difficiles à justifier. Selon l'OCDE, l'écart de production de l'économie américaine, c'est-à-dire la différence entre sa production effective et sa production potentielle, est proche de

1,4 % (contre 1,1 % précédemment). Cet écart devrait se réduire pour justifier une baisse des taux des fonds fédéraux.

Cela étant dit, le corollaire des différends en cours est la persistance d'un degré d'incertitude élevé. À la fin mai, l'Indice d'incertitude des politiques économiques mondiales calculé par Baker, Bloom et Davis excédait le double de sa moyenne trimestrielle à long terme (sur 22 ans). Cette dernière couvre une période qui n'a pas été épargnée par des changements significatifs, comme le début de l'UEM, la fin de la bulle Internet, l'entrée de la Chine dans l'OMC, la Grande Récession ou la crise des dettes souveraines en Europe, pour n'en citer que quelques-uns. Il ne serait donc guère étonnant que le niveau de l'indice vienne à baisser, se rapprochant ainsi de sa valeur moyenne.

En d'autres termes, l'ampleur des divergences observées sur les questions énumérées en introduction devrait se réduire au cours des prochains mois. Une telle évolution est susceptible de rassurer les investisseurs.

FOCUS

TOUS LES BÉNÉFICES NE SE VALENT PAS

Les bénéfices sont fondamentaux pour les marchés financiers. Mais quels bénéfices exactement ? Ceux dérivés des statistiques macroéconomiques, ou bien ceux tels qu'apparaissant dans le bilan comptable de l'entreprise ? Après un examen des différentes définitions possibles, nous analysons statistiquement le cas des marchés européens et américains afin de comprendre quel type de bénéfices – macroéconomiques ou comptables – possèdent le meilleur pouvoir explicatif du comportement du marché.

ÉTATS-UNIS

Dans l'analyse des bénéfices des entreprises américaines d'un point de vue macroéconomique, nous utilisons les données fournies par le Bureau d'analyse économique (BEA) des États-Unis. Afin d'illustrer la relation entre les bénéfices macroéconomiques et les marchés boursiers aux États-Unis, nous observons que depuis ces années là, les corrections des marchés boursiers américains ont eu tendance à survenir dans le sillage de baisses des bénéfices macroéconomiques.

Les bénéfices des entreprises tels qu'intégrés au revenu national par le BEA diffèrent des bénéfices déclarés par les entreprises selon les règles comptables. Quant aux indices des marchés d'actions mondiaux, ils intègrent encore une définition différente des bénéfices. Ces divergences concernent notamment le périmètre, la représentation des secteurs et les principes comptables retenus. Malgré toutes ces différences, les tendances à long terme sont globalement similaires, en particulier entre le bénéfice d'exploitation du S&P 500 et le bénéfice national après impôts (hors ajustement de la valorisation des stocks et de la consommation en capital) du cadre BEA/NIPA.

EUROPE

Au sein de l'Union européenne, la mesure utilisée pour les bénéfices macroéconomiques est « l'excédent brut d'exploitation et le revenu mixte brut (EBE) », publiée par Eurostat. La différence entre les bénéfices inscrits dans les comptes des entreprises et les estimations d'EBE tient au fait que seul un sous-ensemble des coûts totaux est soustrait de la production brute pour calculer l'EBE. En outre, l'EBE ne tient pas compte de la consommation de capital fixe.

Les normes comptables couramment utilisées sont les Normes d'information financière internationales (IFRS). La plupart des

marchés financiers internationaux majeurs exigent désormais l'application des normes IFRS. Sur le plan conceptuel, les normes IFRS sont considérées comme des normes comptables essentiellement fondées sur des principes, tandis que les PCGR américains sont davantage fondés sur des règles. 585 des 600 entreprises incluses dans l'indice Stoxx Europe 600 publient leurs résultats selon les normes IFRS.

Parmi les nombreuses différences déjà mises en évidence entre ces deux mesures des bénéfices des entreprises, la plus importante tient sans doute au fait que les bénéfices macroéconomiques incluent les entreprises non cotées, alors que les indices boursiers sont par nature limités aux entreprises cotées.

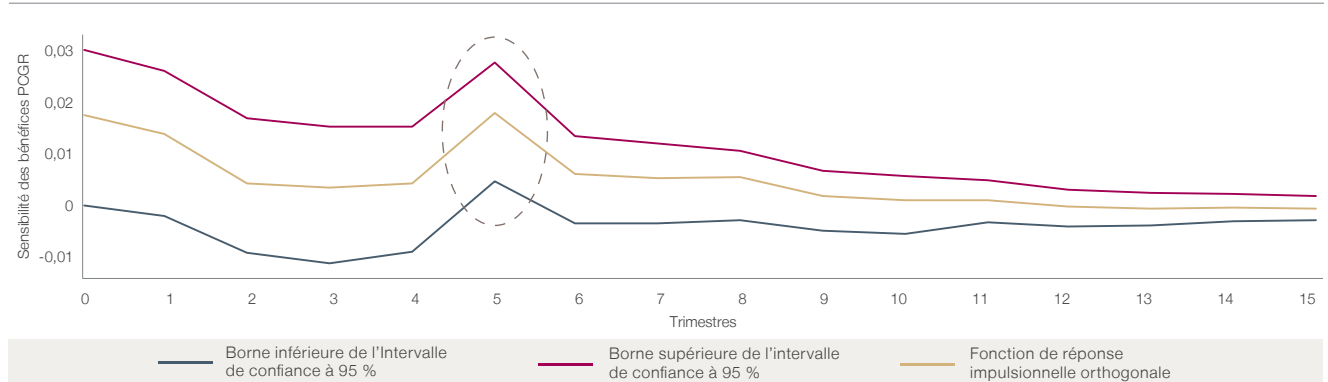
LE POUVOIR EXPLICATIF DU COMPORTEMENT DU MARCHÉ QUE POSSÈDENT LES BÉNÉFICES MACROÉCONOMIQUES ET LES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES

L'analyse de la définition des bénéfices qui possède le meilleur pouvoir explicatif en termes de comportement boursier permet de constater, pour les États-Unis, que l'utilisation des bénéfices publiés par les entreprises est statistiquement plus pertinente que l'utilisation des bénéfices macroéconomiques. En outre, si nous appliquons un choc temporel à la variable du bénéfice publié, elle affiche un pic important cinq trimestres plus tard, comme on l'observe dans le graphique ci-dessous, mais retrouve son niveau initial au bout de 2 à 4 trimestres.

Par conséquent, un choc important sur les bénéfices publiés pourrait avoir une incidence importante sur l'indice S&P 500 cinq trimestres plus tard.

En nous concentrant spécifiquement sur les États-Unis, nous pouvons également examiner la capacité des bénéfices publiés à fournir un signal de récession. Les résultats de notre modèle montrent que toutes les récessions depuis 1987 ont été précédées d'un franchissement du seuil de 28 % par la probabilité de récession estimée. En d'autres termes, si la probabilité de récession du modèle dépasse 28 %, cela indique une récession potentielle dans les mois à venir. Les graphiques fondés sur l'utilisation des bénéfices macroéconomiques présentent des résultats similaires, mais avec une significativité statistique inférieure.

RÉPONSE IMPULSIONNELLE POUR UN CHOC SUR L'INDICE S&P 500 ET LES BÉNÉFICES PCGR



Source : Indosuez Wealth Management

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

FOCUS

TOUS LES BÉNÉFICES NE SE VALENT PAS

En ce qui concerne l'Europe, nous constatons que les bénéfices macroéconomiques sont le principal facteur explicatif de la dynamique du marché boursier dans notre cadre d'étude. Nous observons également qu'un choc important ou une variation significative des bénéfices macroéconomiques peut avoir une incidence importante sur les performances au deuxième trimestre suivant le choc. En outre, il faut généralement un certain temps (6 à 9 trimestres) avant que le choc ne soit absorbé (graphique ci-dessous). D'autre part, l'impact d'un choc sur les bénéfices des entreprises est moins important que celui d'un choc sur les bénéfices macroéconomiques.

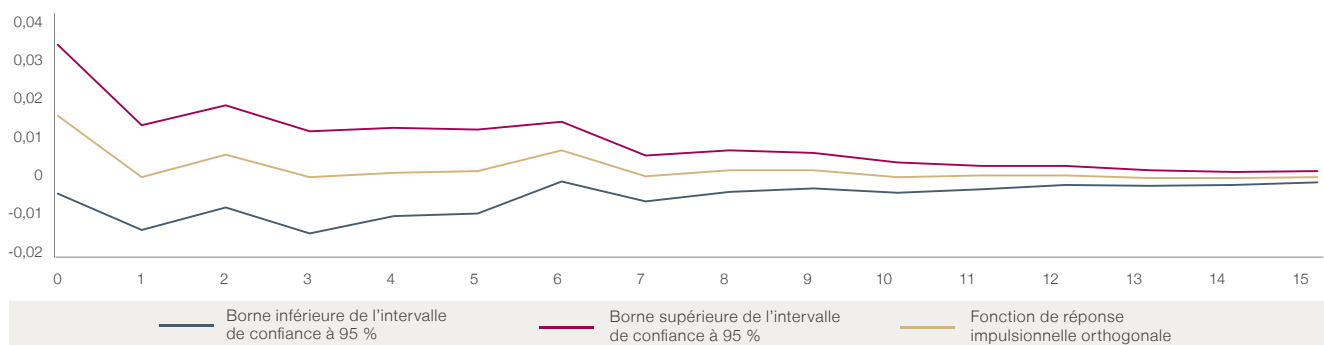
Dans le cas des marchés européens, les bénéfices macroéconomiques sont donc la variable la plus pertinente pour tenter d'expliquer le comportement du marché. Naturellement, le cadre ci-dessus a ses limites et nous ne prétendons pas que le bénéfice est la « variable universelle » expliquant tous les mouvements des marchés européens.

À RETENIR

Le pouvoir explicatif du comportement du marché diffère selon la mesure des bénéfices utilisée (bénéfices macroéconomiques ou bénéfices des entreprises). Notre analyse montre que les bénéfices macroéconomiques ont le plus grand impact sur les marchés européens, tandis qu'aux États-Unis les bénéfices des entreprises constituent la mesure la plus efficace. En outre, les bénéfices des entreprises américaines représentent également un bon indicateur de l'éventualité d'une récession.

Sans conteste, tous les bénéfices n'ont pas la même signification.

RÉPONSE IMPULSIONNELLE POUR UN CHOC SUR L'INDICE STOXX EUROPE 600 ET LES BÉNÉFICES MACROÉCONOMIQUES



Source : Indosuez Wealth Management

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

AVERTISSEMENT

CA Indosuez Wealth (Group) (Indosuez Group), société de droit français, holding de l'activité de gestion de fortune du groupe Crédit Agricole, et ses filiales ou Entités apparentées, à savoir CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, leurs filiales, succursales et bureaux de représentation respectifs, quel que soit leur lieu d'implantation, CA Indosuez Wealth (Miami), CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTMV et CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA exercent leurs activités sous la marque unique Indosuez Wealth Management. Chacune des filiales, ses propres filiales, succursales et bureaux de représentation, ainsi que chacune des autres Entités de Indosuez Wealth Management sont désignées individuellement par l'« Entité » et collectivement par les « Entités ».

Banca Leonardo S.p.A, filiale de CA Indosuez Wealth (Europe), ainsi que sa filiale suisse Leonardo Swiss SA, sont également incluses individuellement et collectivement dans ces désignations.

Ce document intitulé « Monthly House View » (la « Brochure ») est publié exclusivement à titre d'information.

Habituellement, la Brochure n'est pas destinée à un lecteur spécifique.

La Brochure a été préparée par le Département responsable des marchés, investissements et structures de CA Indosuez (Switzerland) SA (la « Banque »). Il n'est pas considéré comme une analyse financière au regard des directives de l'Association suisse des banquiers visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière. Ces directives ne s'appliquent donc pas à la présente Brochure.

Les informations contenues dans la Brochure reposent sur des sources estimées fiables, mais n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. La Banque ne déclare ni ne garantit (expressément ou implicitement) que ces informations sont à jour, exactes ou complètes. La Banque ne déclare ni ne garantit (expressément ou implicitement) que les projections, estimations, objectifs ou opinions contenus dans le présent document sont exacts, et personne ne devrait s'appuyer dessus. Sauf indication contraire, la date des informations contenues dans le présent document est celle indiquée en première page. Toutes références à des prix ou performances sont susceptibles d'évoluer dans le temps. Les prix et les performances passés ne préjugent pas nécessairement de prix et des performances futurs. Les taux de change sont susceptibles d'affecter négativement la valeur, le prix ou le revenu des instruments financiers mentionnés dans le présent document si la devise de référence de l'un de ces instruments financiers est différente de la devise de l'investisseur.

La Banque peut avoir émis ou être amenée à émettre d'autres documents entrant en contradiction avec le présent document, ou susceptibles de parvenir à des conclusions différentes. La Banque n'est en rien soumise à l'obligation de s'assurer que ces autres documents sont portés à l'attention des destinataires du présent document. La Banque peut, à tout moment, interrompre la production de ce document ou procéder à sa mise à jour.

La Brochure ne constitue, en aucune manière, une offre ou une invitation de quelque nature que ce soit en vue d'une transaction ou d'un mandat. De même, elle ne constitue en aucune manière un conseil ou une recommandation de stratégie, d'investissement ou de désinvestissement personnalisé ou général, ni un conseil juridique ou fiscal, un conseil en matière d'audit ou tout autre conseil de nature professionnelle. Les informations publiées dans la Brochure n'ont pas été revues ni soumises à l'approbation ou l'autorisation d'une quelconque autorité de régulation ou de marché dans aucune juridiction.

La Brochure contient des informations d'ordre général sur les produits et services décrits dans les présentes, et qui peuvent présenter certains risques en fonction des produits et services concernés. Ces risques incluent, entre autres, les risques politiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques économiques et les risques de marché. Pour une description complète des produits et services mentionnés dans la Brochure, il est important de consulter les brochures et documents concernés. Nous vous recommandons de contacter vos conseillers habituels afin de prendre vos décisions de manière indépendante, à la lumière de votre situation financière et de vos connaissances et expérience financières.

Les Entités ou leurs actionnaires et plus généralement les entreprises du groupe Crédit Agricole (le Groupe) ainsi que, respectivement, leurs mandataires sociaux, dirigeants ou employés peuvent, en leur nom personnel ou au nom et pour le compte de tiers, réaliser des transactions sur les instruments financiers présentés dans la Brochure, détenir d'autres instruments financiers liés à l'émettreur ou au garant de ces instruments financiers, ou fournir ou chercher à fournir des services concernant les titres, des services financiers ou tout autre type de service pour ou à partir des Entités. Lorsqu'une Entité et/ou une entité du Groupe Crédit Agricole agit en tant que conseiller et/ou gérant, administrateur, distributeur ou agent de placement pour certains produits ou services mentionnés dans la Brochure, ou exécute d'autres services dans lesquels une Entité ou le Groupe Crédit Agricole détient ou est susceptible de détenir un intérêt direct ou indirect, votre Entité accorde la priorité à l'intérêt de l'investisseur.

Les produits ou services mentionnés dans la Brochure peuvent être fournis par les Entités selon ses prix et conditions contractuels, conformément aux lois et réglementations applicables et sous réserve des licences qu'elles ont obtenues. Ils sont cependant susceptibles de ne pas être disponibles dans toutes les Entités. Ils peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans notification.

La Brochure n'est pas pensée pour, ou destinée à des personnes d'un pays en particulier. Les langues dans lesquelles elle est rédigée font partie des langues de travail de Indosuez Wealth Management. La Brochure n'est pas destinée à des personnes citoyennes, domiciliées ou résidentes d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation contreviendraient aux lois ou réglementations applicables. Ces produits et services sont susceptibles d'être soumis à des restrictions concernant certaines personnes ou certains pays. En particulier, les produits et services présentés dans la Brochure ne sont pas destinés aux résidents des États-Unis d'Amérique et du Canada.

La Brochure est publiée par CA Indosuez (Switzerland) SA pour le compte des Entités du Groupe Indosuez Wealth Management, dont les collaborateurs, experts dans leur domaine, contribuent à la rédaction des articles contenus dans la Brochure. La Brochure est également publiée par CA Indosuez (Switzerland) SA pour le compte de Banca Leonardo S.p.A. et de sa filiale suisse. Chacune des Entités met la Brochure à la disposition de ses propres clients, conformément aux réglementations applicables. Nous souhaitons attirer votre attention sur les points spécifiques suivants :

- en France : la présente Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (France), société anonyme au capital de 82 949 490 euros, établissement de crédit et société de courtage d'assurances immatriculée au Registre des intermédiaires en assurance sous le numéro 07 004 759 et au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 572 171 635, dont le siège social est situé 17, rue du Docteur Lancereaux - 75008 Paris, et dont les autorités de contrôle sont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations qui figurent dans la présente Brochure ne constituent ni (i) de la recherche en investissement au sens de l'article 36 du Règlement délégué (UE) 2017-565 de la Commission du 25 avril 2016 et de l'article 3, paragraphe 1, points 34 et 35 du Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, ni (ii) une recommandation personnalisée telle que visée par l'article D. 321-1 du Code monétaire et financier. Il est recommandé au lecteur de ne mettre en œuvre les informations contenues dans la présente Brochure qu'après avoir échangé avec ses interlocuteurs habituels au sein de CA Indosuez Wealth (France) et recueilli, le cas échéant, l'opinion de ses propres conseils spécialisés en matière comptable, juridique et fiscale ;

- au Luxembourg : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), une institution de crédit située au 39 allée Scheffer L – 2520 Luxembourg, BP1104, L-1011 Luxembourg, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B9198 ;
- en Belgique : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Belgium Branch, Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpsesteenweg, Bruxelles B-1000, Belgique, enregistrée au Registre du commerce sous le numéro BE 0534.752.288;
- en Espagne : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Spain Branch, Paseo de la Castellana 1, 28046 Madrid, Espagne, enregistrée au Registre du commerce sous le numéro CIF W-0182904 C ;
- en Italie : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Europe), Italy Branch, Piazza Cavour 2, I-20121 Milan, Italie, enregistrée au Registre des sociétés sous le numéro 97468780156 et par Banca Leonardo S.p.A., Via Broletto n. 46, I-20121 Milan, Italie, enregistrée au Registre des sociétés, toutes deux sous le numéro 09535880158 ;
- au sein de l'Union européenne : la Brochure peut être distribuée par les entités Indosuez Wealth Management autorisées dans le cadre de la Libre circulation des services ;
- à Monaco : la Brochure est distribuée par CFM Indosuez Wealth, 11, Boulevard Albert 1^{er} - 98 000 Monaco, enregistrée au Registre de l'industrie et du commerce de Monaco sous le numéro 56S00341 ;
- en Suisse : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Quai Général-Guisan 4, 1204 Genève, par CA Indosuez Finanziaria SA, Via F. Pelli 3, 6900 Lugano et par Leonardo Swiss SA, Palazzo Gargantini, Via Guglielmo Marconi 2, 6900 Lugano. La Brochure ne constitue pas le produit d'une analyse financière au sens des directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) concernant l'indépendance des analyses financières au sens de la loi suisse. En conséquence, ces directives ne sont pas applicables à la Brochure ;
- à Hong Kong : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Hong Kong Branch, 29th floor Pacific Place, 88 Queensway. Aucune information contenue dans la Brochure ne constitue une recommandation d'investissement. La Brochure n'a pas été soumise à l'avis de la Securities and Futures Commission (SFC) ou de toute autre autorité réglementaire à Hong Kong. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été autorisés par la SFC au sens des sections 103, 104, 104A ou 105 de l'Ordonnance sur les titres et les contrats à terme (Cap. 571) (SFO). La Brochure est susceptible d'être distribuée exclusivement à des Investisseurs professionnels (tels que définis par le SFO et les Règles sur les titres et les contrats à terme) (Cap. 571D) ;
- à Singapour : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch, 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapour 068912. À Singapour, la Brochure est destinée exclusivement aux personnes considérées comme Particuliers fortunés, conformément à la Directive No. FAA-G07 des Autorités monétaires de Singapour, ou investisseurs qualifiés, Investisseurs institutionnels ou Investisseurs experts au sens de la Loi sur les titres et les contrats à terme de Singapour, chapitre 289. Pour toute question concernant la Brochure, les destinataires de Singapour peuvent contacter CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch ;
- au Liban : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2nd floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beyrouth, Liban. La Brochure ne constitue pas une offre et ne représente pas un document marketing au sens des réglementations libanaises applicables ;
- à Dubaï : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Dubai Representative Office, The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O. Box 9423 United Arab Emirates. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats Arabes Unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Abu Dhabi : la Brochure est distribuée par CA Indosuez (Switzerland) SA, Abu Dhabi Representative Office, Zayed - The 1st Street- Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O. Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates. CA Indosuez (Switzerland) SA conduit ses activités aux Émirats Arabes Unis (E.A.U.) via son bureau de représentation, placé sous le contrôle de la Banque Centrale des E.A.U. Conformément aux règles et réglementations applicables aux E.A.U., le bureau de représentation de CA Indosuez (Switzerland) SA ne peut exercer aucune activité bancaire. Il est uniquement autorisé à commercialiser et promouvoir les activités et produits de CA Indosuez (Switzerland) SA. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée et n'a pas été revue ou approuvée par la Banque Centrale des E.A.U. ou par une autre autorité réglementaire des E.A.U. ;
- à Miami : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Miami), 600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, USA. La Brochure est fournie sur une base confidentielle à un nombre restreint de personnes, exclusivement à but informatif. Elle ne constitue pas une offre de titres aux États-Unis d'Amérique (ou dans toute juridiction où cette offre serait illégale). L'offre de certains titres pouvant être mentionnés dans la Brochure est susceptible de ne pas avoir été soumise à enregistrement conformément à la Loi sur les titres de 1933. Certains titres peuvent ne pas être librement transférables aux États-Unis d'Amérique ;
- au Brésil : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTMV, Alameda Itu, 852, 16th floor, São Paulo, SP, enregistrée au CNPJ/MF sous le numéro 01.638.542/0001-57 ;
- en Uruguay : la Brochure est distribuée par CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA, Av. Luis A. de Herrera 1248 - World Trade Center Torre III - Piso 15 - Of. 1576, 11300 Montevideo, Uruguay. La Brochure ne constitue pas une offre destinée à une personne spécifique ou au grand public ni une invitation à soumettre une offre. Elle est distribuée sur une base privée. La Brochure et les produits qu'elle peut mentionner n'ont pas été revus ou approuvés par ni enregistrés auprès de la Banque Centrale d'Uruguay ou par une autre autorité réglementaire d'Uruguay.

Nous attirons votre attention sur le fait que l'accès à certains produits et services présentés dans la Brochure peut être restreint ou interdit par la législation de votre pays d'origine, votre pays de résidence ou tout autre pays avec lequel vous avez des liens.

Veillez contacter votre banquier et/ou vos conseillers habituels pour obtenir d'autres informations.

La Brochure ne peut être photocopiée, reproduite ou distribuée, en partie ou en totalité, sous quelque forme que ce soit, sans l'accord préalable de votre Banque.

© 2019, CA Indosuez (Switzerland) SA / tous droits réservés.

Crédits photos: iStock.

Achevé de rédiger le 20.06.2019.