December 23, 2019

BILBoard – Épilogue de l'année 2019

Notre dernière publication BILBoard de 2019 offre un résumé de l'analyse approfondie proposée dans nos Perspectives 2020, que vous trouverez dans notre blog Investment Insights. En résumé, notre scénario macroéconomique table sur une poursuite de la croissance plus franche en 2020, d'autant que certains risques, dont ceux d'une intensification des tensions commerciales et d'un Brexit sans accord, se sont atténués. Il semble d'ores et déjà que le « ralentissement synchronisé » soit dans une large mesure derrière nous et que les données macroéconomiques aient commencé à se stabiliser. Seule ombre au tableau, les marchés boursiers n'ont pas tardé à réagir, anticipant prématurément une reprise. Si celle-ci ne se concrétise pas, la déception pourrait être grande et les entreprises auront du mal à atteindre les prévisions bénéficiaires ambitieuses des analystes pour l'année à venir. Ce contexte nous incite à entamer l'année avec prudence en adoptant un positionnement neutre à l'égard des actions, assorti d'une dose d'obligations d'État à titre de protection contre la volatilité. La qualité

sera un critère indispensable de notre processus de sélection d'actifs.

En injectant de la liquidité, les banques centrales jouent – et continueront de jouer – un rôle essentiel dans la création de conditions favorables à la croissance. Lors de leurs réunions de décembre, la Fed et la BCE ont indiqué qu'elles seraient pour ainsi dire en pilotage automatique l'an prochain. La Fed n'a fait état d'aucune modification des taux en 2020 sur son graphique à points (dot-plot). De son côté, la BCE poursuivra les achats d'obligations à un rythme de 20 milliards EUR par mois et ne relèvera ses taux (à un niveau historiquement bas de -0,5 %) qu'après la fin du programme de rachat d'obligations. La Banque populaire de Chine a déclaré qu'elle s'emploierait à assurer une liquidité importante pour soutenir l'économie nationale, même si son objectif premier est de la stabiliser plutôt que d'entretenir une croissance artificielle.

Les appels à la mise en œuvre de mesures de relance budgétaire en complément de la politique monétaire se font de plus en plus nombreux. Jusqu'à présent, seuls une poignée de pays se sont engagés dans cette voie, à l'instar de la France, en réaction au mouvement des *gilets jaunes*, ou de la Chine. Plus récemment, le Japon a annoncé la mise en œuvre l'an prochain d'un train de mesures budgétaires d'un montant de plus de 13.000 milliards de yens (121 milliards EUR). L'on peut raisonnablement s'attendre à une certaine expansion budgétaire en Europe, mais les ajustements prudentiels devraient être d'ampleur limitée en Allemagne.

De manière générale, les consommateurs, tel Atlas, portent l'économie sur leurs épaules, aidés en cela par des marchés de l'emploi dynamiques.

Cette allégorie se vérifie en particulier aux États-Unis, dont l'économie entre dans sa onzième année d'expansion. Si la confiance reste de mise parmi les ménages, il n'en va pas nécessairement de même pour les entreprises. En effet, les statistiques d'investissement ont commencé à montrer des signes de faiblesse en 2019, ce qui représente un risque pour l'économie. Pour l'instant cependant, le chômage

reste à son plus bas niveau depuis 50 ans et, même si les entreprises se sont montrées plus prudentes en matière d'embauche dernièrement, le principal est qu'elles ne licencient pas. Dans l'ensemble, les perspectives sont favorables : les indices PMI se stabilisent et les conditions sont propices à un rebond de l'investissement. L'élection présidentielle aux États-Unis l'an prochain sera un élément essentiel à prendre en compte pour les investisseurs de la région. Dès le 3 février au lendemain du caucus de l'Iowa, nous devrions avoir une idée plus précise du candidat susceptible d'obtenir l'investiture du parti démocrate. Toutefois, le test décisif se déroulera début mars lorsque seront connus les résultats du « Super Tuesday ».
L'issue du scrutin du 3 novembre retentira sur le dollar, les rendements et les actions (notamment en termes sectoriels).

L'Europe n'est pas encore sortie d'affaire, mais la croissance n'y est plus en chute libre. Le secteur manufacturier a montré les prémices d'une stabilisation et l'accord commercial de phase 1 entre les États-Unis et la Chine, qui doit être signé en janvier, est salutaire pour une région qui a subi d'importants dommages collatéraux de la guerre commerciale sino-américaine. Il est urgent que le secteur automobile se stabilise pour pouvoir considérer que tous les risques majeurs sont écartés. Par ailleurs, même si le risque d'un Brexit sans accord diminue, il n'en reste pas moins que l'instauration d'un nouveau régime commercial avec le Royaume-Uni sera longue (et peut-être laborieuse).

L'économie chinoise continue de ralentir progressivement, mais elle demeure en bonne voie d'atteindre les objectifs de croissance fixés par le gouvernement. Les facteurs positifs sont toujours à l'œuvre : les opportunités d'investissement sont encore nombreuses et les autorités monétaires ajustent leurs mesures de soutien à l'économie tout en garantissant la stabilité financière. Cela étant dit, il nous semble peu probable que la Chine soit le moteur de la surperformance des marchés émergents l'an prochain.

ACTIONS

Il n'est pas exclu que la hausse des actions se poursuive en 2020, mais nous adoptons pour l'instant un positionnement neutre à l'égard de cette classe d'actifs, au regard des prévisions bénéficiaires que nous estimons bien trop optimistes pour 2020 (une croissance des bénéfices de 8,8 % est anticipée pour les entreprises de l'indice MSCI World). Sauf embellie sur le front macroéconomique, abaissements des prévisions et recentrage sur la situation objective des fondamentaux seront probablement au menu.

Sur le plan régional, notre préférence va aux États-Unis en raison du contexte macroéconomique solide. C'est en outre le marché où l'effet de richesse est le plus manifeste – c'est-à-dire la prévision autoréalisatrice selon laquelle la hausse des marchés galvanise la confiance des consommateurs, ce qui permet l'amélioration des résultats financiers des entreprises américaines, favorisant ainsi une nouvelle hausse des actions. Pour l'instant, nous restons réticents vis-à-vis des actions européennes. Compte tenu de la vocation exportatrice de l'économie et de la forte concentration du secteur bancaire sur le Vieux Continent, l'avenir serait plus prometteur si un accord commercial se concrétisait et si les taux d'intérêt amorçaient un retour à la normale. Bien que les indices PMI se soient redressés en premier dans les marchés émergents, nous hésitons à y investir. Cette réticence est dans une large mesure liée au fait que les analystes tablent actuellement sur une croissance élevée (en d'autres termes, irréaliste) des bénéfices en 2020, supérieure à 14 %. Qui plus est, les États-Unis ont récemment tourné leur regard vers les exportations d'acier et d'aluminium en provenance d'Amérique latine. Vont-ils s'arrêter là ? Le Japon commence à devenir intéressant et l'instauration de la nouvelle taxe à la consommation n'a pas créé de remous. Le pays s'est hissé en tête de notre liste des marchés à surveiller en raison de prévisions bénéficiaires raisonnables (+5 % l'an prochain) et des perspectives de relance budgétaire. L'exposition pourrait être renforcée début 2020.

Sur le plan sectoriel, le net rebond des valeurs cycliques observé en fin d'année a disparu, au profit d'un rattrapage des valeurs défensives. Nous avons maintenu une allocation sectorielle neutre pendant cette période, ayant conscience du fait que le

rebond n'était pas justifié par les fondamentaux, mais bien le fruit du sentiment des investisseurs, or celui-ci est capricieux. En termes de style, nous privilégions les valeurs de croissance à un prix raisonnable et nous scrutons l'univers d'investissement en quête d'entreprises de qualité dotées de bilans solides.

OBLIGATIONS

Dans l'ensemble, nos experts estiment plus probable que les taux soient plus élevés (plutôt que l'inverse) à la fin de l'année prochaine. Certes, les facteurs cycliques vont engendrer des pressions haussières, mais les facteurs structurels réduisent la probabilité d'un débordement ou d'une hausse désordonnée des rendements qui pourraient mettre à mal toutes les classes d'actifs ou presque. Une hausse sensible des taux supposerait un événement significatif tel que le règlement complet du conflit commercial (s'il est raisonnable d'anticiper un règlement partiel, une pleine résolution semble hors de portée, les questions au cœur du différend comme la suprématie technologique et le leadership économique n'ayant pas encore été abordées) ou des mesures budgétaires ambitieuses (des mesures de soutien limitées devraient être prises, mais nous n'allons pas jusqu'à imaginer que la « Folie dépensière » figure au menu budgétaire de l'année 2020).

La grande chasse aux rendements se poursuit. Les investisseurs ne doivent pas pour autant satisfaire cette quête à n'importe quel prix et il sera essentiel de se montrer sélectif en 2020. Dans un portefeuille purement obligataire, mieux vaut selon nous s'exposer au risque de crédit plutôt qu'à celui de duration. Pour un portefeuille mixte (comprenant des actions), en revanche,

une combinaison des deux est justifiée. Nous sous-pondérons la duration.

Nous conservons une portion d'obligations souveraines à titre de couverture contre la volatilité, anticipant une légère convergence des rendements entre emprunts d'État américains et européens. En raison de l'incertitude entourant l'élection présidentielle aux États-Unis, les rendements américains devraient se maintenir dans une fourchette étroite. Parallèlement, les rendements allemands pourraient être mis sous pression sur fond de reprise de la croissance mondiale et d'atténuation du risque politique sur le continent. Nous privilégions les émissions des pays périphériques, celles-ci offrant encore des opportunités de portage. Les emprunts espagnols, portugais et italiens sont les plus intéressants, même si la volatilité est indissociable de ces derniers, ils présentent un profil risque/rendement relativement attrayant.

Nous privilégions néanmoins les obligations investment grade de meilleure qualité. Dans l'environnement actuel de taux faibles, une véritable stratégie active est nécessaire dans le segment Investment Grade, de même qu'il est essentiel de faire preuve de discernement et de sélectivité. Descendre dans la structure du capital (via la dette subordonnée) d'émetteurs plus solvables nous inspire davantage confiance que d'investir dans la dette d'entreprises moins bien notées. Les obligations d'entreprises européennes investment grade restent un terrain privilégié pour les investisseurs, d'autant que les achats de la BCE offrent un rempart supplémentaire contre la volatilité. Notre positionnement est neutre vis-à-vis de leurs homologues américaines. En effet, si la politique de la Fed peut être considérée comme favorable au crédit, les fondamentaux sont plus contrastés, l'endettement brut augmentant alors que la couverture des intérêts diminue.

De part et d'autre de l'Atlantique, le segment à haut rendement est encore trop onéreux compte tenu du risque inhérent à cette classe d'actifs. La dette émergente, en revanche, peut encore offrir un potentiel de hausse attrayant (ou un revenu de base) pour les investisseurs ayant une tolérance plus élevée à la volatilité. Les emprunts d'État en devises fortes sont à privilégier en raison de la liquidité, la richesse et la profondeur du segment.

Dans l'ensemble, nous envisageons l'année prochaine avec optimisme, sachant que le contexte de fin de cycle se révèle généralement fructueux pour les actions. Il nous a semblé prudent de ne pas avancer trop vite nos pions, préférant nous assurer que les statistiques macroéconomiques confirment l'optimisme précoce des investisseurs en actions, mais nous nous tenons prêts à passer à l'offensive.

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timeless of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch ı L-2953 Luxembourg ı RCS Luxembourg B-6307 ı Tel. +352 4590 6699 ı www.bil.com.

BIL
1856