

October 22, 2019

BILBoard Octobre 2019 – Les pastilles pour la gorge des banques centrales



L'automne est arrivé, et avec lui son cortège de toux, de rhumes et d'autres affections plus sévères. Et il n'est pas impossible que l'économie mondiale présente un tableau clinique similaire. Le secteur manufacturier nous semble à ce stade cloué au lit et on redoute que d'autres pans de l'économie présentent bientôt les mêmes symptômes. Les banques centrales font ce qu'elles peuvent mais, en l'absence de règlement des différends commerciaux ou d'une réelle volonté de mener une politique de relance budgétaire, il est peu probable qu'elles parviennent à elles seules à remettre l'économie complètement sur pied.

En effet, le principal risque qui pèse sur l'économie réside dans l'impossibilité de placer en quarantaine des secteurs qui souffrent de la guerre commerciale. La performance future des actifs risqués dépendra largement de l'ampleur de la contagion. Les grandes questions sont désormais les suivantes :

- À quel point le malaise dans le secteur manufacturier se propagera-t-il aux services ?
- Le pessimisme des entreprises infectera-t-il les chiffres de l'emploi (et en dernier ressort la consommation des ménages) ?
- Dans quelle mesure les risques macroéconomiques rejailliront-ils sur la microéconomie ?

Une telle incertitude appelle une nouvelle fois la prudence dans nos choix d'allocation d'actifs.

Secteur manufacturier : un pessimisme accru

La guerre commerciale sino-américaine a de vastes répercussions en raison de l'interconnexion des chaînes de production partout dans le monde et les usines commencent à ressentir le gros de son impact. Un accord commercial se fait attendre jusqu'ici et la possible destitution du président des États-Unis accentue l'incertitude suscitée par un tableau clinique déjà complexe. En l'absence d'avancée dans les négociations commerciales, l'indice **PMI manufacturier de l'ISM** relatif aux États-Unis est tombé à 47,8 en septembre contre 49,1 le mois précédent, plombé par la composante **Nouvelles commandes à l'exportation**. Ce chiffre, le plus bas depuis juin 2009, est nettement inférieur au seuil des 50 points, synonyme de contraction. De l'autre côté de l'Atlantique, les indices PMI du mois de septembre ont mis en évidence une aggravation de la récession du secteur manufacturier en Allemagne (le PMI a dévissé à 41,7). Le PMI à l'échelle de la zone euro fait bien pâle figure, à 45,7.

Coup de froid sur les services ?

Même si l'indice

PMI pour les États-Unis calculé par le cabinet IHS Markit Services (confirmé à 50,9 en septembre) reflète toujours une expansion, il témoigne aussi d'un fléchissement des intentions d'embauche. En Allemagne, le secteur des services, de loin le plus important contributeur au PIB, est en nette perte de vitesse : le PMI d'IHS Markit est tombé à 51,4, contre 54,8 en août. Le PMI pour l'ensemble de la zone euro est tombé à 51,6, contre 53,5 en août, plombé par la diminution des carnets de commandes et des nouvelles commandes.

En plus de l'épidémie engendrée par

la guerre commerciale qui touche le secteur manufacturier, l'économie mondiale est également confrontée à une série de risques spécifiques à certains pays : la date butoir du 31 octobre pour le Brexit, l'agitation persistante à Hong Kong (qui a longtemps servi de hub commercial, tertiaire et logistique pour l'économie chinoise et, plus largement, le continent asiatique) et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient (qui ont des répercussions sur les cours du pétrole).

Le moral des entreprises est déjà

miné par tous ces facteurs, d'où la baisse de leurs investissements et une gestion plus rigoureuse de leurs stocks. Pour le moment, la peur n'a pas encore gagné le marché du travail : le **taux de chômage** aux États-Unis est tombé à 3,5 %, au plus bas depuis 50 ans, et les **demandes d'allocation chômage** restent à un niveau bas d'un point de vue historique.

Même dans la zone euro, le taux de chômage est à son plus bas niveau depuis 2008 (7,4 %). Dans la mesure où les perspectives d'emploi restent clémentes, le moral des ménages résiste bien... pour le moment.

Actions

Les ménages continuent de

consommer, mais la grande question est de savoir si les hausses des tarifs douaniers seront supportées par les consommateurs ou absorbée par une réduction des marges des sociétés. À l'approche de la saison des résultats du troisième trimestre, nous avons maintenu notre exposition aux actions en attendant les indications communiquées par les entreprises quant à l'évolution future de leurs résultats net. Et même si la saison des résultats du troisième trimestre se passe bien, les investisseurs risquent de se projeter très vite vers les chiffres de l'exercice 2020, qui pourraient être nettement revus à la baisse. Jusqu'ici, les analystes ont à peu près maintenu leurs estimations malgré la dégradation de l'environnement macroéconomique et les signes que le conflit commercial pourrait encore perdurer pendant plusieurs mois.

La rotation aussi brève que turbulente sur les marchés actions est désormais derrière nous et les valeurs défensives et de croissance retrouvent les faveurs des investisseurs. Pour le moment, nous privilégions les actions américaines tout en maintenant un positionnement sectoriel neutre. En termes de style, nous avons une préférence pour les valeurs de croissance présentant une valorisation raisonnable. Notre exposition existante aux actions profite, et devrait continuer à profiter, du soutien des banques centrales.

Obligations

Les banques centrales ont annoncé de généreux programmes d'assouplissement mais, au fond, cela revient à distribuer des pastilles pour la gorge : le confort du malade s'en trouve amélioré à court terme sans pour autant favoriser une guérison à plus long terme. Les taux « durablement bas » (synonymes d'une longue période de rendement négatif) pourraient s'avérer contre-productifs à long terme et nous constatons avec une certaine inquiétude que l'assouplissement quantitatif s'apparente désormais aux antibiotiques, qui perdent de leur efficacité. Mais pour le moment, les marchés savourent leur nouveau traitement monétaire.

Si la BCE relancera son programme d'assouplissement quantitatif au début du mois de novembre, il est peu probable

que d'autres mesures audacieuses soient adoptées prochainement, le temps pour Christine Lagarde de prendre ses marques (et peut-être aussi d'aplanir les divergences internes). La posture accommodante de la BCE est de bon augure pour les obligations investment grade (IG) européennes, dont les spreads sont relativement stables. Les obligations IG américaines sont moins attrayantes étant donné le coût élevé d'une couverture et les fondamentaux, ternis par l'augmentation de la dette brute et la diminution des ratios de couverture de la charge des intérêts.

Aux États-Unis, la probabilité implicite d'une baisse des taux de la Fed à la fin octobre a augmenté de 40 % à 75 % dans le sillage de la publication d'indices PMI décevants. Nous prévoyons effectivement une nouvelle baisse des taux d'ici la fin de l'année, mais peut-être pas dès le mois d'octobre. S'agissant de l'année 2020, les marchés anticipent un cycle de baisse des taux directeurs très graduelle jusqu'en décembre, mais compte tenu du ralentissement de l'économie et de la faiblesse des anticipations d'inflation, la Fed pourrait baisser ses taux plus vite que prévu. En guise de couverture macroéconomique, nous avons une préférence pour les bons du Trésor américain par rapport aux Bunds allemands, la pondération globale étant définie en fonction du profil de risque de chaque portefeuille.

Conclusion

Depuis la réunion de notre comité le mois dernier, la situation n'a guère changé sur le front macroéconomique. La croissance ralentit, mais la consommation privée résiste bien, s'affirmant comme le pilier de l'économie. Les répercussions sur certains pans de l'économie mondiale semblent tout juste contenues et les banques centrales soutiennent les marchés financiers à court terme. Nous réévaluerons notre allocation d'actifs une fois que davantage d'entreprises auront publié leurs résultats du troisième trimestre, et ce afin d'éclairer notre diagnostic quant à l'état de santé du tissu microéconomique.

Allocation d'actif actuelle 09/10/2019		DÉFENSIF		FAIBLE		MOYEN		ÉLEVÉ	
		Positionnement	Évolution	Positionnement	Évolution	Positionnement	Évolution	Positionnement	Évolution
Allocation générale	Actions	●	→	●	→	●	→	●	→
	Obligations	●	→	●	→	●	→	●	→
	Trésorerie et équivalents de trésorerie	●	→	●	→	●	→	●	→
Devises	EUR	●	→	●	→	●	→	●	→
	USD	●	→	●	→	●	→	●	→
	Autres	●	→	●	→	●	→	●	→
Actions	Europe	●	→	●	→	●	→	●	→
	États-Unis	●	→	●	→	●	→	●	→
	Japon	●	→	●	→	●	→	●	→
	Marchés émergents	●	→	●	→	●	→	●	→
Obligations	Obligations d'État - Marchés développés	●	→	●	→	●	→	●	→
	Obligations d'entreprises (IG)	●	→	●	→	●	→	●	→
	Obligations d'entreprises (HR)	●	→	●	→	●	→	●	→
	Dettes émergentes	●	→	●	→	●	→	●	→
	Rendement total	●	→	●	→	●	→	●	→
Matières premières	Pétrole	●	→	●	→	●	→	●	→
	Or	●	→	●	→	●	→	●	→

Positionnement : indique si nous sommes optimistes, neutres ou réticents vis-à-vis de la classe d'actifs

Évolution : indique l'évolution de notre exposition depuis la réunion du comité d'allocation d'actifs du mois précédent

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 timeliness 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 | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.