



BILBOARD

Actualités des marchés financiers

Novembre 2018



En quête de qualité

Le mois d'octobre a été éprouvant pour les marchés financiers, toutes les classes d'actifs ou presque ayant été pénalisées. Nous avons néanmoins décidé de rester fidèle à nos perspectives et de maintenir notre surpondération des actions en l'état dès lors que les fondamentaux sur lesquels se fonde notre stratégie d'appétit pour le risque ne se sont pas sensiblement dégradés. Toutefois, l'heure est venue pour les investisseurs obligataires de se préparer à une hausse des taux.

La correction d'octobre, emmenée par les actions américaines du secteur technologique, s'est propagée comme une traînée de poudre à travers les actifs risqués mondiaux. Elle semble être le fruit de plusieurs facteurs combinés, le plus important d'entre eux étant la crainte d'une dynamique d'interventions trop restrictive de la Réserve fédérale américaine après que son président, Jerome Powell, a annoncé que la Fed était encore loin du taux « neutre » (qui ne stimule ni ne restreint la croissance). L'idée selon laquelle les bénéfices des entreprises ont atteint leur point haut et que le conflit commercial avec la Chine commence à se répercuter tangiblement et négativement sur les sociétés et l'économie a également apporté son écot. Ces craintes étaient encore attisées par une pléthore d'inquiétudes pesant sur l'économie mondiale : le Brexit, l'impasse budgétaire en Italie, les élections américaines de mi-mandat et la révision à la baisse des prévisions de croissance du FMI.

Des fondamentaux toujours solides

Dès lors que nous avons identifié ces risques bien avant la correction, il était capital que nous passions les données macroéconomiques au crible afin de s'assurer que d'autres paramètres n'avaient pas changé, biaisant ainsi les perspectives des fondamentaux à la base de notre stratégie. Si nous sommes d'avis que la croissance mondiale a atteint son sommet, attention de ne pas confondre ralentissement et contraction.

Alors que certaines imperfections se dessinent, l'économie américaine évolue toujours dans un environnement de croissance solide. La croissance du PIB pour le troisième trimestre s'est établie à 3,5 % (en termes annualisés), et les conditions financières sont loin d'être sous pression. Le taux de chômage se situe à 3,7 % seulement, et la vigueur globale du marché du travail a donné lieu à une impression de sécurité de l'emploi, faisant grimper la confiance des ménages à un plus haut sur 18 ans. Après avoir déploré une chute des ventes de nouveaux logements pour le quatrième mois consécutif en septembre (-5,5%), le Comité a exprimé une certaine inquiétude concernant la tendance baissière du marché immobilier. D'autres analyses indiquent que, pour l'instant du moins, il s'agit d'une réaction normale à la baisse de l'abordabilité et non d'un élément

plus inquiétant. Le dernier indice Case-Shiller des prix des logements indique que ceux-ci ont continué à grimper en octobre, à un rythme toutefois moins soutenu.

Le paysage macroéconomique en Europe est bien plus complexe, parasité par de nombreux facteurs. Les données officielles ont révélé que l'économie de la zone euro avait affiché une croissance de seulement 0,2 % (non-annualisé) au cours du troisième trimestre. Une situation ô combien décevante dès lors que les prévisions de croissance tablaient sur une poursuite du rythme enregistré au deuxième trimestre, à savoir 0,4 %. Quelques facteurs passagers expliquent ce résultat, comme le coup dur porté à la production automobile allemande par les nouveaux tests imposés au secteur, mais le bonnet d'âne revient à l'Italie qui n'a enregistré aucune croissance.

Le relèvement des taux américains doit-il vous empêcher de dormir ?

La hausse des taux n'est pas un risque en soi si la croissance progresse en parallèle. D'autre part, une situation où l'inflation dépasserait l'objectif fixé par la Fed, contraignant la banque centrale à relever ses taux d'intérêt à un rythme plus soutenu que prévu, dès lors que la relance budgétaire s'essouffle, s'avèrerait très problématique.

Pour l'heure, les prévisions d'inflation attendues se sont repliées de part et d'autre de l'Atlantique, et plus particulièrement aux États-Unis, où les salaires viennent à peine de commencer à augmenter de façon significative et où l'utilisation des capacités semble s'être stabilisée à 78 %. En l'absence de hausse sensible de l'inflation réalisée, les taux devraient selon nous augmenter de manière plus progressive et nous tablons sur un rendement à 10 ans aux États-Unis en deçà de 4 %.

Dès lors que la Fed maintient sa trajectoire de relèvement définie initialement, le rendement à 2 ans devrait augmenter beaucoup plus rapidement. Les investisseurs peuvent déplorer soit l'inversion potentielle de la courbe des taux, soit la hausse des taux longs, mais non les deux en même temps. C'est comme si en passant d'une perspective à l'autre, ils ne parviennent jamais à voir le verre à moitié plein.



Découvrez l'ensemble de nos réflexions en matière d'investissement sur : www.bilinvestmentinsights.com

Actions

La hausse des taux (et des rendements) menace l'attractivité relative des actions. Pour l'heure cela dit, les taux ne sont pas assez élevés pour mettre des bâtons dans les roues du marché actions. En règle générale, les derniers stades du cycle sont propices aux actions, et nous maintenons donc notre préférence pour cette classe d'actifs, avec un biais prononcé en faveur des États-Unis. La saison de publication des résultats pour le T3 a mis en exergue la robustesse des entreprises américaines - jusqu'ici, la croissance bénéficiaire du S&P 500 se situe à 24,9 % en glissement annuel, et la croissance des ventes à 8,5 %. Nous pensons que la correction était exagérée (surtout au vu du nombre de stratégies quantitatives qui déclenchent automatiquement des mouvements de ventes activés par les changements de dynamique et de volatilité) et nous tablons sur un rebond de soulagement. Une fois clôturée la période d'embargo (blackout) liée à la saison des résultats, les rachats d'actions propre devraient continuer de soutenir le marché. Quoi qu'il en soit, alors que nous traversons les derniers stades du cycle, la volatilité redeviendra la norme (contrairement à la tranquillité à laquelle beaucoup se sont habitués en 2017).

Les actions européennes ne suscitent guère notre enthousiasme eu égard aux nombreux risques qui y persistent.

Obligations

Afin de se préparer à la nouvelle réalité qu'apportera la hausse des taux au marché obligataire, nous avons commencé à réduire le risque par une recherche d'obligations de qualité. Nous avons allégé notre exposition aux obligations à haut rendement et

aux poches plus risquées du marché investment grade (IG), comme les obligations d'entreprises hybrides et convertibles, et augmenté la part d'obligations souveraines des pays « core » européen pour se prémunir contre toute volatilité future.

Pour nos profils de risque plus faible, nous maintenons notre exposition aux tranches senior de l'univers IG en Europe. Ces instruments se sont bien comportés au cours de la correction. De plus, pour ce qui est des sociétés européennes, les ratios d'endettement sont favorables, au même titre que la couverture des intérêts. Les coûts de couverture du risque de change, à 3,4 %, annihilent totalement l'intérêt des obligations américaines IG pour les investisseurs en euros.

Alors que la dette émergente a signé un net rebond en septembre et octobre, nous jugeons toujours ce segment trop risqué.

Conclusion

Octobre a été pénible, cela ne fait pas l'ombre d'un doute. Ceci étant, il nous faut impérativement éviter que des fluctuations passagères du marché actions n'assombrissent notre moral et ne fassent vaciller notre opinion fondamentale vis-à-vis de l'économie. Même si elles n'ont plus rien d'exceptionnel, les données macroéconomiques en général sont encore suffisamment favorables pour porter le marché actions jusqu'à la fin de l'année, notamment aux États-Unis. Toutefois, sur le marché obligataire, il est temps de commencer à s'exposer à plus de qualité dans la perspective de la hausse des taux et de la diminution des liquidités, sur fond de resserrement quantitatif. Comme l'a dit un jour Warren Buffet : « c'est quand la mer se retire que l'on voit ceux qui se baignent nus »

Allocation d'actifs stratégique (AAS) et Allocation d'actifs tactique (AAT) par profil de risque et classe d'actifs

Classes d'actifs	Défensif			Faible			Moyen			Élevé		
	Obligations : 100%			Actions : 15% - 45% Obligations : 55% - 85%			Actions : 25% - 75% Obligations : 25% - 75%			Actions : 40% - 100% Obligations : 0% - 60%		
	SAA	26 sept.	31 oct.	SAA	26 sept.	31 oct.	SAA	26 sept.	31 oct.	SAA	26 sept.	31 oct.
Actions				30%	35%	→ 35%	50%	60%	→ 60%	70%	85%	→ 85%
Obligations	100%	100%	→ 100%	70%	65%	→ 65%	50%	40%	→ 40%	30%	15%	→ 15%
Allocation aux actions												
États-Unis				9%	15%	→ 15%	15%	27%	→ 27%	21%	36%	→ 36%
Europe				15%	12%	→ 12%	25%	20%	→ 20%	35%	30%	→ 30%
Japon				3%	3%	→ 3%	5%	5%	→ 5%	7%	7%	→ 7%
Marchés émergents				3%	5%	→ 5%	5%	8%	→ 8%	7%	12%	→ 12%
Allocation aux obligations												
Obligations d'État - Marchés développés	50%	19.5%	↑ 28%	35%	15%	↑ 19%	25%	18%	↑ 20%	15%	9%	↑ 10%
Dette émergente	10%	10%	→ 10%	7%	7%	→ 7%	5%	5%	→ 5%	3%	3%	→ 3%
Obligations d'entreprises (IG)	20%	50%	↓ 44%	14%	30%	↓ 26%	10%	12%	↓ 10%	6%	1%	↓ 0%
Obligations d'entreprises (HR)	20%	12.5%	↓ 10%	14%	8%	→ 8%	10%	5%	→ 5%	6%	2%	→ 2%
Rendement total	0%	8%	→ 8%	0%	5%	→ 5%	0%	0%	→ 0%	0%	0%	→ 0%
Devise												
EUR	100%	95%	→ 95%	85%	83%	→ 83%	75%	72%	→ 72%	65%	61%	→ 61%
Autres FX	0%	0%	→ 0%	6%	5%	→ 5%	10%	8%	→ 8%	14%	12%	→ 12%
USD	0%	5%	→ 5%	9%	12%	→ 12%	15%	20%	→ 20%	21%	27%	→ 27%
Matières premières												
Pétrole				0%	0%	→ 0%	0%	0%	→ 0%	0%	0%	→ 0%
Or				0%	0%	→ 0%	0%	0%	→ 0%	0%	0%	→ 0%