

BILBOARD

Actualités des marchés financiers

Mars - Avril 2019



La pierre philosophale, vous y croyez ?

La pierre philosophale, l'élixir de vie, promesse de jeunesse éternelle, et même d'immortalité... Si un tel talisman existait pour l'économie, il se trouverait probablement dans les mains des banques centrales, sans aucun doute les plus grands influenceurs de la trajectoire du cycle. Après avoir imposé le resserrement quantitatif pour éviter la surchauffe des grandes économies de ce monde, les banques centrales tentent aujourd'hui d'oxygéner un cycle vieillissant en adoptant une politique monétaire résolument plus conciliante.

Lors de sa réunion de mars, la Réserve fédérale américaine a fait un pas de plus sur la voie de la détente, avec des prévisions de chacun des membres de la Fed sur le niveau du taux central « dot-plots » faisant disparaître les deux hausses de taux initialement anticipées pour 2019. Elle a également fait part de son intention de ralentir son programme de réduction du bilan en mai, avant d'y mettre un terme définitif en septembre. Une erreur de la Fed représente la plus grande menace pour la survie du cycle, car, nous le répétons, les cycles économiques ne meurent pas de vieillesse : ce sont le plus souvent le resserrement monétaire et les chocs pétroliers qui ont alimenté les récessions modernes. Alors que le taux central est « proche du niveau neutre », le président de la Fed Jerome Powell a estimé son institution devait faire preuve de « patience » avant tout nouveau changement de politique, faisant ainsi s'éloigner le risque de récession, pour quelques trimestres du moins.

Détente aussi du côté de la Banque centrale européenne (BCE), qui a pris acte du ralentissement de la croissance et de la faiblesse de l'inflation et a annoncé, en mars, le lancement d'un nouveau programme de TLTRO destiné à soutenir les banques par des prêts avantageux. Malheureusement, sa force de frappe monétaire apparaît aujourd'hui limitée pour contrecarrer toute nouvelle dégradation de l'économie.

Il y a peu de chances que ce relâchement monétaire propulse réellement les marchés actions, mais il devrait à tout le moins assurer un plancher aux actifs risqués à court terme. Les marchés sont sceptiques cela dit quant à ce que les banques centrales peuvent porter sur leurs seules épaules, et il faudra que d'autres risques se dissipent pour rassurer réellement les investisseurs (Brexit sans accord évité, dissipation de la menace d'une guerre commerciale, stabilisation des statistiques économiques, etc.). Autrement, les investisseurs pourraient entrer dans une spirale négative de nature à entamer leur confiance, et la crainte d'une récession en devenir la cause même.

Macro

Dès lors que la croissance mondiale commence à peser sur l'économie américaine, et que l'élan insufflé par la relance budgétaire retombe, la Fed a revu ses prévisions de croissance à la baisse, de 2,3% à 2,1% pour l'année courante. Les tendances sous-jacentes restent bien orientées malgré tout (la production industrielle et la confiance des consommateurs sont solides, et le chômage a reculé à 3,8% en février). Nous restons donc optimistes vis-à-vis de l'économie domestique, avec un enthousiasme aujourd'hui plus retenu il est vrai.

Comme nous l'avions prévu, la zone euro ne parvient pas à se montrer à la hauteur des attentes, et la crainte d'une absence de stabilisation au niveau des statistiques économiques, en plein repli, prend racine. Le PMI Flash Composite pour la région s'est replié à 51,3 en mars, déjouant les attentes, qui prévoient un rebond à 52. L'Allemagne, véritable locomotive de la croissance européenne, inquiète en particulier : la production manufacturière a reculé pour le troisième mois consécutif en mars, les commandes chutant comme jamais elles ne l'ont fait depuis le plus fort de la crise financière en avril 2009. Si elles se matérialisent, les restrictions annoncées par le gouvernement américain sur les importations automobiles pourraient être la goutte d'eau qui fait déborder le vase.

Les chiffres publiés récemment pour les PMI de la zone euro ont alimenté les craintes liées à la croissance : les rendements allemands à 10 ans sont tombés en dessous de zéro pour la première fois depuis 2016, et la courbe des rendements américains s'est inversée. D'aucuns considèrent une inversion de la courbe comme un signe annonciateur d'une récession. Cela étant, bien que toutes les récessions observées aux États-Unis depuis 1962 aient été précédées d'une inversion de la courbe, une récession ne s'est pas systématiquement produite après chaque inversion de la courbe, laquelle apparaît comme un outil prédictif bien imparfait. Quand bien même elle constituerait un signal fiable, et si l'on en croit les enseignements du passé, une récession n'interviendrait pas avant neuf mois au moins, un sursis qui permet généralement aux actions d'entreprendre un joli parcours.



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

En Chine, les données restent mitigées - mais la banque centrale dispose d'un arsenal monétaire très complet, qui semble déjà produire des effets plutôt positifs.

Allocation d'actifs

Lors d'une réunion intermédiaire de notre Comité d'investissement au début du mois, dans la foulée d'une véritable envolée des actifs risqués, nous avons ramené notre positionnement actions à neutre, en sécurisant nos gains. Si nous estimons que les opportunités restent nombreuses sur les marchés actions (grâce notamment à une politique accommodante et des prévisions bénéficiaires prudentes), l'environnement actuel appelle à une certaine retenue dans le déploiement des budgets de risque. Pour cette même raison, nous privilégions les styles croissance, qualité et momentum par rapport au style rendement, et cibons en particulier les titres de grandes capitalisations, moins risqués.

Sur le plan régional, notre préférence va aux États-Unis, où l'économie tient le cap. Bien qu'affichant les valorisations les plus élevées en termes absolus, le marché américain n'est pas plus cher que l'Europe sur une base sectorielle équilibrée, et n'est pas exposé à des risques d'une même ampleur. Nous restons neutres au Japon et sur les marchés émergents, et sous-pondérons l'Europe. Au niveau sectoriel, nous privilégions le secteur de la technologie, qui surperforme au regard des prévisions de croissance bénéficiaire et qui offre une bonne résilience économique.

Notre allocation obligataire demeure inchangée. Pour les profils plus risqués, davantage orientés actions, nous avons construit une petite exposition aux emprunts d'État afin d'amortir la volatilité des marchés actions, qui est caractéristique des

phases avancées du cycle. Dans les profils à risque plus faible, notre préférence va aux obligations investment grade (IG), en Europe essentiellement. Des niveaux d'endettement à leurs plus hauts aux États-Unis et des coûts de couverture du risque de change élevés pour les investisseurs européens diminuent l'attrait des obligations IG américaines. Qui plus est, les interventions de la BCE ont été positives récemment pour le crédit européen, et devraient continuer de s'inscrire dans une politique accommodante. Nous conservons un soupçon de dette émergente en vue de dégager un boni de rendement: une Fed plus conciliante devrait exercer une pression baissière sur le dollar et, partant, soutenir les marchés émergents. La dégradation de la tendance sur les notations (rating) de la dette spéculative aux États-Unis, tout en restant sur des niveaux négatifs en Europe, rendent cette classe d'actifs peu attrayante.

Les fondamentaux sont favorables sur le marché de l'or, mais il nous semble prématuré d'acheter à ce stade. En effet, les facteurs techniques ne sont pas convaincants, et nous préférons pour l'heure conserver quelques munitions afin de pouvoir les redéployer rapidement dans les actions en cas d'issue favorable de la saison de publication des résultats du T1, ou de stabilisation des données macroéconomiques.

Pour en revenir à notre pierre philosophale, c'est un peu comme si, par son jeu de patience, la Fed prenait exemple sur Hagrid et brandissait le fameux « Il arrivera ce qui arrivera et il faudra se préparer à l'affronter ». De même, pour notre allocation, nous privilégions l'attente. La pierre philosophale n'est peut-être qu'un mythe, mais voyons si, ensemble, les banques centrales de ce monde peuvent obtenir une bonne alchimie d'outils monétaires et une communication bien calibrée afin de maintenir le cycle en vie plus longtemps.

Allocation d'actif actuelle 25/03/2019	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)	●	→	●	→	●	→	●	→
Dette émergente	●	→	●	→	●	→	●	→
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