

October 2, 2024

# BILBoard octobre 2024 – La saison des moissons



## Résumé

Avec l'arrivée de l'automne, nous avons observé une poussée de volatilité sur les marchés des capitaux. Aux mauvais jours ont rapidement succédé de meilleurs et, à l'image des feuilles sur les arbres, nos écrans nous ont donné à admirer un kaléidoscope de rouge, de vert et d'orange. Sur l'ensemble du mois de septembre, l'orientation générale demeure toutefois positive. Dans l'esprit de la saison, nous avons décidé de moissonner une partie des gains engrangés au cours de l'année au sein de la poche actions des portefeuilles.

Nous nous attendons en effet à ce que la volatilité perdure dans les prochains mois. Les marchés tentent encore de déterminer si le choc produit par la baisse des taux de la Fed suffira à provoquer un atterrissage en douceur et, par conséquent, les émotions peuvent être vives lors de la publication des données économiques, avec à la clé des mouvements exagérés sur les marchés. Pendant ce temps, la campagne pour les élections présidentielles américaines bat son plein. En cas de revirement dans les sondages, les marchés pourraient également changer

leur fusil d'épaule, d'autant plus que les deux candidats ont des programmes très différents.

À l'image des mordus de shopping qui économisent pour le Black Friday, la vente de certaines de nos positions nous permet de disposer de liquidités pour saisir les opportunités que la volatilité attendue pourrait faire surgir dans les prochains mois, en particulier dans le segment des actions américaines.

## Le contexte macroéconomique

« L'automne a dans les poches plus d'or que toutes les autres saisons », écrivait l'auteur américain Jim Bishop. L'un des principaux problèmes de l'**économie américaine** est que les consommateurs n'ont plus guère d'argent dans leurs poches. L'épargne excédentaire cumulée durant les périodes de confinement n'est plus qu'un lointain souvenir, l'endettement sur les cartes de crédit a explosé et les taux d'impayés sont élevés. Ces données sont à surveiller de près, car la consommation est le principal moteur de la croissance, représentant environ deux tiers de l'activité. Pour autant que le **marché du travail** ne refroidisse pas davantage, les consommateurs continueront probablement de dépenser sans se soucier de leurs revenus futurs. Toutefois, si le marché du travail continue de se détériorer, les dépenses pourraient se tarir et l'atterrissage en douceur tant espéré se heurter à des difficultés. Consciente de cette situation, la Fed a abaissé son taux directeur de 50 points de base pour le ramener dans une fourchette de 4,75 à 5 % en septembre. Il s'agit là de sa première baisse de taux en plus de quatre ans, marquant la transition d'une politique de resserrement à celle d'un assouplissement monétaire. La question est maintenant de savoir si la Fed n'a pas trop tardé ou si ses interventions soutiendront l'économie et la croissance des bénéfices des entreprises. Tant qu'il n'y aura pas plus de certitude sur ce point, les acteurs du marché se montreront particulièrement sensibles à tout signe d'essoufflement de l'économie.

L'**élection présidentielle du 5 novembre** approche à grands pas. Des modèles prenant pour hypothèse une victoire de Trump ou de Harris se font jour. Le premier fait campagne pour des impôts bas, une réglementation faible, des coûts énergétiques bas et des droits de douane plus élevés. Les grandes compagnies pétrolières, les sociétés financières et les petites capitalisations (généralement axées sur le marché intérieur) figurent parmi les bénéficiaires potentiels d'un tel programme. Les droits à l'importation ainsi qu'une position plus stricte sur l'immigration pourraient être inflationnistes, avec à la clé une hausse des rendements à long terme et une pentification de la courbe des taux. Mme Harris, de son côté, a évoqué la possibilité d'augmenter l'impôt sur les sociétés, d'accorder des crédits d'impôt aux familles à revenus moyens inférieurs et d'interdire au niveau fédéral les prix abusifs dans les magasins d'alimentation. La loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act), lancée par M. Biden, devrait par ailleurs être prolongée. Consommateurs, entreprises spécialisées dans les énergies renouvelables et fabricants de véhicules électriques devraient compter parmi les principaux

bénéficiaires. Les projets de Mme Harris visant à étendre l'assurance-maladie (Medicare) et à réformer le prix des médicaments pourraient en revanche pénaliser les prestataires de soins de santé. Au moment de la rédaction de ce rapport, Harris disposait d'une légère avance sur Trump dans les sondages (48,4 % contre 45,8 %<sup>[1]</sup>), bien que la situation continue d'évoluer et qu'aucune conclusion définitive ne puisse être tirée.

Dans de nombreuses régions de la **zone euro**, y compris au Luxembourg, il est difficile de croire que l'automne est déjà là, tant l'été a peiné à se montrer cette année. Il y a des parallèles à faire avec l'économie. Alors que tous les indicateurs pointaient vers une reprise conjoncturelle au début de l'année, le soleil n'a guère brillé sur l'Union européenne et l'économie reste enlisée dans le marasme, sans autre signe d'amélioration. Si les économies du Sud, axées sur les services, ont relativement bien résisté, le **malaise du secteur manufacturier** pèse lourdement sur l'économie européenne, l'Allemagne ayant renoué avec la contraction au deuxième trimestre. La reprise attendue de la **consommation** tarde à se concrétiser, malgré l'augmentation des revenus réels dans les principales économies. La BCE a indiqué qu'elle mènerait une campagne de réduction progressive des taux, compte tenu de la persistance des chiffres d'inflation. Cela est dû en grande partie au secteur des services, où la trop forte croissance des salaires fait grimper les coûts. Le taux de chômage reste à un niveau historiquement bas de 6,4 %.

En **Chine**, la situation macroéconomique demeure préoccupante. La consommation est toujours en panne, conduisant le pays au bord de la déflation. La PBoC a dévoilé un vaste train de mesures de stimulation monétaire pour tenter de relancer l'activité, incluant notamment des baisses de taux, une réduction des réserves obligatoires et un soutien supplémentaire au secteur de l'immobilier. Pour certains analystes, des mesures directes visant à stimuler la consommation seraient l'« ingrédient manquant ».

## Décisions d'investissement

Dans le cadre de notre dernière allocation d'actifs, **nous avons allégé notre exposition aux actions américaines et européennes**. De manière générale, nous sous-pondérons quelque peu les actions, avec une légère surpondération des États-Unis. Nous sommes modérément positifs sur les marchés émergents hors Chine et nous sous-pondérons l'Europe, le Japon et la Chine.

Le produit de la vente de ces actions est détenu en espèces, mais il n'est pas dans notre intention de constituer des réserves pour entrer en hibernation. Nous recherchons activement des occasions d'exploiter la volatilité qui pourrait survenir, afin d'identifier des points d'entrée opportuns, en particulier au niveau des actions américaines, où la croissance des bénéfices se maintient et où les attentes concernant les résultats futurs ont été revues à la baisse.

Sur le front des devises, nous avons **réduit l'exposition au dollar américain** au sein des

portefeuilles (le produit des transactions précitées est détenu en euros et nous avons également appliqué une couverture de change à 2 points de pourcentage de notre exposition aux actions américaines dans chaque profil de risque). Le billet vert a récemment atteint son plus bas niveau depuis 14 mois par rapport à un panier de devises et un nouveau fléchissement n'est pas à exclure : s'il est peu probable que la Fed maintienne un rythme de réductions d'un demi-point, elle envisage néanmoins d'assouplir sa politique plus rapidement que la BCE, ce qui pèserait sur le dollar, toutes choses égales par ailleurs...

En termes sectoriels, nous avons **relevé notre positionnement sur le secteur américain de la consommation discrétionnaire de négatif à neutre**. Si des questions subsistent quant à la résistance à long terme des consommateurs américains, à court terme, ceux-ci ont fait preuve de résilience face aux taux élevés et à la hausse des prix, les dépenses ayant augmenté de pas moins de 2,9 % au deuxième trimestre. Ces dernières pourraient être soutenues à court terme par la baisse des taux hypothécaires. Les consommateurs profiteront également de la baisse des prix du pétrole, compte tenu de l'indéboulonnable culture du « tout à l'auto » aux États-Unis. Le prix de l'essence a chuté en raison de la baisse de la demande à l'issue de la saison estivale des voyages et malgré les risques géopolitiques persistants. Dans certains États et dans certaines stations-service, les prix sont tombés en dessous de 3 USD le gallon, leur niveau le plus bas depuis plus de trois ans.

Pour récapituler nos autres préférences sectorielles, nous continuons de privilégier les **technologies de l'information** (le marché est désormais moins encombré), les **services aux collectivités**, l'**immobilier**, les **services de communication américains** et les **firmes pharmaceutiques européennes**.

Dans l'**obligataire**, nous privilégions les titres investment grade de qualité, qui restent bien placés dans une économie « ni trop chaude ni trop froide ». Nous ne restons que **faiblement exposés aux obligations souveraines**, car nous pensons que les marchés de taux ne sont pas à l'abri d'un repli, les prévisions de taux des acteurs du marché s'écartant considérablement de celles de la Fed pour cette année et l'année prochaine. Les incertitudes concernant les déficits budgétaires aux États-Unis et en Europe pourraient également ressurgir dans les prochains mois, aucun des deux candidats à la présidence des États-Unis n'ayant fait grand-chose pour apaiser les inquiétudes et le gouvernement français devant encore approuver son budget. En termes de **duration**, nous nous concentrons sur la partie intermédiaire de la courbe, en cherchant à nous protéger de la volatilité potentielle à court terme (évolution constante des attentes en matière de politique monétaire) et à long terme (évolution des opinions sur la dette, la croissance et l'inflation).

Quelle que soit la saison sur les marchés, notre objectif est d'obtenir des performances pour nos clients en adoptant une approche tout terrain. Cela implique en particulier d'investir tout au

long du cycle et de s'adapter, le cas échéant, pour tirer parti des opportunités à court terme.



**Lionel De Broux**

Group Chief Investment Officer



**Jade Bajai**

Macro Strategist / Investment Communication Manager

[1] Selon fivethirtyeight à la date du 26/09/2024

## 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](http://www.bil.com).