

April 29, 2020

BILBoard avril 2020 – La tempête avant le calme



Dans le BILBoard du mois dernier, nous vous avons présenté la version révisée de notre scénario de base pour 2020 tenant compte de la crise due au coronavirus. En résumé, nous prévoyons une profonde récession provoquée par les mesures des autorités publiques tout au long du deuxième trimestre, et empiétant sur le troisième trimestre. Par la suite, sous le déluge de mesures de relance prises par les gouvernements et les banques centrales, et à mesure que les restrictions de déplacement sont levées, les économies devraient commencer à se stabiliser. Bien évidemment, un tel scénario doit être pris avec prudence compte tenu de la nature sans précédent de la crise.

MACRO: UN DEUXIÈME TRIMESTRE DANS L'ABÎME

Alors

que les gouvernements sont en train de déterminer comment elles vont pouvoir relancer leurs économies, une grande partie de la population mondiale est encore confinée. L'impact de cette situation va commencer à apparaître brutalement dans les données macroéconomiques, et la dégradation de ces dernières devrait être maximale en mai. Or, le tableau, certes parcellaire, que nous avons sous les yeux est catastrophique. Les PMI ont dévissé, traduisant l'impact dévastateur de la pandémie sur la demande et l'activité économique, notamment dans le secteur tertiaire, avec les activités de tourisme et des loisirs hors jeu jusqu'à nouvel ordre.. Jusqu'à présent, le recul de la consommation avait été partiellement amorti par les achats alimentaires et ceux effectués sous l'emprise de la panique, mais cet effet va probablement s'essouffler et la gravité réelle du choc de la demande va apparaître clairement dans les prochaines publications de données macro-économiques.

L'absence d'événement comparable dans l'histoire fait qu'il est difficile d'estimer quel sera le degré de gravité de la crise – une situation décrite par [le professeur Yossi Sheffi du MIT](#) comme le « principe d'Anna Karénine », paraphrasant Tolstoï lorsqu'il déclare que « toutes les économies heureuses le sont de la même manière, les économies malheureuses le sont chacune à leur façon. » Lorsque nous nous penchons sur l'environnement actuel marqué par un choc simultané de l'offre et de la demande, des tensions sur les liquidités et une crise sanitaire, nous pourrions nous baser sur l'expérience de la grippe espagnole, de la grande dépression, de la crise de 2008, voir sur celle de la Chine avec le coronavirus, mais cela présenterait un intérêt limité vu les disparités entre les contextes sociaux, économiques, technologiques et politiques. Il n'existe pas deux crises identiques, chacune s'accompagne de ses propres effets en cascade, ce qui signifie que nous devons faire face tout autant à des « inconnues connues » qu'à des « inconnues inconnues », et ce sont ces dernières qui sont susceptibles de rendre toute tentative de prévision inutile.

Alors

que le soutien des gouvernements et des banques centrales est quasiment « inconditionnel », les principales « inconnues connues » sont d'ordre comportemental et épidémiologique. La renaissance économique post-confinement va dépendre du comportement des consommateurs et des entreprises. Les consommateurs vont-ils vouloir que les choses redeviennent

comme avant ? Les données fondamentales devraient afficher une certaine inertie étant donné que les mesures de confinement seront levées progressivement afin de prévenir une seconde vague de contaminations. De plus, la hausse du chômage devrait porter un coup au moral des consommateurs. En dépit des mesures fiscales (comme par exemple, le US CARES Act ou le programme SURE de l'UE) tentant de contenir les pertes d'emplois, les entreprises licencient. Vingt-six millions d'Américains se sont inscrits pour recevoir des allocations de chômage, au chômage, de la dynamite qui va faire exploser le taux de chômage d'avril, publié le 8 mai. Reste à savoir si les entreprises vont réembaucher les personnes qu'elles ont licenciées.

Sur

le front épidémiologique, les principales inconnues sont le rebond potentiel du nombre de nouveaux cas, l'efficacité des tests et leur déploiement, et enfin la durée de développement d'un vaccin et les conditions d'un traitement à large échelle. Si l'on s'en tient uniquement aux « inconnues connues » et aux effets de base, le PIB ne devrait pas retrouver son niveau de décembre 2019 avant 2022.

ACTIONS

Même

si chercher à analyser ce que sera le deuxième trimestre équivaut à regarder dans un trou noir, les prix des actions semblent avoir dépassé l'incertitude économique qui s'annonce et anticiper une reprise en forme de V. Le récent rebond d'environ 25% semble être dû à un cocktail de spéculations, d'espoirs et de tweets plutôt qu'à une raison tangible et, même si nous avons affirmé précédemment que les marchés allaient rebondir bien avant l'économie, cette embellie est peut-être un peu prématurée.

Dans

le même temps, les analystes n'ont pas tardé à revoir à la baisse leurs prévisions de bénéfices, mettant les valorisations quelque peu sous tension (les niveaux actuels sont ceux de février avant que la crise ne prenne plus

d'ampleur). Il est peu probable que la saison de publication des bénéfices redonne de la visibilité aux investisseurs, avec les entreprises supprimant leurs prévisions pour 2020 . Avec une telle incertitude, nous ne serions guère surpris d'assister à une nouvelle flambée de la volatilité.

Jusqu'à

ce que nous puissions y voir plus clair, nous maintenons notre positionnement neutre en actions, satisfait du panier d'actions de qualité que nous avons sélectionnées et ajoutées à nos portefeuilles avant Pâques, qui comprend des entreprises bien capitalisées affichant un bilan solide et un faible endettement, prêtes à surmonter l'orage du deuxième trimestre. Au niveau des régions, nous restons focalisés sur les États-Unis, car on y enregistre plus d'actions de croissance séculaire, alors que l'Europe est plus biaisé sur des actions de valeur. Nous maintenons également une très légère surpondération des Marchés émergents (principalement la Chine, qui remet son économie en marche après avoir contrôlé la pandémie).

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Tout

les typologies d'obligation sont, aujourd'hui, soutenues par les banques centrales de manière directe ou indirecte. Les engagements renouvelés de la BCE et de la Fed envers le crédit ont changé la donne sur les marchés : les investisseurs sont revenus en masse et le marché des nouvelles émissions est de nouveau bien actif. Ces deux banques centrales achètent des obligations d'entreprises à tout va, même des « anges déchus », qui sont des valeurs Investment Grade rétrogradées en obligations spéculative.

Dans

le segment des obligations d'État, la volatilité s'est normalisée, mais les investisseurs sont toujours en train d'évaluer les perspectives d'émissions plus élevées par rapport à celles d'une aggravation des déficits budgétaires. Cet état de fait met l'accent sur le besoin croissant d'être actif sur le marché de la dette souveraine ; nous avons déjà ajusté les d'obligations

d'État en notre possession afin d'amortir le risque lié aux actions, nous détournant des obligations d'États de la périphérie européenne pour privilégier leurs homologues des États « core » européens, avec une durée équivalente à celle de notre indice de référence. Nous disposons également d'obligations indexées sur l'inflation qui seront utiles si les craintes relatives au financement des déficits publics par les autorités monétaires s'intensifient.

Nous

restons surpondérés sur les obligations Investment Grade (IG) : les banques centrales ayant endigué l'hémorragie de mars, les valeurs d'entreprises de qualité disposent d'arguments d'investissement solides. Après nous être tournés vers les bons du Trésor américains le mois dernier, nous faisons de même au sein de notre exposition aux obligations d'entreprises, délaissant partiellement les crédits européens pour leurs équivalents américains, si bien qu'environ 20% de notre allocation globale au crédit concerne désormais les titres IG en USD (couverts en EUR). Si le marché européen du crédit est indubitablement porté par la BCE, le soutien de la Fed est encore plus fort, puisqu'elle va jusqu'à acheter des ETF à haut rendement. Conséquence du rôle de gardien joué par la Fed ? Le rendement total du segment IG américain est positif depuis le début de l'année, alors que la baisse des spreads IG en EUR a été plus modeste.

Même

si les banques centrales achètent dans les catégories de qualité supérieure des obligations à haut rendement des deux côtés de l'Atlantique (la BCE n'est pas intervenant direct, mais accepte des « anges déchus » comme collatéral de ses opérations de prise en pension), nous restons à l'écart de ce segment, car nous pensons que le risque n'est pas récompensé de manière suffisante. De même, nous restons réticents en ce qui concerne la dette des marchés émergents. Nous justifions ces deux positions par les plus bas atteints par le prix du pétrole, les prix des futures ayant même été négatifs de manière temporaire. Les sociétés énergétiques représentent une partie importante du marché de la dette spéculative américaine, et le pétrole constitue un bien d'exportation majeur pour de nombreuses régions des marchés émergents.

Dans l'ensemble, il ne faut pas se faire d'illusions : nous ne sommes pas sortis d'affaire. Certes,

« après la pluie, le beau temps », mais les données inquiétantes de ce mois vont faire pale figure par rapport aux chiffres à venir qui seront vraisemblablement bien pire encore. Afin de réussir à traverser ce contexte tumultueux pour nos investissements, nous devons adopter une attitude posée, contemplative et logique et rester concentrés sur nos objectifs à long terme. Pour citer une nouvelle fois Tolstoï : « Les deux guerriers les plus puissants sont la patience et le temps. »

Allocation d'actif actuelle 21/04/2020		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.