

September 25, 2020

BILBoard Septembre 2020 – Réveiller l'économie



Les acteurs du marché n'aiment pas le mois de septembre et il le leur rend bien : cette année, les turbulences de la rentrée ont entraîné une correction du Nasdaq, qui fait la part belle à la technologie. Selon nous, le repli s'explique surtout par des prises de bénéfices et la force de

rappel de la loi de la gravitation, et non par une dégradation des perspectives fondamentales. Tournant la page du coronavirus, Wall Street avait en effet déjà retrouvé ses points hauts d'avant la pandémie et les valorisations (notamment celles des valeurs technologiques et des entreprises liées au virus et au travail à domicile) semblaient particulièrement élevées. Suggérant un incroyable rebond de l'économie mondiale, qui renaîtrait de ses cendres sanitaires pour former une éblouissante reprise en V, elles étaient d'ailleurs en décalage avec la conjoncture macroéconomique. Ce n'est pas un scoop : il est parfois difficile de sortir de la douce torpeur du sommeil, et l'économie mondiale n'y fait pas exception. Malgré une double dose de caféine servie par les banques centrales et les pouvoirs publics, elle peine à revenir à la normale.

MACRO

Notre scénario de base (qui table sur une reprise progressive) n'a pas changé, mais la progression devrait prendre quelques trimestres plutôt que quelques mois et ne se fera pas sans à-coups. Élections américaines, Brexit, bras de fer sino-américain, coronavirus... : les menaces qui pèsent sur les perspectives mondiales ne manquent pas.

Aux États-Unis, le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que « la reprise a progressé plus rapidement que prévu », tout en prévenant que « l'activité est toujours nettement inférieure au niveau pré-pandémie » et que le rythme de reprise pourrait ralentir car « les incertitudes restent très fortes ». Pour soutenir l'économie, la Fed poursuit sa politique accommodante qui allie achats d'obligations, facilités de crédit et taux ultra-bas (ces derniers devraient continuer d'osciller entre 0 % et 0,25 % jusqu'en 2023, selon le tout dernier scénario des membres de la Réserve Fédérale). Des tensions inflationnistes semblent se former mais il est peu probable qu'elles entraînent un changement de cap car, dans le cadre de son nouveau dispositif de ciblage de l'« inflation moyenne », la banque centrale américaine tolère désormais une inflation supérieure à son objectif.

Sur une note plus positive, la Fed

a relevé ses prévisions de croissance et table désormais sur une baisse de 3,7 % du PIB cette année, alors qu'elle redoutait une chute de 6,5 % en juin. Selon la Fed, l'économie américaine retrouvera son niveau pré-pandémie fin 2021. Le secteur manufacturier va de l'avant et les commandes de biens durables suggèrent un lent rebond de l'investissement des entreprises. En revanche, les bénéfices sont toujours à la peine (-15 % au T1 et -8 % au T2) et il faudra que la consommation reparte pour que les marges se redressent.

En quête de bonheur, la frénésie d'achat post-déconfinement, marque aujourd'hui le pas avec des indicateurs de confiance des ménages léthargiques, face aux signaux que les cordons de la bourse pourraient à nouveau se serrer. De fait, la consommation dépend de la bonne santé du marché du travail, et 11,5 millions d'emplois ont été détruits depuis février. Rien d'étonnant, donc, à ce que le plein emploi soit désormais un objectif majeur de la Fed, qui table sur un taux de chômage médian de 7,6 % en 2020 (contre une prévision de 9,3 % en juin).

Les mesures budgétaires ont apporté un soutien crucial aux ménages et aux petites entreprises. Un prolongement des aides est vraisemblablement encore nécessaire. Mais les politiciens américains semblent être aujourd'hui dans une impasse dans leurs négociations bipartisans. Le montant et le calendrier restent donc toujours flous. Pour l'heure, l'économie a bien résisté à l'expiration des mesures d'aide, mais sans nouveau coup de pouce budgétaire, la demande latente pourrait s'évaporer.

"EN EUROPE, IL SEMBLE QUE LE BOUTON « SNOOZE » DU RÉVEIL MATIN À ÉTÉ ENCLENCHÉ, LA PHASE DE REPRISE SEMBLE MARQUER UNE PAUSE."

En Europe, il semble que le bouton « snooze » du réveil matin à été enclenché, la phase de reprise semble marquer une pause. Les statistiques récentes révèlent une perte de vitesse du secteur industriel et un manque de dynamisme de la consommation des ménages, suscitant des doutes quant à la pérennité du rebond initial, notamment dans un contexte d'augmentation des taux d'infection et de chômage. L'inflation est toujours plongée dans un profond sommeil, supprimant tout dilemme pour le maintien de cap par la BCE. Lors de sa

dernière réunion de politique monétaire, celle-ci a maintenu ses taux à -0,5 %, tout en s'engageant à exécuter son programme de rachat pour 1.350 milliards d'euros d'actifs jusqu'à fin juin 2021 au moins.

"EN CHINE, L'ÉCONOMIE EST MOINS LÉTHARGIQUE"

En Chine, l'économie est moins léthargique : de toutes les grandes économies, c'est là-bas que l'activité est la plus proche de son niveau pré-pandémie. Plusieurs mois après les entreprises, ce sont les ménages qui ont enfin rejoint l'effort de reprise. Les ventes de détail ont progressé pour la première fois de l'année en août (+0,5 %), tandis que le chômage a reculé à 5,6 %, contre 5,7 % en juillet. Par ailleurs, la tendance à la détente de l'inflation donne davantage de marge de manœuvre à la banque centrale.

ACTIONS

La correction du marché n'a pas bouleversé les valorisations des actions, qui restent plutôt élevées. Les résultats trimestriels, pourtant meilleurs que prévu, n'ont pas engendré de fortes révisions des prévisions pour les trimestres à venir. A noter cependant que les États-Unis ont été la seule zone géographique où les prévisions globales de résultats ont été très légèrement relevées. Même s'il s'agit de la région la plus chère, nous continuons de préférer les États-Unis. C'est là-bas que se trouvent les plus grands acteurs de l'économie numérique, entreprises qui continueront d'avoir le vent en poupe tant que le virus sévira. Nous sous-pondérons toujours les actions européennes, qui sous-performent le marché. Nos positions sur les marchés émergents ont été ajustées pour refléter notre préférence pour les actions chinoises, qui ont mieux résisté à la correction récente et bénéficient de fondamentaux solides. Pour les autres pays émergents, notamment l'Inde et les pays d'Amérique latine, la situation est plus complexe, ceux-ci luttant toujours contre la première vague de Covid-19.

En termes de style, la rotation des actions de croissance en faveur des

actions « value » aura été brève et essentiellement américaine. Selon nous, il n'existe actuellement aucun élément déclencheur capable d'assurer une surperformance durable à ces dernières. De manière générale, compte tenu de la forte dispersion des rendements, nous préférons sélectionner au cas par cas des valeurs de qualité dans différents secteurs, tout en gardant un œil sur les secteurs bon marché et ceux dont les prévisions de résultats pourraient être revues à la hausse.

MARCHE OBLIGATAIRE

Les largesses continues des banques centrales dopent les prix des emprunts d'État et, pour l'heure, les rendements semblent stables. Nous conservons néanmoins notre exposition aux titres indexés sur l'inflation dans ce segment, car ils devraient continuer de progresser au fur et à mesure que la reprise montera en puissance et que la probabilité de raffermissement de l'inflation augmentera.

Du côté des obligations d'entreprises, la quête de rendement s'intensifie et les spreads se sont fortement resserrés. Ils devraient désormais évoluer dans une fourchette : l'action des banques centrales empêche tout élargissement significatif et il faudrait un catalyseur puissant (un vaccin, par exemple) pour provoquer un nouveau resserrement. La tendance à la dégradation des notes de crédit semble avoir touché son point d'inflexion au troisième trimestre grâce aux nombreuses émissions d'obligations « d'usage général », les entreprises continuant de renforcer leurs bilans. Parallèlement, les investisseurs font preuve d'un solide appétit pour les nouvelles émissions et refusent de délaissier les anges déçus.

Sur le segment de la dette émergente, nous pensons que les titres d'entreprises devraient se redresser à la faveur de la réduction des dépenses d'investissement et de la rigueur financière. Plus précisément, la baisse des taux locaux permet aux entreprises des marchés émergents de remplacer leur dette en devise forte par une dette en devise locale, ce qui accroît la solidité de leurs bilans. En outre, les

valorisations sont attrayantes : corrigé de la duration, le différentiel de rendement par rapport aux obligations d'entreprises américaines reste historiquement élevé (environ 316 points de base). Pour les profils défensifs et à faible risque, l'exposition à la dette émergente, jusqu'alors entièrement axée sur les emprunts d'État en devise forte, a été déplacée vers les crédits en devise forte (la moitié de l'exposition pour les profils défensifs, la totalité pour les profils à faible risque).

CONCLUSION

Si l'économie était une personne, elle serait en train de bailler, de s'étirer mollement, d'envisager de se lever, avec la chanson de Greenday, «Wake me up when September ends», en fond sonore, pendant que les banques centrales et les pouvoirs publics lui enlèvent la couette et essaient de la pousser hors du lit. Les marchés, se nourrissant d'espoir, de liquidité et de dynamique des résultats, semblent oublier que cela prend du temps et que seul un vaccin (efficace et accepté) convaincra l'économie mondiale de sortir de sa torpeur.

16/09/2020		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)	●	⇒	●	⇒	●	⇒	●	⇒
	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

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.