



Luxembourg – 10 avril 2019. Le premier trimestre de 2019 a été l'un des meilleurs de la dernière décennie sur les marchés boursiers. Compte tenu de l'énorme incertitude qui règne parmi les investisseurs à la fin de 2018, peu d'entre eux auraient osé espérer une telle reprise. Le redressement de la Réserve Fédérale, la conviction que les échanges commerciaux entre la Chine et les États-Unis vont bon train et la preuve que le gouvernement chinois est prêt à intervenir tant sur le plan budgétaire que sur le plan monétaire si nécessaire, ont permis de renverser la tendance du marché. Cependant, il est indéniable que la plupart des indicateurs économiques du premier trimestre indiquaient clairement un ralentissement mondial de la croissance, en particulier en Europe. Cela a entraîné une baisse générale des taux d'intérêt et, aux États-Unis, il y a même eu une inversion de la courbe des taux d'intérêt, ce qui a provoqué des craintes temporaires (injustifiées) de récessions. Nous attendons maintenant avec impatience la saison des résultats qui débutera mi-avril.

V inattendu dans les graphiques

Tout d'abord, nous jetons un coup d'œil sur le premier trimestre, un trimestre qui va continuer à briller pendant un certain temps (et qui a pris beaucoup de gens par surprise). Au début de la nouvelle année, les perspectives étaient plutôt négatives et plusieurs indicateurs étaient dans le rouge : les faibles perspectives de croissance de l'économie, la Réserve Fédérale, qui était déterminée à se resserrer davantage, et Donald Trump, qui semblait se faire de nouveaux ennemis chaque jour. Pour couronner le tout, le marché a été surpris par un certain nombre d'avertissements sur les bénéfiques, notamment de la part de divers acteurs technologiques de haut vol.

Malgré cela, les marchés boursiers ont démarré en force au début de 2019. Rien qu'au cours des trois premiers mois de 2019, les indices ont amorcé une reprise phénoménale. Le MSCI Europe a progressé de 12%, le S&P 500 de 13,1% en USD et le MSCI EM de 12,4% en monnaie locale. S'agissait-il d'une reprise technique après l'effondrement grave de décembre '18 ou s'agissait-il de l'Effet janvier ? Quoi qu'il en soit, le ton sévère entre les autorités américaines et chinoises a changé : l'espoir d'un accord commercial a déjà dissipé le pessimisme et de plus en plus d'investisseurs croyaient qu'il y avait des aubaines à faire. Le nouvel affaiblissement des indicateurs économiques aux États-Unis, en Chine et en Europe a semblé moins important.

De plus, en janvier, la Réserve fédérale a fait savoir qu'elle ne relèverait plus les taux d'intérêt et qu'elle cesserait bientôt de réduire son bilan. Pour de nombreux participants au marché, c'était le signal d'un retour aux actions. La banque centrale américaine ne retirerait plus de liquidités du système financier. Et début mars, c'était au tour de la Banque centrale européenne. Le président de la BCE, M. Draghi, a promis de fixer le taux d'intérêt à zéro jusqu'en 2020, tandis que les banques pourront continuer à se financer pendant une période prolongée à un taux plancher (les "TLTROs"). Entre-temps, les autorités chinoises ont également rouvert le débat. La Chine continue de soutenir ses entreprises et ses marchés boursiers au moyen de diverses mesures, tant sur le plan fiscal que monétaire.



Le premier trimestre a également été très positif sur les marchés obligataires. Les taux d'intérêt et les spreads sont tombés à des niveaux plus faibles dans tous les secteurs et dans presque tous les segments du marché. Les marchés du crédit ont été pleins d'achats alors que, en même temps, beaucoup d'argent continuait à affluer dans les obligations d'État. Dans la zone euro, par exemple, de plus en plus d'obligations d'État ont reçu un taux d'intérêt négatif sous leur nom. Aux États-Unis, il y a même eu une courbe de rendement qui est partiellement inversée, parce que les taux d'intérêt à court terme sont restés stables (la Fed ne va pas encore baisser immédiatement) et que les taux d'intérêt à long terme se sont effondrés (une conséquence du ralentissement de la croissance). Le fait que, par le passé, une telle courbe de taux d'intérêt prédisait souvent une récession est une source de malaise pour certains. Étant donné qu'il n'y a pas d'inflation supérieure à 2% (pour l'instant) et que la Fed dispose donc d'une marge de manœuvre pour abaisser le côté court de la courbe si nécessaire, nous considérons que ces craintes sont prématurées.

Un moment de répit ou pas ?

Le premier trimestre a une fois de plus mis en évidence le fait que les marchés financiers ne s'ennuient jamais et

qu'en même temps, ils sont difficiles à prévoir. Après tout, qui aurait pu s'attendre à un renouveau aussi spectaculaire ? La question qui se pose aujourd'hui est bien entendu de savoir si les marchés seront en mesure de suivre le rythme accéléré ou s'il y aura un répit. La saison des résultats approche à grands pas. Comme aux États-Unis, les mesures de relance budgétaire ne compteront plus cette fois-ci par rapport aux résultats de l'année dernière, il reste à voir si elles surprendront positivement et si elles maintiendront leur élan, d'autant plus qu'une solide étiquette de prix plane sur le marché boursier américain.

Beaucoup dépendra également de la conclusion d'un accord commercial entre la Chine et les États-Unis. Le marché s'y attendait depuis des mois, mais jusqu'à présent, il n'y a pas eu de fumée blanche. Un accord pourrait donner un coup de fouet à l'économie mondiale. L'écart entre l'Europe et les États-Unis n'a pas non plus encore été comblé : la menace de droits de douane supplémentaires pour le secteur automobile européen n'a pas encore disparu. Peut-être que la chancelière allemande Angela Merkel pourra bientôt faire sortir un lapin de son chapeau. Ce serait un coup de pouce pour l'économie européenne.



À court terme, la croissance économique devrait encore ralentir partout, en particulier en Europe. Toutefois, étant donné de la vigueur du marché du travail, une contraction de l'économie en 2019 nous semble très improbable. Le chômage aux États-Unis est à son niveau le plus bas jamais enregistré, tout comme en Europe, où il est de plus en plus difficile de trouver de main-d'œuvre.

Et tant que l'inflation restera faible, les banques centrales resteront libres et pourront retarder le processus de normalisation monétaire. La Réserve fédérale peut aller encore plus loin et dispose déjà d'une marge de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt (aujourd'hui à 2,50%) si nécessaire. Une partie du marché en tient déjà compte à l'automne. Pour sa part, la BCE peut revitaliser l'assouplissement quantitatif et commencer à offrir

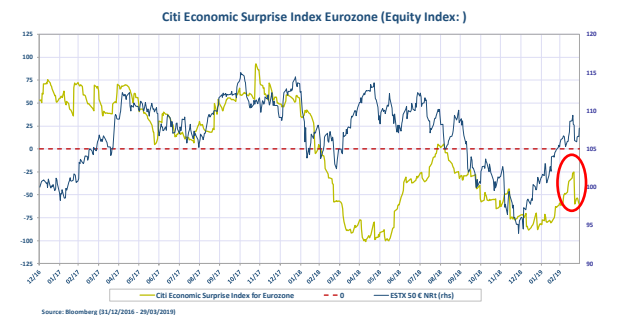
effectivement des crédits bon marché au secteur bancaire.

Enfin, sur les marchés du crédit et des obligations, le sentiment pourrait continuer de s'améliorer et les taux d'intérêt et les spreads pourraient s'éroder légèrement, mais une répétition de la forte diminution observée au premier trimestre semble plutôt exclue. De toute façon, les conditions de financement pour le secteur des entreprises restent très attractives.

Europe : nous restons plutôt négatifs à cause des incertitudes

Nous sommes encore légèrement négatifs à l'égard des actions européennes et avons plusieurs raisons pour cela.

D'une part, il y a l'affaiblissement continu de l'économie européenne, illustré par la forte baisse de l'Economic Surprise Index. Pour sa part, la BCE a récemment abaissé les prévisions de croissance pour la zone euro de 1,7% à 1,1%. L'ordre de grandeur de l'affaiblissement fait sourciller et indique que le ralentissement de la croissance est considérable. La locomotive allemande est en train de crachoter, en particulier le secteur industriel, qui souffre de tensions commerciales. En revanche, la dynamique positive du marché du travail dans les plus grands pays de l'UE contrebalance ce phénomène, alors que l'inflation est hors de question.



D'autre part, la confiance est mise sous pression par l'incertitude politique. Tout d'abord, la saga Brexit continue de s'en sortir alors que d'importantes deadlines ont déjà été passées sans accord. Deuxièmement, d'importantes élections européennes sont imminentes. Une victoire des populistes dans différents pays ne rendrait pas service à l'UE et porterait un coup supplémentaire au sentiment.

L'évaluation attrayante continue de plaider en faveur des actions européennes. Elles sont cotées à un ratio cours/bénéfice moyen prévu de 13,7 et à un ratio cours/valeur comptable de 1,7, tous deux inférieurs à la



moyenne historique. La prime de risque de 7,2% est par ailleurs très élevée.

Sur le front obligataire, les taux d'intérêt et les spreads ont baissé partout en Europe au cours du dernier trimestre grâce à l'amélioration de la confiance des marchés, de sorte que les investisseurs reçoivent désormais moins de compensation pour le risque qu'ils ont pris. Le papier du gouvernement italien n'a pas été en mesure de nous plaire depuis un certain temps maintenant que les spreads de taux d'intérêt sont revenus à un niveau normal. En ce qui concerne le papier du gouvernement allemand, nous restons largement sous-pondérés. Les taux d'intérêt allemands sont négatifs pour toutes les maturités jusqu'à 10 ans, reflétant la demande continue des compagnies d'assurance et des banques, qui sont obligées d'inclure ce papier dans leurs bilans pour des raisons réglementaires.

Nous sommes devenus neutres en ce qui concerne les obligations d'entreprises de bonne qualité (*investment grade*). Les écarts se sont réduits au premier trimestre et s'élèvent qu'à 1,1% en moyenne sur 10 ans. Bien qu'il n'y ait aucune raison de supposer que les conditions du marché se détérioreront, nous trouvons que cela ne compensera pas le risque. La même chose s'applique au papier à haut rendement.

États-Unis : du recul, à l'exception du papier à court terme du gouvernement

Pour les actions américaines, nous descendons d'un échelon et devenons neutres. La courbe de rendement qui est partiellement inversée, le ralentissement de la croissance mondiale et la prochaine saison de résultats pourraient (à tort ou à raison) commencer à peser sur le sentiment. De plus, le S&P 500 a un très bon trimestre avec +13% en USD, ce qui laisse une marge de progression plus limitée. En raison de la forte reprise, l'évaluation a également augmenté. En moyenne, les actions américaines cotent à 17 fois le bénéfice attendu, ce qui est supérieur à la moyenne historique.



Bien que la croissance américaine ralentisse, les fondamentaux restent solides et l'inflation n'a pas dérapé. Le taux d'inflation est proche de la cible de 2% de la Fed. Cette dernière est également devenue plus modérée, comme indiqué plus haut, et dispose d'une marge de manœuvre pour soutenir l'économie si nécessaire.

Le papier à court terme du gouvernement américain continue de nous intéresser. Sur une obligation du gouvernement américain à 2 ans, le taux d'intérêt est toujours de 2,3%. Maintenant que la Réserve fédérale n'est plus susceptible de relever les taux d'intérêt, le risque de taux d'intérêt a été considérablement réduit. En outre, la courbe des taux s'est encore aplatie ces derniers mois, de sorte qu'il n'y a guère de rendement supplémentaire pour le papier à plus longue maturité : le taux sur 10 ans est de seulement 2,5%.

Également aux États-Unis, les spreads du marché du crédit ont de nouveau diminué au dernier trimestre. Nous restons neutres en ce qui concerne les obligations d'entreprises de bonne qualité. Sur 5 ans, le spread moyen est de 1%, soit un rendement total de 3,5%. Du point de vue d'un investisseur européen, ce n'est pas une mauvaise proposition. Il est frappant de constater que l'accent sur le marché du crédit du GI s'est déplacé vers BBB. À long terme, il s'agit d'une évolution intéressante à surveiller, car ces sociétés passeraient au segment des titres à rendement élevé si le nombre de défauts de paiement augmentait. Historiquement, l'endettement moyen des entreprises est déjà très élevé, bien que les taux d'intérêt en pourcentage qui doivent être payés à ce titre soient également historiquement bas. En attendant, nous restons négatifs sur les obligations à haut rendement. Les spreads sont revenus à des niveaux très bas, ce qui signifie que le risque plus élevé n'est pas suffisamment compensé.

Marchés émergents : opportunités

En ce qui concerne les actions des marchés émergents, nous maintenons notre vision positive alors que les nuages sombres au-dessus de la Chine en 2018 disparaîtront petit à petit. Au premier trimestre, ces actions ont pleinement bénéficié de l'amélioration du sentiment des marchés : MSCI EM a gagné 12,4% en USD.

Malgré la forte reprise, nous pensons qu'il existe encore un fort potentiel de valorisation attractive : en moyenne, les actions sont cotées à 12,2 fois le bénéfice attendu et 1,6 fois la valeur comptable, historiquement à un niveau bas. En outre, les perspectives du principal moteur de croissance de la région, la Chine en particulier, s'annoncent meilleures. Tous les indicateurs PMI se sont



récemment redressés et presque tous sont à leur plus haut niveau depuis 3 ans, tandis que le gouvernement chinois est prêt à donner un coup de main aux entreprises et à l'économie si nécessaire. Une solution au conflit commercial pourrait également fournir de l'oxygène supplémentaire.



Nous maintenons notre vision positive de la dette des marchés émergents en USD et en monnaies locales. Nous préférons le papier à court terme, car le risque y est plus faible. Les obligations des marchés émergents ont connu un bon trimestre, mais nous croyons qu'il y a encore suffisamment de valeur à trouver. Les mesures de relance chinoises devraient améliorer les conditions de financement, ce qui devrait maintenir le nombre de défaillants à un niveau faible.

Monnaies et matières premières

La volatilité sur les marchés des changes reste remarquablement faible, à l'exception de la livre sterling, qui évolue dans toutes les directions en raison de l'incertitude de Brexit. Nous resterons donc à plat tant qu'il n'y aura pas de clarté. A suivre... Nous resterons positifs pour le dollar tant qu'aucune solution au conflit commercial n'aura été trouvée et que la faiblesse européenne persistera. Le nouveau report de la normalisation monétaire par la BCE pèsera également sur la monnaie unique. Les monnaies des pays émergents se remettent entièrement de la vague de ventes de 2018.

Enfin, nous restons positifs sur le prix du pétrole maintenant que le sentiment s'est amélioré et que l'OPEP a réussi à limiter sa production. Les troubles en Libye pourraient également perturber davantage l'offre, ce qui renforcerait le soutien des prix.

Ce bulletin d'information est une publication de Shelter Investment Management, dont l'éditeur responsable est Benedict Peeters, Rue de l'Industrie 22, Windhof, Luxembourg. Sous réserve d'exceptions expressément définies par la loi, aucun élément de cette publication ne peut être reproduit et stocké dans un fichier de données automatisé ni divulgué publiquement de quelque manière que ce soit, sans l'autorisation écrite et explicite préalable de l'éditeur. La présente publication fournit des informations commerciales et ne peut en aucun cas être assimilée à un conseil en investissement. L'information fournie ne constitue aucunement une offre concernant des produits ou services financiers, bancaires, d'assurance ou autres. L'information contenue dans la présente publication provient de sources soigneusement sélectionnées. Shelter Investment Management ne donne cependant aucune garantie quant à l'actualité, à la précision, à l'exactitude, à la complétude ou à l'opportunité de l'information, des données ou des publications. L'éditeur ne peut en aucun cas être tenu responsable de la non réalisation des attentes et prévisions.