



Luxembourg le 18 septembre 2019. Tous ceux qui pensaient que les marchés financiers se calmeraient pendant les mois d'été, en ont eu pour leurs frais. Les marchés boursiers et obligataires ont connu d'énormes mouvements de prix. Et parce qu'il s'est passé tant de choses, notre mise à jour trimestrielle arrive un peu plus tôt que d'habitude.

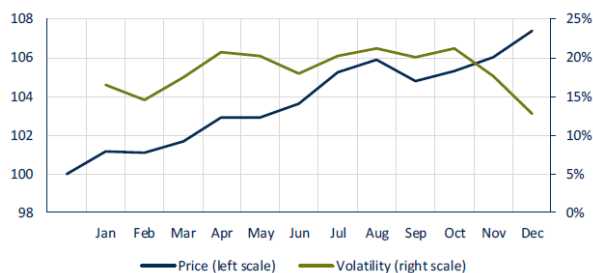
Pêche au rendement



De l'enregistrement à l'effondrement et au retour

Sur les marchés financiers, on ne peut jamais dormir sur ses deux oreilles, surtout pendant les mois d'été. Traditionnellement, de nombreux investisseurs supposent qu'en raison de la liquidité réduite (de nombreux participants sur les marchés sont en vacances), les choses se calment. Rien n'est plus faux, car juillet, août et septembre sont historiquement les mois où la prudence est de mise. Malgré les superstitions et quelques contre-exemples comme le krach de 1987, le mois d'octobre est en moyenne un mois calme et moyen sur les 90 dernières années.

S&P 500 average performance and volatility 1927 - 2018



L'été a commencé sans complexe avec de nouveaux records pour différents indices à Wall Street. Le Nasdaq Composite, riche en technologie, a établi un nouveau

record le 26 juillet avec 8339 points. Les principaux indices boursiers européens ont également atteint leur plus haut niveau depuis plus d'un an et demi. Il semblait que le différend commercial entre la Chine et les États-Unis serait réglé alors que le ralentissement économique entraînerait un soutien monétaire des banques centrales.

Cependant, au début du mois d'août, le sentiment s'est inversé lorsque le président américain, en tant que force motrice, a une fois de plus pris position contre la Chine. Depuis peu, les États-Unis ont même officiellement désigné la Chine comme un manipulateur de sa monnaie, ce qui a été considéré comme impossible pendant des années. Et les accusations se sont envolées et de nouvelles taxes ont été imposées. Un revirement qui en avait surpris plus d'un.

D'autre part, les craintes d'un ralentissement économique ont fortement augmenté lorsque - comme c'est souvent le cas l'année dernière - de plus en plus de chiffres macroéconomiques ont commencé à décevoir et que dans les grandes économies, de plus en plus de plaintes se rapportaient à une réduction de l'activité économique. Aux États-Unis, le mot R a même roulé sur les langues dès qu'une courbe de taux d'intérêt inversée est réapparue sur les tableaux. Et en Allemagne, l'économie s'est même contractée de 0,1% au deuxième trimestre. Par ailleurs, le président de la Fed, Jérôme Powell, n'avait procédé qu'à une réduction limitée de 25 points de base et s'était montré plus prudent à l'égard de nouvelles réductions de taux. Le marché n'a pas été satisfait par la Fed, comme l'a été Trump, qui, comme d'habitude, a exprimé son mécontentement dans plusieurs tweets. Enfin, les investisseurs ont également été confrontés à l'impasse Brexit et à la menace de violence à Hong Kong.

Les marchés boursiers ont été durement touchés : le Dax allemand a chuté de 9,5 % en un peu plus d'une semaine et le Dow Jones de 7,5 %. Mais ce sont les marchés obligataires qui ont fourni les nouvelles les plus remarquables. Aux États-Unis, les taux à 10 ans sont passés de 2,05 % à 1,55 % pendant cette période, une baisse rare. Les investisseurs recherchent une protection contre le ralentissement de l'économie et des perspectives plus faibles pour les actions et pour la sécurité des titres du gouvernement américain.

Cependant, vers la fin du mois d'août, le marché évoluait dans la bonne direction et depuis lors, les différents indices boursiers n'ont plus regardé en arrière. La soupe n'est jamais consommée aussi chaude qu'elle est servie. Comme par miracle, les relations entre les États-Unis et



la Chine se sont soudainement dégelées. Il y aura même une rencontre entre les deux protagonistes début octobre. L'incertitude s'est atténuée et de nombreux investisseurs ont à nouveau l'espoir que le ralentissement économique actuel ne sera que temporaire, surtout lorsque les banques centrales mettront de nouveau tout en œuvre.

Cela a même été si vite que de nouveaux records ont pu être observés à Wall Street. D'ailleurs, l'Europe a également envoyé des signaux prometteurs. En Italie, un gouvernement a été formé, l'appel pour un Brexit dur perd de sa force et l'économie ne se porte pas mal partout comme c'est le cas en France.

Quelle est la prochaine étape ? L'économie mondiale continue-t-elle de s'affaiblir ?

La question est maintenant de savoir si le marché n'est pas trop en avance sur les faits et si trop peu d'investisseurs portent des lunettes roses. N'attendons pas trop des banques centrales (lire : Réserve fédérale) et du dégel entre la Chine et les États-Unis ? Nous devons être prudents car, comme nous l'avons vu à plusieurs reprises au cours de l'année écoulée, l'humeur peut soudainement changer. Et ce n'est pas le hoquet qui manque, c'est pourquoi nous restons positifs sur l'or et considérons les obligations d'État comme une excellente protection contre l'incertitude. En effet, si les marchés boursiers s'affaiblissent à nouveau, il y a de fortes chances que les taux d'intérêt baissent à nouveau. Nous ne sommes pas convaincus que nous sommes nécessairement au plus bas niveau des taux d'intérêt aujourd'hui.

Nous attendons avec impatience ce que la Réserve fédérale fera lors de sa prochaine réunion (18 septembre). Le marché compte déjà sur un signal fort, même si l'économie américaine continue de bien performer. Les consommateurs américains semblent ne rien savoir à ce sujet et continuent à soutenir la croissance américaine. Le chômage est également à son plus bas niveau depuis des décennies, alors que l'inflation (salariale) est toujours absente.

La Fed se trouve donc dans une position difficile, d'autant plus que la pression de la Maison-Blanche ne faiblit pas. Le président Trump souhaite des baisses substantielles des taux d'intérêt, non seulement pour stimuler davantage l'économie à l'approche des élections de 2020, mais aussi pour mettre le vent dans les voiles du dollar, qu'il juge trop fort. Le fait qu'au début du mois d'août, le taux d'intérêt à 2 ans ait dépassé le niveau à 10 ans n'est pas une bonne chose, cela a

entraîné l'apparition d'une courbe de taux inversée. C'est souvent un prélude à une récession, mais nous estimons que le risque que cela se produise est plutôt faible pour l'année à venir. Quoi qu'il en soit, la frontière entre en faire trop et en faire trop peu est très mince pour la Fed aujourd'hui, et les marchés veulent surtout être servis à leur guise. La BCE a déjà fait sa part en abaissant les taux d'intérêt et en annonçant des assouplissements quantitatifs supplémentaires.

Il y a aussi la question de savoir si la Chine et les États-Unis parviendront finalement à un accord ou si le jeu oui/non se poursuivra. Il y aura une réunion entre les deux parties au début du mois d'octobre, tandis qu'au cours des dernières semaines, chaque partie a apporté sa propre contribution. Il est clair qu'il y a plus de bonne volonté qu'il y a un mois, mais la question de savoir si cela sera suffisant pour conclure un accord est une autre question. C'est déjà un fait que le temps commence à manquer pour les deux protagonistes, car on ne peut nier que la guerre commerciale commence à peser sur l'économie après tout. Elle crée de l'incertitude et retarde les investissements des entreprises.

Récemment, la question s'est posée de savoir si le marché pétrolier et le Moyen-Orient pouvaient bientôt retrouver leur calme. Après la flambée des prix du lundi 16 septembre (la plus forte hausse jamais enregistrée en une journée boursière) après les attaques de drones sur les installations pétrolières saoudiennes, le prix du pétrole est à son plus haut niveau en 3 mois et a de nouveau dépassé 60 dollars le baril. Une hausse du prix qui fragilise l'économie mondiale.



Enfin, il devient progressivement du " money time " dans la négociation de Brexit. C'est une question qui affecte non seulement l'humeur et l'activité économique du Royaume-Uni, mais aussi celle de la zone euro. La formation d'un gouvernement italien est certainement une aubaine. Cela semble avoir progressivement approvoisé les forces anti-UE et déplacé l'attention sur la manière dont le monde politique peut donner un coup de



fouet à l'économie. Même en Allemagne, on parle déjà d'assouplir la discipline budgétaire stricte. Après tout, l'économie est toujours en difficulté et a besoin de toute l'aide possible. Cependant, à notre avis, il y a encore une chance raisonnable que Trump menace d'introduire des taxes dans le secteur du luxe ou de l'automobile européen à l'avenir.

Europe : Négatif pour les actions

Nous maintenons d'un point de vue stratégique notre vision négative sur les actions européennes. Les perspectives macro-économiques restent faibles, tandis que l'Europe présente de plus en plus les caractéristiques d'un "piège à valeur". Avec un ratio cours/bénéfice attendu de 14,25, les actions européennes semblent intéressantes à première vue et pourraient convaincre les investisseurs d'augmenter le poids des actions européennes dans leurs portefeuilles. Cependant, compte tenu de la faible croissance économique et des nombreux défis auxquels le Vieux Continent est confronté, cette " sous-évaluation " est justifiée. Nous nous méfions également des taxes commerciales que le président américain Trump pourrait imposer.

De plus, la confiance dans l'économie s'érode alors que le secteur industriel et l'industrie manufacturière plus particulièrement sont en déclin. L'Allemagne, qui reste le cœur économique de la zone euro, est même proche de la récession. Il n'est donc pas étonnant que la BCE ait récemment révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro pour les deux prochaines années. Pour 2019, la BCE prévoit toujours une croissance de 1,1 % et pour 2020, l'économie devrait croître de 1,2 %. Cette faiblesse a incité la Banque Centrale Européenne à proposer des mesures supplémentaires et à assouplir à nouveau sa politique monétaire. Il est très douteux que la BCE ait un impact majeur sur l'économie réelle.



Comme nous l'avons indiqué plus tôt, nous utilisons le papier gouvernemental comme couverture. Les actions et les obligations sont aujourd'hui des vases communicants. Si l'un réussit bien, l'autre ne réussira pas aussi bien. Nous restons neutres en ce qui concerne les obligations d'entreprises de bonne qualité (investment grade). Les conditions du marché sont toujours favorables, mais les taux d'intérêt le reflètent et sont donc bas. Nous maintenons notre position négative sur le papier européen à haut rendement. Le risque est très peu rémunéré et nous préférons les actions aux obligations à haut rendement libellées en euros.

Etats-Unis : Les titres d'État à court terme demeurent attrayants

Pour les actions américaines, nous restons neutres car des forces opposées sont à l'œuvre. D'une part, l'économie ralentit et les valorisations sont élevées (ratio cours/bénéfice attendu de 17,7 et cours/valeur comptable de 3,3), mais d'autre part, la Fed a la possibilité de baisser ses taux et Trump a lié son sort aux marchés boursiers (il pourrait être à l'origine d'incitations boursières). Enfin, l'achat d'actions propres soutient les prix.

Le papier à court terme du gouvernement américain reste intéressant aujourd'hui, surtout au vu des différentes baisses de taux d'intérêt qui sont encore à l'étude. Sur une obligation d'État américaine à 2 ans, on obtient encore 1,5 % : un niveau acceptable par rapport aux taux d'intérêt à 2 ans de la zone euro. Nous sommes neutres pour le papier gouvernemental long terme compte tenu de la forte demande de l'étranger. La courbe des taux reste plate, ce qui signifie qu'il n'y a pratiquement pas de rendement supplémentaire pour le papier à plus long terme : par exemple, le taux d'intérêt sur 10 ans est à peine de 1,5%.

Nous demeurons neutres à l'égard des obligations de sociétés (IG) de bonne qualité. Les écarts sont historiquement bas, mais compte tenu de la bonne santé de l'économie et du relâchement des conditions financières générales, nous ne constatons aucune augmentation des défauts de paiement. Pour les rendements élevés, nous restons négatifs. Ici aussi, le rendement supplémentaire qui peut être obtenu est trop faible, ce qui signifie que le risque élevé n'est pas compensé de manière adéquate. Aux États-Unis, nous préférons donc les actions au papier commerciale.

Marchés émergents : obligations sont intéressantes



Pour les obligations des marchés émergents, nous maintenons notre vision positive. La baisse des taux d'intérêt aux États-Unis est généralement une bonne nouvelle pour ce segment du marché, tandis que des incitations supplémentaires en Chine devraient faciliter le financement et perpétuer le faible nombre de défaillants. De plus, le taux d'intérêt moyen est attractif : l'écart de taux d'intérêt sur les obligations IG est proche de 5% par rapport aux obligations américaines similaires et de 6,5% pour les obligations High Yield.

En ce qui concerne les actions des marchés émergents, nous sommes tactiquement légèrement sous-pondérés dans nos portefeuilles. L'absence d'accord commercial et la menace de barrières commerciales supplémentaires pourraient continuer à peser sur ces marchés et accroître leur volatilité. Cependant, les marchés des actions EM ne sont pas évalués à 12 fois le bénéfice attendu. Cela offre des perspectives pour l'avenir.

Dollar et Or

Sur le marché des changes, nous restons positifs pour le dollar tant qu'il n'y aura pas d'accord commercial. Si cela devait se produire, ce serait préjudiciable à la devise américaine, car l'incertitude diminuerait et le dollar serait moins utilisé comme monnaie refuge. Par ailleurs, la rémunération des produits à revenu fixe en USD reste attractive par rapport à d'autres monnaies comme l'euro, même si la Fed continuera à baisser plusieurs fois ses taux d'intérêt. Dans d'autres économies, les banques centrales continuent également de réduire les taux d'intérêt.

Pour l'or, nous restons positifs compte tenu des perspectives économiques incertaines et de la masse monétaire qui va sans doute encore augmenter dans la perspective de l'assouplissement monétaire mondial.

Ce bulletin est une édition de Shelter Investment Management avec l'éditeur responsable Benedict Peeters, rue de l'Industrie 22, Windhof Luxembourg. Sous réserve des exceptions explicites prévues par la loi, aucun contenu dans cette publication ne peut être reproduit dans une base de données automatisée ou divulgué de quelque manière que ce soit, sans l'autorisation préalable et écrite de l'éditeur. Ce document fournit des informations commerciales et ne peut en aucun cas être assimilé à des conseils en placement. Les informations fournies ne constituent pas une offre concernant des produits ou services financiers, bancaires, d'assurance ou autres. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources soigneusement choisies. Toutefois, Shelter Investment Management ne fournit aucune garantie quant à la rapidité, à l'exactitude, à l'exhaustivité ou à la pertinence de l'information, des données ou des publications. L'éditeur ne peut être tenu pour responsable du non-respect des attentes.