

BILBOARD *Lite*

Actualités des marchés financiers

Août 2017



Les taux d'intérêt : quand le vent va-t-il tourner ?

La bonne santé de l'économie mondiale, les nouveaux records sans cesse atteints par les marchés actions, la baisse du risque politique (en particulier dans la zone euro) et les bénéfiques spectaculaires affichés par les entreprises pour le deuxième trimestre soulèvent une question : quand le vent va-t-il tourner ?

D'un point de vue macroéconomique, cette dynamique positive devrait selon nous se poursuivre encore quelques mois. Cette perspective sous-tend notre scénario de base, qui mise sur un retour de la reflation après une courte pause et une pentification progressive des courbes des taux aux États-Unis et en Europe à moyen terme.

Aux États-Unis, le PIB a affiché une croissance de 2,6 % sur une base annualisée au deuxième trimestre, proche des 3 % promis par Donald Trump. La confiance des entreprises, qui avait bondi à la faveur de la hausse des marchés actions après l'élection, reste solide au vu de nombreux indicateurs de sentiments. L'indice Philly Fed Manufacturing Future Capital Expenditures, par exemple, a atteint 42 en juillet, son plus haut niveau depuis 1976, ce qui augure d'une forte hausse des dépenses d'investissement. La confiance des consommateurs a elle aussi fortement augmenté en juillet, pour s'établir à 121,1. Ces évolutions alimentent les attentes concernant l'économie et les bénéfiques, lesquelles soutiennent à leur tour les actions américaines. Dans les faits, la solide croissance des bénéfices au deuxième trimestre (+9 %) s'est accompagnée d'une progression exceptionnelle des ventes (+6 %).

En Europe, la croissance du PIB a atteint 2,1 % (en termes annualisés) au deuxième trimestre, tandis que le sentiment économique est à son plus haut niveau depuis près de 10 ans (+111,1). Cela s'est également reflété dans la croissance bénéficiaire sur la même période (+11 % pour les entreprises ayant publié leurs résultats). La hausse de la monnaie unique - qui s'est appréciée de quelque 12 % face au billet vert - pénalise les investisseurs en euros. Une poursuite de cette tendance haussière pourrait peser sur les perspectives futures et exacerber les vulnérabilités dans la zone euro. Les élections italiennes en 2018 présentent également un certain risque et pourraient induire une volatilité accrue sur les marchés.

Du fait du synchronisme de l'expansion économique actuelle, les investisseurs peuvent désormais se tourner également vers les marchés

émergents (ME), qui bénéficient du mouvement haussier. Les prix des matières premières - qui sont fonction de la santé des ME - augmentent, le prix du baril de Brent dépassant 52 USD, tandis que le cours au comptant du minerai de fer s'établit à 73 USD la tonne. La Chine, l'atelier de production du monde, déjoue actuellement les pronostics les plus pessimistes. La croissance du PIB a atteint 6,9 % en termes annualisés au deuxième trimestre et l'inflation des prix à la production s'est stabilisée, ressortant à 5,5 % en juin. Cet indicateur de reflation clé a été surveillé attentivement par les investisseurs fin 2016, lorsque la reflation s'est amorcée.

Les banques centrales devraient prochainement diffuser de nouvelles annonces dans le sens de politiques monétaires moins accommodantes. Il est essentiel que la Banque centrale européenne (BCE) réduise progressivement son programme d'assouplissement quantitatif afin d'éviter des réactions indésirables de la part des marchés. Lors du symposium de la Réserve fédérale américaine (Fed) à Jackson Hole en août, auquel Mario Draghi, le Président de la BCE, assistera, les banques devraient coordonner les mesures de resserrement monétaire, bien que l'inflation reste résolument faible. Selon nous, les obstacles tels que la morosité des cours du pétrole et la faible croissance des salaires sont temporaires et l'inflation va se raffermir, bien qu'une certaine incertitude plane quant à savoir quand exactement.

Quelles implications pour les marchés financiers ?

Les actions ont fait belle figure au cours des six derniers mois et restent solides, ce qui peut inciter à réduire les risques. Néanmoins, bien que des corrections tactiques soient possibles, les actions conservent notre préférence compte tenu de l'amélioration des perspectives macroéconomiques et de la solide croissance des bénéfices. La poursuite de la croissance mondiale, la perspective concernant une pentification de la courbe des taux et l'affaiblissement du dollar constituent les thèmes



Yves Kuhn
Chief Investment Officer

“ La baisse du dollar devrait doper les actions émergentes ”

moteurs de notre allocation d'actifs. Selon nous, l'Europe et le Japon devraient bénéficier d'un élargissement de la croissance économique, marqué notamment par une reprise de la production mondiale et un rebond des ME. Au deuxième trimestre, les actions japonaises ont créé la surprise en s'adjugeant 15 %, dopées par une croissance bénéficiaire de 21 %.

Aux États-Unis, les investisseurs obligataires commencent à croire à la reflation, le spread entre les rendements des bons du Trésor à 2 et 10 ans s'élargissant lentement, ce qui devrait se traduire sur le marché actions américain par une rotation en faveur des valeurs de rendement et des financières. En ce qui concerne les actions européennes, le style « rendement » a déjà commencé à surperformer.

La baisse du dollar - que les États-Unis vont continuer de promouvoir afin de soutenir leurs exportations - devrait doper les actions émergentes. Pour l'heure, celles-ci se négocient avec une décote de 26 % par rapport à leurs homologues des marchés développés (sur la base des ratios cours/bénéfices), pour un rendement similaire (appelé à augmenter du fait d'une hausse des marges et d'une rotation des actifs plus élevée). Nous surveillons cette classe d'actifs et continuons de rechercher des opportunités nous permettant éventuellement de renforcer nos positions.

Nous restons pessimistes à l'égard de la plupart des segments du marché obligataire, qui focalise l'attention dans un contexte de bulle. Les cours ont été soutenus pendant des années par les interventions des banques centrales, lesquelles réduisent désormais la voilure. La Fed va commencer à normaliser son bilan de 4.500 milliards USD, tandis que la BCE devrait réduire le volume de son programme de rachat d'actifs, actuellement de 60 milliards EUR par mois. Le récent resserrement des conditions monétaires consécutif à la hausse de l'euro pourrait toutefois inciter l'institution de

Francfort à poursuivre ses rachats encore quelque temps. Les bons du Trésor américain seront également à la peine si le marché se positionne à l'achat face à la politique économique du gouvernement Trump. Du fait des troubles politiques outre-Atlantique, les prévisions sont si faibles que toute amélioration progressive entraînera une pression à la hausse sur les rendements - le taux à 10 ans, qui s'établit à environ 2,2 %, apparaît trop faible au regard de la croissance américaine et devrait selon nous augmenter pour atteindre jusqu'à 2,6 % d'ici le premier trimestre 2018. Les obligations émergentes offrent selon nous des perspectives plus favorables compte tenu de leur rendement d'environ 5,5 % à 10 ans, ce qui offre une protection adéquate dans un contexte de hausse des taux.

Sur le long terme, nous sommes optimistes quant à l'euro (au vu du long processus de normalisation des politiques monétaires européennes), mais pessimistes vis-à-vis du dollar. Nous continuons à investir dans l'or, que nous utilisons à des fins de couverture dans le cadre de la construction de nos portefeuilles. En ce qui concerne le pétrole, le rebond de la croissance mondiale et la volonté de l'OPEP de maintenir des prix élevés (illustrée par le projet d'entrée en bourse de Saudi Aramco) devraient favoriser une hausse des cours.

Toujours se protéger du soleil

En conclusion, les marchés actions recèlent selon nous encore du potentiel et nous devrions donc continuer à profiter d'un été long et chaud, en adoptant cependant une protection adéquate au moyen d'une allocation d'actifs nuancée. Quant aux marchés obligataires, la réduction des programmes d'assouplissement quantitatif ne laisse guère entrevoir de perspectives positives pour cette classe d'actifs. Comme l'a dit un jour Warren Buffet, c'est quand la mer se retire que l'on voit ceux qui se baignent nus.

	0 à 3 mois			
	--	-	+	++
Actions				
Marché obligataire				
Dette souveraine des PIIGS				
Dette souveraine des pays centraux européens				
Crédit européen				
Bons du Trésor américain				
Crédit américain				
Obligations émergentes (en USD)				
Crédit à HR américain				
Crédit à HR européen				
Duration EUR				
Duration USD				
Actions européennes				
Actions américaines				
Actions émergentes				
Actions asiatiques (pays d'vlp)				
EUR				
USD				
Immobilier européen				
Immobilier américain				
Pétrole				
Or				

	3 à 9 mois			
	--	-	+	++
Actions				
Marché obligataire				
Dette souveraine des PIIGS				
Dette souveraine des pays centraux européens				
Crédit européen				
Bons du Trésor américain				
Crédit américain				
Obligations émergentes (en USD)				
Crédit à HR américain				
Crédit à HR européen				
Duration EUR				
Duration USD				
Actions européennes				
Actions américaines				
Actions émergentes				
Actions asiatiques (pays d'vlp)				
EUR				
USD				
Immobilier européen				
Immobilier américain				
Pétrole				
Or				

■ actuellement

■ précédemment