

INVESTISSEMENTS

Aperçu des marchés

Par Marc Danneels (Chief Investment Officer)
et Yves Kazadi (Senior Analyst)



L'année du Rat perturbée par un Cygne noir

L'excellente année boursière 2019 s'était aussi terminée sur une note positive d'un point de vue géopolitique et économique. Plusieurs signaux laissaient en effet présager une solution à la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis. En outre, les données macroéconomiques montraient une inflexion certes prudente, mais positive.

Ce regain d'enthousiasme début 2020, l'année du Rat en Chine, fut hélas de courte durée. Touchant d'abord cette même Chine où il a freiné l'activité économique, le désormais fameux Covid-19 s'est ensuite propagé au reste du monde dans le courant du premier trimestre sans qu'un médicament ou vaccin efficace ne soit disponible, provoquant du même coup le confinement de 3 milliards de personnes. Un scénario qu'aucun économiste n'aurait pu prévoir, mais avec un impact gigantesque, s'est alors produit, un scénario dit du Cygne noir.

Les conséquences économique-financières de cette pandémie sont historiquement sans précédent à bien des points de vue.

Cette crise sanitaire, sans oublier bien sûr le coût en vies humaines et l'impact social, s'est aussi muée brutalement et à une vitesse jamais vue en crise économique. Des secteurs entiers, tels que l'industrie aérienne ou le tourisme, se sont retrouvés brutalement sans la moindre activité économique ou presque. Mais d'autres secteurs, moins évidents, ont aussi souffert de cette crise.

Du côté de la demande, le confinement a bien sûr provoqué une forte diminution de la consommation. Mais du côté de l'offre, les producteurs ont aussi eu leur lot de problèmes au niveau de la chaîne de production économique. Le télétravail ne peut pas à lui seul absorber toute l'activité économique et l'activité limitée, voire l'inactivité forcée, a placé de plus en plus de sociétés face à d'importants problèmes de liquidité et de solvabilité. Cette période de confinement a toutefois aussi clairement montré les limites de la mondialisation de la production industrielle avec des chaînes de production confrontées à une pénurie de composants, voire d'assortiments complets de produits.

Données macroéconomiques rouge sang et crise pétrolière pour couronner le tout

La croissance économique mondiale était déjà en mode ralentissement. Aux États-Unis, mais aussi et surtout en Europe, la production industrielle était déjà sous pression en 2019 sur fond de conflits commerciaux latents, notamment entre la Chine et les États-Unis. À titre d'illustration, la croissance économique dans la zone euro au 4^e trimestre s'était établie à 0,1 % seulement, avec même une croissance nulle en Allemagne.⁽¹⁾ À l'inverse, la consommation se maintenait à un niveau relativement solide, le secteur des services présentait des chiffres en légère hausse et les chiffres du chômage affichaient aussi une tendance positive dans cette longue phase d'expansion économique, la plus longue même de l'histoire des États-Unis.⁽²⁾

Tout cela a donc pris fin brutalement avec la « crise du coronavirus » dans le courant du premier trimestre 2020. Pour la première fois depuis la Grande Dépression de 1929, le Fonds Monétaire International estime déjà que toutes les économies dans le monde seront en récession en 2020 avec, donc, une croissance économique négative. En particulier dans les régions bien établies (Europe, États-Unis et Japon), avec un recul du PIB estimé à... - 6,1 %. Mais contrairement à la crise précédente, la crise financière de 2008, les marchés émergents devraient eux aussi connaître une croissance négative en 2020. Les indicateurs macroéconomiques avancés, avec une chute radicale de la confiance des entrepreneurs et des consommateurs, montrent une contraction économique. Le fait que les États-Unis, où

l'économie en fin de cycle affichait encore récemment un quasi plein emploi avec un chômage aux alentours de 3,5 %, aient subitement affiché un taux de chômage record jamais vu de 14,7 % en avril, est assurément interpellant. Il est clair que cette crise aura également un impact au niveau microéconomique, notamment sur les résultats attendus des entreprises. Alors que la croissance bénéficiaire attendue en moyenne dans le monde en 2020 s'établissait initialement aux alentours de 10 %, les anticipations font aujourd'hui état d'un recul du bénéfice par action de l'ordre de 10 à 20 % aux États-Unis et en Europe, alors que les marchés émergents devraient se maintenir au niveau actuel.⁽³⁾

Et comme si l'impact du Covid-19 ne suffisait pas encore, nous avons aussi été confrontés au cours du premier semestre 2020 à la baisse persistante des cours du pétrole. La nette diminution de l'activité économique et la baisse de 29 % de la demande mondiale de pétrole⁽⁴⁾ - notamment de la Chine - ont poussé les cours du pétrole à la baisse. Mais du côté de l'offre, les trois grands producteurs que sont les pays de l'OPEP, la Russie et les États-Unis ne sont pas non plus parvenus à réduire efficacement leur capacité de production. Pire, ils se sont même lancés dans une guerre des prix en pompant davantage de pétrole pour tenter d'évincer l'un ou l'autre concurrent.

Le point d'orgue de cette crise pétrolière a été le cours négatif et sans précédent des contrats WTI (West Texas Intermediate) avec livraison physique du pétrole dans la deuxième moitié du mois d'avril, alors que le Brent a continué à flirter avec son niveau plancher de 20 USD le baril.

Ces faibles cours du pétrole ont déjà un impact négatif sur l'inflation qui, avec la crise, est ainsi restée bien en-deçà de la norme de 2 %. Mais cette évolution est aussi néfaste à long terme pour le budget public des pays producteurs de pétrole, pays d'Amérique latine et Russie en tête.



Les marchés financiers : scénario de crise au premier trimestre

Quasiment en même temps que la propagation du Coronavirus dans le monde, les marchés financiers ont aussi été contaminés au 1^{er} trimestre par des vagues de ventes massives. Les marchés d'actions ont connu des reculs impressionnants de 20 % en moyenne durant cette période, et les rendements des obligations souveraines ont eux aussi reculé (le cours des obligations souveraines a donc augmenté), les investisseurs s'étant tournés massivement vers des segments d'investissement plus sûrs.

Sur les marchés d'actions, les marchés émergents ont aussi été confrontés, en plus de la perspective d'une récession mondiale, à la vigueur du dollar. La Chine, qui a devancé le cycle de pandémie dans la mesure où la ville de Wuhan a été la première touchée par le virus, a donc pu relancer l'activité économique plus tôt, permettant aux actions chinoises de faire mieux au premier trimestre que les marchés émergents en général. À noter aussi que la Chine, en misant sur la consommation domestique plutôt que sur les exportations, est apparue assez résiliente dans ce contexte de pandémie mondiale. L'Amérique latine, tributaire des exportations de matières premières, a par contre souffert davantage.

Sur un plan sectoriel, les valeurs énergétiques ont été plus particulièrement touchées par la guerre des prix pétroliers tandis que les actions financières et industrielles ont encaissé des coups particulièrement violents. Effectivement, ces dernières ont été touchées en première ligne par l'impact attendu à long terme de la pandémie sur la reprise économique, contrairement à L'IT et les soins de santé qui ont par contre mieux résisté.

Du côté des obligations, les obligations souveraines ont fait office de refuge quand les pays et régions sont entrés en confinement à partir de fin février et mars et ont de ce fait freiné l'activité économique, ce qui a alors fait diminuer les rendements. Les obligations de sociétés ont fait moins bien que les obligations souveraines et ont aussi souffert, plus particulièrement en mars, de la diminution de la liquidité sur les marchés. Le point positif pour ces obligations de qualité a été l'annonce en mars par la Réserve fédérale (Fed) de son intention de racheter des obligations souveraines pour soutenir les marchés. Les obligations à haut rendement ont de leur côté souffert davantage de la vague d'aversion pour le risque, en particulier celles de secteurs comme le tourisme et l'énergie.



Retour de l'espoir en avril : les banques (centrales) et les gouvernements sortent tout leur arsenal

Les investisseurs se sont remis à espérer en avril que l'évolution de la pandémie dans différentes régions permettrait un assouplissement rapide des mesures de confinement économique. Mais ce sont surtout les mesures de relance sans précédent des banques centrales et leur mise en œuvre immédiate qui ont aidé les marchés à rebondir en avril.

Aux États-Unis, le S&P500 a connu sa plus forte progression mensuelle (13 %) en 30 ans. Les marchés d'actions européens et japonais ont eux aussi pu effacer une partie de leurs pertes du premier trimestre avec un gain, certes un peu plus modeste, de 6 à 7 %. Les marchés d'actions des pays émergents se sont également redressés en avril (+ 9 %), avec toutefois une distinction entre les meilleurs élèves de la classe comme l'Inde ou les pays exportateurs comme la Thaïlande et Taïwan, et des pays comme le Mexique, moins avancés sur la courbe de la pandémie. Pour la raison inverse, la Chine, qui avait déjà affiché une reprise en mars, a enregistré un gain plus limité en avril.⁽⁵⁾

Une grande partie de la reprise des marchés s'explique par les mesures sans précédent des banques centrales, mais aussi des institutions supranationales et des autorités locales dans le monde depuis l'éclatement de la pandémie de Covid-19 pour limiter l'impact économique et soutenir l'activité. L'ampleur de ces mesures et la rapidité avec laquelle elles ont été mises en œuvre sont du jamais vu dans le monde d'après-guerre.

La Fed a ramené ses taux directeurs à zéro en deux baisses des taux et tous les pays industrialisés affichent donc désormais des taux pratiquement nuls. Les banques centrales ont aussi recommencé à injecter massivement des liquidités sur les marchés financiers à travers des programmes de rachat d'obligations souveraines (de la dette publique donc) et d'obligations de sociétés. À noter que la Fed, avec une augmentation de 2 billions de son bilan en 1 mois contre 900 milliards annoncés par la BCE, va bien plus loin dans ce cas que les autres banques centrales, également en raison du fait que le dollar américain reste la devise de référence dans le commerce mondial et les lignes d'approvisionnement.

Mais les autorités supranationales et nationales ont elles aussi pris très rapidement leurs responsabilités avec quantité de mesures de soutien fiscales et budgétaires. Plus de 5 billions de mesures de relance fiscales et budgétaires ont ainsi déjà été annoncés dans le monde, soit 6 % du produit intérieur brut mondial.

Signe de l'ampleur de toutes les mesures prises pour limiter l'impact de la pandémie sur l'économie, même quelques mesures non conventionnelles sont également prises, comme l'idée autrefois évoquée par Ben Bernanke de « l'argent hélicoptère », chaque Américain adulte recevant un chèque de 1.200 USD.



D'abord agir et seulement ensuite répondre aux questions

Il est clair que la pandémie de Covid-19 est passée à une vitesse record d'une crise sanitaire à une authentique crise économique. Contrairement à la crise précédente, la crise financière de 2008, les autorités n'ont pas hésité à prendre toutes les mesures nécessaires, non seulement monétaires, mais aussi fiscales et budgétaires.

Il est d'ores et déjà acquis que ce soutien monétaire et fiscal débridé, avec un impact budgétaire tout aussi énorme, devra être considéré comme la « nouvelle norme », mais cela pose aussi un certain nombre de nouvelles questions jusqu'à présent sans réponse :

- Qui va rembourser cette dette ?
- Les autorités - et notamment les acteurs européens - sauront-elles faire preuve de toute la solidarité nécessaire pour coordonner leurs actions ?
- Sur quelle base ces mêmes autorités vont-elles choisir les secteurs ou entreprises à sauver ou non ?
- Dans un contexte géopolitique, quelle est la région qui parviendra finalement à renforcer sa puissance sur la scène mondiale ?
- Et quelle sera l'efficacité de toutes les mesures prises : devons-nous nous attendre à une forme de récession et de reprise en V, en W ou encore en L ?

Marchés financiers contre économie réelle

Si nous nous penchons sur les tendances à venir cette année, une première tendance attendue est celle de marchés à nouveau plus en phase avec les paramètres économiques réels. Nous attendons dans ce cadre les résultats des entreprises pour le 2^e trimestre après avoir déjà pu observer une forte baisse des bénéfices par action et des ventes au premier, en sachant que ces résultats ne contenaient que 2 semaines de confinement. Il sera donc intéressant d'observer le comportement des marchés après les résultats des entreprises pour le 2^e trimestre : non seulement parce que cela donnera une meilleure idée de l'impact réel du confinement, mais aussi parce que les données macroéconomiques mensuelles disponibles pour fin avril commencent à montrer le lourd impact économique de cette crise sanitaire... alors que les marchés financiers étaient en pleine phase de remontée.

Nous constatons donc aujourd'hui un énorme décalage entre les marchés et la réalité économique. Historiquement, les 7 dernières périodes de crise nous ont appris qu'il fallait en moyenne 2 ans pour sortir d'une récession. Or, si nous examinons des ratios financiers comme les pourcentages de gain ou les spreads, nous voyons que les marchés anticipent une sortie de la récession due au Covid-19 dès fin juin !

Une estimation beaucoup trop optimiste selon nous. Les marchés ne nous semblent donc pas anticiper correctement la réalité économique pour le moment et nous ne croyons pas vraiment en une reprise en forme de V des marchés. Toujours indépendamment de la question à laquelle il est impossible de répondre quant à l'évolution du virus et donc de l'éventuel impact économique supplémentaire.



Recrudescence de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine

Dans le contexte de la crise du Covid-19, le Président américain Donald Trump a affirmé que « la Chine ne voulait pas qu'il soit réélu. » Ce message et le fait que les deux pays se pointent mutuellement du doigt comme responsables de la pandémie de coronavirus n'ont fait que raviver les tensions entre les deux nations. Il est clair qu'après la pandémie, les accords conclus pour normaliser les relations commerciales ne seront pas totalement respectés. Par exemple en ce qui concerne les conditions du « deal de phase 1 » qui prévoit des accords sur une diminution d'une partie limitée des droits de douane avec engagement de la Chine à importer pour 200 milliards USD supplémentaires de biens de production, produits agricoles et services des États-Unis cette année et l'année prochaine.

Au contraire, les États-Unis ont récemment brandi la menace de nouvelles barrières commerciales - hausse des droits sur les importations en provenance de Chine - et la réaction de Pékin ne s'est pas fait attendre. Mais on peut aussi s'attendre à un retour des tensions en ce qui concerne la « guerre froide technologique » entre les deux pays, ce qui, dans le contexte actuel de crise économique, pourrait encore freiner l'activité économique mondiale.

Enfin, il existe aussi la crainte de voir Donald Trump interdire d'investir dans un certain nombre de sociétés chinoises. Cela pourrait alors perturber sensiblement les marchés financiers et créer un précédent pour les fonds de pension, gestionnaires d'actifs et autres acteurs du marché.

La combinaison d'un contexte préélectoral aux États-Unis avec un lourd impact économique de la crise du coronavirus et aussi de cette crise sanitaire aux États-Unis ne fera que renforcer la rhétorique commerciale entre les deux grandes puissances. La seule difficulté reste à évaluer les options stratégiques des deux camps et les sacrifices qu'ils sont prêts à faire dans ce cas. Et la dernière chose dont l'économie mondiale a besoin aujourd'hui est bien une reprise de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine.

De baisses des taux historiques à des hausses de taux inattendues ?

Dans le contexte actuel, une hausse des taux constituerait assurément une surprise de taille pour les marchés financiers.

Aux États-Unis, Donald Trump n'a pas hésité à réclamer lui-même des taux négatifs. Pour rappel, la grande majorité des prêts aux États-Unis sont à taux variable. Dans un environnement où le chômage devrait prochainement dépasser la barre des 15 %, il est essentiel de minimiser le risque de défauts de paiement par les acteurs économiques. Une pression à la hausse sur les taux pourrait toutefois apparaître si les investisseurs commençaient à perdre confiance dans le budget public américain ou dans le statut de « valeur refuge » du dollar américain.

Pareil scénario n'est du reste pas non plus totalement impensable en Europe, par exemple si l'euro venait à être mis sous pression ou en cas de doutes dans les rangs des investisseurs concernant la capacité de remboursement de certains pays ayant laissé exploser leur dette publique comme l'Italie. Si nous additionnons la dette publique de tous les pays de la zone euro et la comparons avec le produit intérieur brut total, nous nous dirigeons vers 100 % du PIB.

Il sera donc essentiel de suivre attentivement l'évolution du taux d'endettement pays par pays, mais aussi de suivre la répartition de cette dette entre les 3 catégories de débiteurs, à savoir les États, les entreprises et les ménages, pour savoir laquelle des trois court le plus grand risque en cas de modifications au niveau de la courbe des taux.

Relations difficiles entre le Nord et le Sud de l'Europe

À l'instar du Japon, la Banque Centrale Européenne (BCE) évolue, en ce qui concerne sa politique monétaire, vers la « Théorie Monétaire Moderne » avec une création massive d'argent pour acheter des obligations souveraines des pays de la zone euro. Ainsi, on tient compte du fait que ces pays par l'émission d'obligations souveraines, ont creusé leur déficit budgétaire pour faire face à leurs dépenses sociales et soutenir l'économie en période de crise. L'avis de la Cour constitutionnelle allemande début mai, à savoir que le programme de rachat de la BCE est potentiellement contraire à la Constitution allemande, ne s'est donc pas fait attendre. Cela illustre une opposition claire entre l'Europe du Nord, sa politique budgétaire, son taux d'endettement relativement conservateurs et les États membres du Sud.

Un des risques d'une telle théorie monétaire moderne est que les gouvernements n'affectent massivement leur budget à des secteurs ou entreprises non stratégiques ou non viables à terme. Lisez : que les gouvernements aident et investissent dans les bijoux du passé au lieu d'opter pour des modèles d'activité durables (tant socialement qu'économiquement ou écologiquement).

Un deuxième risque est la perte de confiance dans l'argent - la devise - créé pour financer les dépenses publiques. Un troisième risque - encore - est celui de créer de ce fait une pression à la hausse sur les taux.

La BCE n'a pas à justifier ses actions dans la mesure où elle a la possibilité d'acheter des obligations de sociétés, de gérer les spreads dans la région, de soutenir les banques et même, finalement, d'acheter des actions. La gestion des taux sera la clé dans la mesure où le pire scénario que nous puissions connaître après ces énormes injections de liquidités est la stagflation (faible croissance combinée à une forte inflation). Il est indéniable que lorsque de l'argent est injecté dans l'économie réelle, des bulles spéculatives apparaissent dans l'immobilier ou sur les marchés financiers. La souveraineté européenne constituera un débat certes difficile politiquement, mais aussi passionnant économiquement.

Année d'élections aux États-Unis

Une des questions prioritaires sous-jacentes dans le cadre des mesures politiques des actuels décideurs aux États-Unis par rapport à la crise actuelle est la possibilité d'un retour des démocrates au Sénat. Les chocs socioéconomiques qui accompagnent l'actuelle crise sanitaire devront sans conteste être gérés principalement par le prochain gouvernement. Il s'agit là d'un élément sur lequel les démocrates vont jouer à l'approche des élections, avec une chance de reconquérir le Sénat. Si ce scénario se vérifie, l'impact sur les marchés pourrait être énorme.



Thèmes prioritaires de notre stratégie d'investissement

Compte tenu de toutes ces tendances pour les prochains mois, notre stratégie de portefeuille sera axée principalement sur les 4 thèmes suivants :

- Maîtrise de la volatilité que nous attendons à mesure que les marchés évolueront plus conformément à la réalité économique ;
- Réaction et évolution de la courbe des taux par rapport à la monétisation des dettes ;
- Mesures prises par les banques centrales, les gouvernements et les entreprises par rapport à la « durabilité des entreprises » ;
- Révolution technologique et son impact sociétal.

Pour la composante **obligations souveraines** dans le portefeuille, nous serons attentifs au possible impact de

la politique - récente et attendue - des banques centrales, et notamment aux risques liés à une baisse de la confiance dans la devise ainsi qu'au risque de hausse des taux ou de retour de l'inflation.

Dans le segment **obligations de sociétés et obligations à haut rendement**, nous resterons vigilants par rapport à une possible détérioration de la solvabilité et à la hausse attendue des défauts de paiement.

Enfin, nous comptons, pour la partie **obligations des pays émergents**, partir à la recherche de dette dite de qualité.

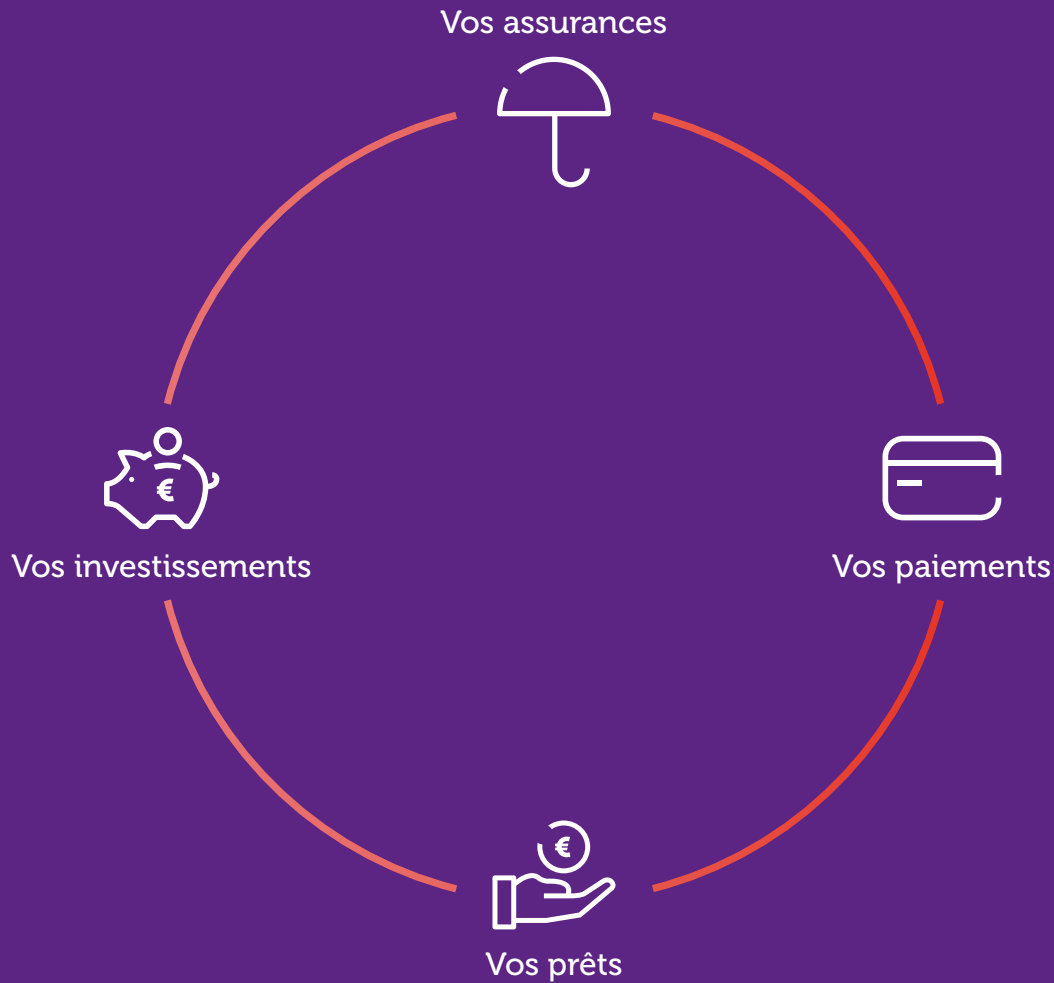
Pour les **actions** en portefeuille, notre préférence va aux secteurs qui sortiront structurellement vainqueurs de cette transition économique, à savoir les soins de santé, l'IT, les communications et la consommation discrétionnaire. Nous

maintenons une certaine neutralité pour des secteurs comme l'industrie manufacturière (baisse de la production et CAPEX) et les valeurs bancaires traditionnelles.

Sur les marchés européens, nous continuerons à nous focaliser sur les actions dites de qualité. Aux États-Unis, nous resterons concentrés sur les actions de croissance, avec toutefois aussi une certaine attention pour les actions de valeur susceptibles de tirer profit des mesures de soutien monétaires (« assouplissement quantitatif ») de la Fed.

Pour les actions des pays émergents enfin, nous préférons nous concentrer à la fois sur les actions de valeur et de croissance, et resterons à l'affût des opportunités que les marchés offriront dans ces deux segments.

Vous êtes **bien entouré**



Nous sommes à votre service



- dans votre agence Beobank
- via Beobank Service Center
Vous pouvez nous joindre
au **02 626 50 50**,
du lundi au vendredi de 8h00 à 20h00
et le samedi de 9h00 à 12h30
- via Beobank Online sur **www.beobank.be**
- via votre application **Beobank Mobile**

Date éditoriale : 25/05/2020. Beobank NV/SA ne fournit pas de recherche ou d'analyses indépendantes quant au contenu et à la composition de ce document. Ce document se fonde sur l'analyse macro de « La Française GAM », une société de gestion d'actifs faisant partie du groupe CMNE. Beobank NV/SA n'en garantit pas la précision et n'exclut pas le caractère incomplet ou condensé de l'information. L'aperçu des marchés a uniquement un caractère informatif général et ne tient pas lieu de recommandation, d'offre ou de demande d'achat ou de vente de titres quelconques. Les personnes qui envisagent d'effectuer un investissement ont intérêt à solliciter un avis indépendant concernant l'opportunité ou non d'un investissement particulier. Les résultats antérieurs n'augurent pas des résultats à venir. Les prévisions ne seront pas forcément suivies d'effets.

Nous vous rappelons que les produits d'investissement sont exposés à des risques, en ce compris la perte possible du capital investi. Les produits d'investissement ne sont pas des dépôts bancaires et ne sont pas garantis par Beobank NV/SA. E.R.: Beobank NV/SA | Boulevard Général Jacques 263g 1050 Bruxelles | TVA BE 0401.517.147 | RPM Bruxelles | IBAN BE77 9545 4622 6142 | INV | BRO | OUTLOOK | F | REV0620