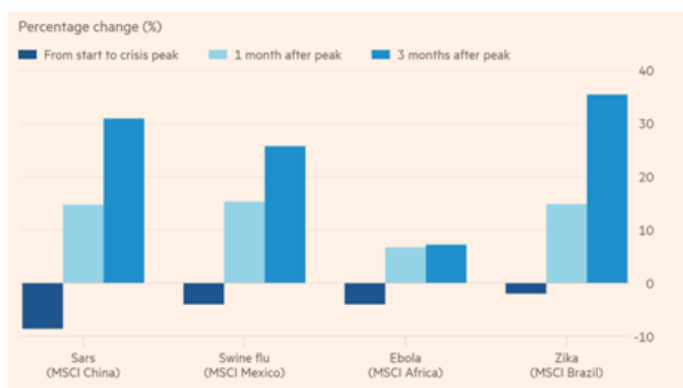


**ALLOCATION & STRATEGIE**

*Dès du début de 2020 confronté à des nouveaux risques ...*

L'année a à peine commencé et **deux nouveaux facteurs de risque** sont déjà apparus. Le premier est de nature géopolitique. L'attaque américaine par drone qui a coûté la vie au Général iranien Soleimani a exacerbé les **tensions au Moyen Orient**. L'Iran a menacé de riposter violemment. Compte tenu de l'emplacement stratégique avec le Détroit d'Ormuz – où passe la majeure partie du pétrole des États du Golfe, cela pourrait avoir de graves conséquences économiques. Finalement, la tension est retombée et les représailles iraniennes se sont révélées symboliques.

Le second est de nature sanitaire. Il s'agit du **coronavirus**, qui domine l'actualité en ce moment. La Chine a pris des mesures de quarantaine draconiennes pour limiter la propagation. Ça serait déplacé de minimiser les souffrances des personnes touchées. Néanmoins, il est **important de mettre les choses en perspective**. Au moment de la rédaction du présent rapport, le nombre de morts est toujours inférieur au nombre de victimes d'une saison "normale" de la grippe dans notre pays. Il nous semble que l'attention portée aux nouvelles dans la presse dépasse la portée réelle de ce virus. On ne peut nier que la mise en **quarantaine aura un impact négatif** sur la croissance économique chinoise au cours du trimestre en cours. Son **ampleur dépendra de la durée** des mesures, ce qui est difficile à estimer. A ce stade, il faut garder à l'esprit que les conséquences financières **d'épidémies comparables** ont toujours suivi le même profil : une **correction** à la fois assez **limitée** et suivie d'une **prise rapide**.



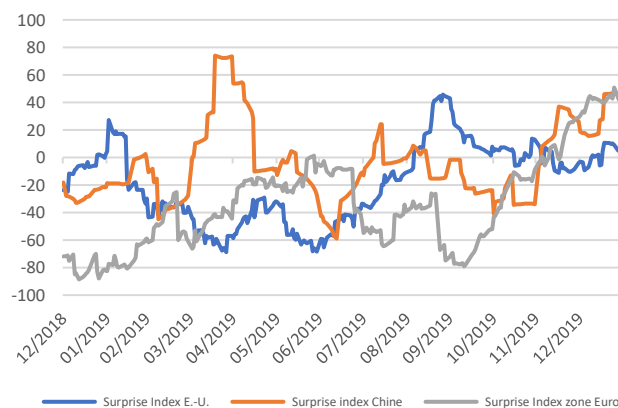
*... mais la base sous-jacente est clairement plus positive*

Dans le scénario de base où la Chine maîtrise l'épidémie relativement rapidement et ne maintient donc pas la quarantaine trop longtemps, les marchés se concentreront à nouveau sur la **décru des problèmes géopolitiques** et **l'amélioration des données économiques**. Le Brexit est derrière nous. Bien sûr, cela n'élimine pas les problèmes, mais ils ont pour l'instant disparu de l'avant-scène. Le fait que la première phase de **l'accord commercial entre la Chine et les États-Unis** ait été menée à bien est beaucoup plus important pour l'économie mondiale et la confiance des entreprises. Au cours des prochains mois, de nouvelles négociations doivent être menées sur la mise en œuvre d'un accord complet afin

d'annuler - au moins partiellement - les tarifs imposés l'année dernière. Cela va probablement s'éterniser pendant des mois et peut-être entraîner une augmentation de la volatilité du marché. De même, des tensions entre États-Unis et Europe ne sont pas à exclure.

*L'économie mondiale semble avoir retrouvé son souffle*

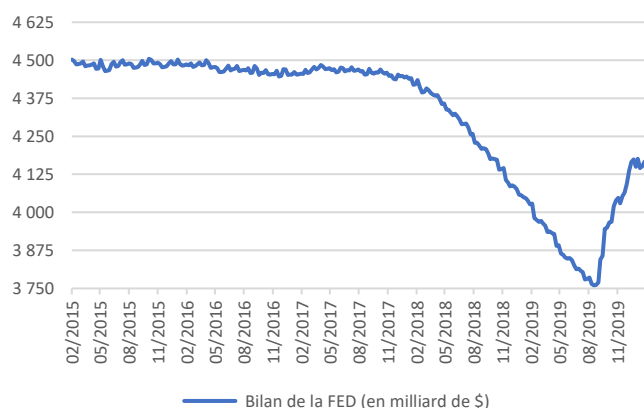
Nous en avons déjà parlé dans les Spotlights précédents : les données économiques vont dans la bonne direction. **Aux États-Unis**, le marché du travail - bien que nous connaissions une croissance continue depuis une décennie – continue d'évoluer favorablement. Le taux de chômage se situe actuellement à environ 3,5% et chaque mois, l'économie crée plus d'emplois que l'afflux de nouveaux employés. Les salaires augmentent d'environ 3% sur une base annuelle. Un chiffre qui - bien que légèrement inférieur à celui du passé récent - reste nettement supérieur à l'inflation. Il n'est donc pas surprenant que les consommateurs continuent de consommer gaiement. L'industrie, qui était le parent pauvre aux États-Unis comme partout ailleurs dans le monde ces derniers mois, semble se redresser. L'indice *Philly Fed Business*, qui reflète la confiance de l'industrie, a augmenté beaucoup plus qu'attendu en janvier. **Dans la zone euro**, où l'industrie a le plus souffert ces derniers mois, la reprise semble également avoir commencé. Tout comme aux États-Unis, le secteur des services reste bien orienté. Chez nous aussi, le consommateur ... consomme. En 2019, il y avait environ 600.000 chômeurs de moins, ramenant le taux de chômage au niveau le plus bas depuis la crise financière. Et, comme aux États-Unis, les salaires ont également progressé. **En Chine**, nous avons vu l'indice Caixin PMI de l'industrie atteindre son plus haut niveau depuis environ 5 ans. En général, les chiffres publiés ces derniers mois ont été meilleurs que les attentes - certes plutôt faibles.



*Le robinet monétaire reste bien ouvert...*

Les banques centrales maintiennent leurs politiques très flexibles, qui continuent de soutenir les marchés. Récemment, le président de la Fed, J. Powell, a déclaré que *"l'inflation devrait augmenter de manière significative et constante avant de conduire à une hausse des taux d'intérêt"*. Il semble donc peu

probable que les baisses préventives de taux de 2019 s'inversent rapidement. La récente **forte augmentation du bilan de la FED** est également une promesse implicite que la politique monétaire restera flexible. De plus, cela augmente considérablement le montant de liquidité sur le marché.



Source : Bloomberg

Après avoir baissé symboliquement les taux d'intérêt l'an dernier, la **banque centrale chinoise a injecté quelque 175 milliards de dollars de liquidités sur le marché** à la suite du coronavirus. Il ne faut pas douter que si la situation empire, elle augmentera ce montant. **Dans la zone euro, la BCE achète environ 20 milliards d'euros d'obligations par mois.** Et elle promet également de continuer à acheter des obligations aussi longtemps que nécessaire pour aligner l'inflation sur son mandat. Cette déclaration ressemble à l'engagement du « *quoi qu'il en coûte* » de Mario Draghi en 2012. Il est donc à prévoir que la BCE assouplirait encore les conditions monétaires si les craintes de déflation devaient resurgir.

#### Taux longs resteront bas mais pourraient remonter légèrement

**Aux États-Unis**, nous avons observé une **baisse continue** du soi-disant « **taux neutre** », qui est le taux d'intérêt à court terme que la FED considère comme normal. Les taux d'intérêt à court terme ayant un impact significatif sur les taux d'intérêt à long terme, il semble peu probable que ces derniers augmentent fortement. C'est d'autant plus le cas que la **FED** a clairement signifié qu'une **hausse des taux d'intérêt cette année était peu probable**. Cependant, cela ne veut pas dire que si la crainte autour du coronavirus venait à diminuer, les taux d'intérêt longs ne pourraient pas augmenter de manière significative, certainement si l'économie mondiale continue de se redresser. En **Europe**, une très forte hausse des taux d'intérêt à long terme semble encore moins probable. Le **taux d'intérêt à court terme**, qui devrait rester longtemps bas, **fait office d'ancrage**. De plus, il y a les **achats d'obligations de la BCE**. Entre la moitié et les trois quarts des 20 milliards d'euros achetés chaque mois sont sous forme de papier d'État. JPMorgan estime que les nouvelles émissions étatiques seront à peine suffisantes pour répondre à la demande supplémentaire de la BCE. Cela fera obstacle à une forte hausse des taux d'intérêt. Néanmoins, une hausse des taux d'intérêt d'environ 0,5% semble tout à fait réaliste.

Au total, compte tenu du risque asymétrique sur les taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique, nous restons **en faveur d'une sous-pondération des obligations**. Par ailleurs, nous **préférons toujours les obligations d'État** car celles-ci, comme cela a été démontré ces dernières semaines, constituent un contrepoids en cas de turbulence sur le marché.

Un tel effet amortisseur n'est pas observé avec les obligations d'entreprises dites à haut rendement par exemple. En outre, nous constatons que le couple « *rendement / risque* » des obligations d'entreprise est moins attrayant que celui des obligations d'État. Nous avons récemment observé une baisse importante de ce que l'on appelle « *l'inflation implicite* » des **obligations indexées sur l'inflation**. Il est donc devenu plus intéressant d'inclure ce type d'obligation dans le portefeuille comme protection contre un choc inflationniste inattendu. Les obligations italiennes, en revanche, ont récemment surperformé. A la suite du non-succès de la Ligue de M. Salvini en Emilie-Romagne, les taux à long terme ont sensiblement baissé. Nous restons d'avis que les obligations italiennes ont encore une place dans un portefeuille, mais ne les surpondérions plus, du moins de manière significative, pour le moment.

#### Actions : meilleures circonstances compensent les valorisations

Nous **maintenons notre pondération neutre** au niveau des actions. Il est indéniable que les valorisations se sont tendues ces derniers mois, rendant les actions **plutôt chères en termes absolus**. Mais cela est, à notre avis, **compensé par** le fait que **l'économie** semble se redresser et que les **résultats publiés** sont nettement meilleurs que prévus. Par ailleurs, en termes relatifs, les actions restent attractives. En raison des faibles taux d'intérêt, la **prime de risque** reste toujours supérieure à la moyenne. Au moment de la rédaction de ce Spotlight, environ 65% des résultats aux États-Unis (S&P500) avaient déjà été publiés, de sorte que nous pouvons déjà tirer des conclusions relativement fiables. Dans l'ensemble, les chiffres publiés sont nettement meilleurs que les – modestes – attentes. Pour broser un tableau correct pour l'Europe (Bloomberg Europe 500), il est encore trop tôt car moins de 30% des résultats sont connus. Ici aussi, nous constatons que les bénéfiques publiés sont supérieurs aux attentes - très faibles -. Dans l'analyse, il ne faut pas perdre de vue qu'au début de l'année dernière, les bénéfiques étaient élevés et que la base de comparaison deviendra plus facile au cours de l'année.

	Etats-Unis		Europe	
	Chiffre d'affaire	Bénéfices	Chiffre d'affaire	Bénéfices
Attendu	2.50%	-5.30%	-0.43%	-11.60%
Réalisé	3.65%	0.35%	-1.95%	-5.40%
Différence	1.15%	5.65%	-1.52%	6.20%

Source : Bloomberg, Orcadia AM

Nous ne changeons pas notre vision sur le plan géographique. Nous **sous-pondérerions les États-Unis** sur la base de leur **valorisation** supérieure à la moyenne et de ses **années de surperformance** par rapport aux autres régions. Nous restons **positifs sur les marchés émergents**. Cependant, cette vision pourrait changer si l'impact du coronavirus commençait à peser plus lourdement sur les plans humain et économique. L'Asie, avec la Chine en tête, devrait pouvoir bénéficier de la **réduction des tensions commerciales et d'une amélioration de l'économie mondiale**. La prime de risque des actions a encore augmenté en raison de la baisse rapide des taux d'intérêt sur les marchés émergents. Et si l'économie mondiale continue de se redresser, l'appréciation de leurs devises, bon marché en perspectives historiques, pourrait se révéler la cerise sur le gâteau.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof

13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg

Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.