

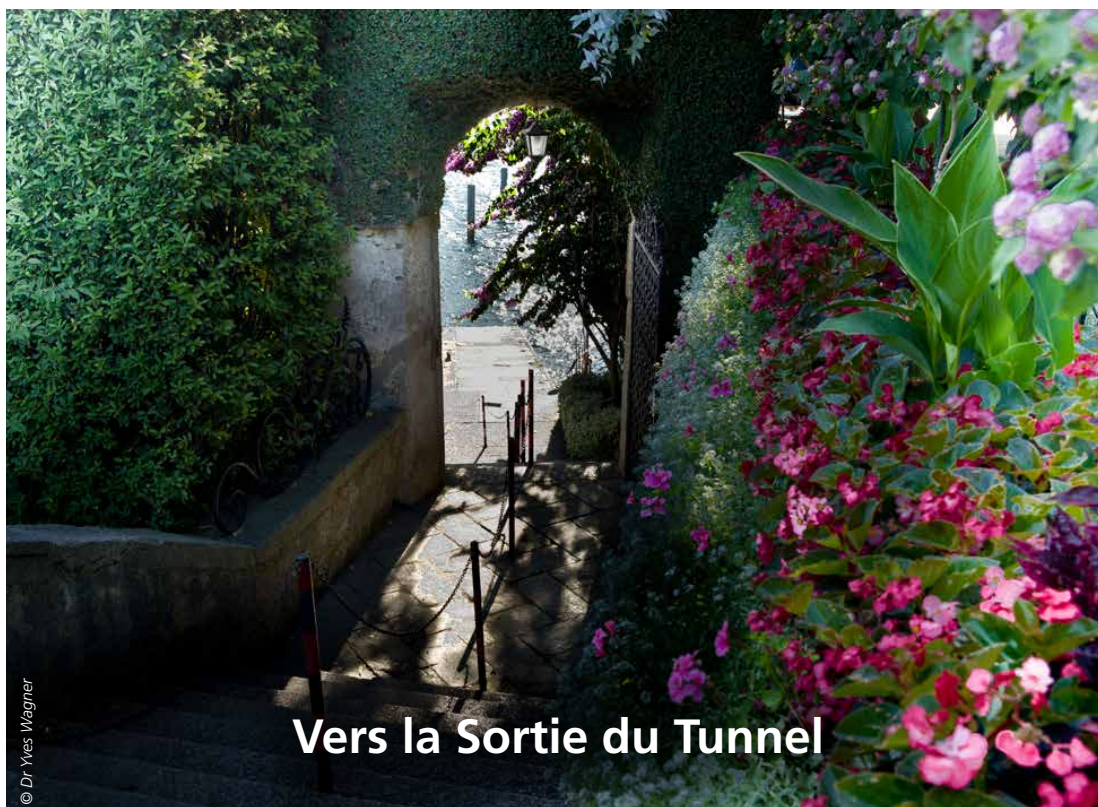
Éditorial : *Vers la Sortie du Tunnel*

Économie : *Le brouillard se dissipe.*

Obligations : *Fondamentaux ou sentiment ?*

Actions : *Qui seront les champions en 2020 ?*

Grand Angle : *D'où vient l'argent ?*



Vers la Sortie du Tunnel

Éditorial

Nous venons de terminer une année économique et financière incroyable. Alors que les fondamentaux économiques se dégradent partout dans le monde, alors que les tensions politiques ne faisaient que s'accroître, les marchés des capitaux, notamment les bourses mondiales, ont enregistré en 2019 des performances exceptionnelles. L'incertitude quant au Brexit, ou les tensions politiques imposées au commerce mondial, de même que la dégradation des fondements économiques n'ont finalement eu que peu d'impact sur les marchés boursiers, alors que, d'un point de vue macroéconomique, les ralentissements ont été sensibles, notamment dans l'industrie manufacturière. Mais ce sont finalement les politiques monétaires, extrêmement expansionnistes, qui ont sauvé les marchés, malgré le marasme économique et les incertitudes politiques.

Nous avons prévu le ralentissement économique global, et avons estimé que la baisse du cycle pourrait continuer jusqu'au deuxième semestre de 2020. Nous maintenons ces prévisions, et continuons à croire que d'un point de vue fondamental, la sortie du tunnel devrait se faire d'ici la fin 2020.

Il est donc possible que les marchés financiers maintiennent une certaine stabilité. À condition que les développements géopolitiques ne viennent pas, à nouveau, perturber un scénario globalement encourageant.

Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management

Le brouillard se dissipe



L'année 2019 s'est avérée difficile pour l'économie mondiale qui a connu son taux de croissance le plus faible depuis la Grande crise financière. Deux facteurs principaux expliquent ce ralentissement : tout d'abord, la Réserve fédérale (Fed) américaine a relevé ses taux d'intérêt directs de manière trop hâtive. Ensuite, la guerre commerciale que les États-Unis et la Chine se sont livrée a joué un rôle déterminant, c'est d'ailleurs généralement la raison la plus invoquée pour expliquer ce ralentissement.

Pour braver ces vents contraires, la Fed a d'abord changé la direction de sa politique et a procédé à trois baisses de taux dans l'année. Du côté du commerce international, 2019 s'est terminée sur une note plus positive, la Chine s'étant engagée à importer davantage de biens produits aux États-Unis.

La Fed n'a pas été la seule banque centrale à avoir diminué ses taux. En effet, les baisses de taux d'intérêt ont constitué un des thèmes prépondérants de l'année écoulée. Un bon nombre de banques centrales, dont la Banque centrale européenne (BCE), et plusieurs pays émergents ont suivi le mouvement.

Pour l'année 2020, la tendance qu'affichent les banques centrales se résume en une attitude qui restera accommodante, même si d'éventuelles réductions se justifieraient par une détérioration accrue de l'économie mondiale. C'est pourquoi la piste de hausse des taux est écartée à l'horizon 2020.

En somme, l'attitude accommodante des banques centrales et l'optimisme accru (certes, pour le moment) sur les questions commerciales annoncent une croissance légèrement meilleure en 2020. Toutefois, l'horizon est loin d'être entièrement dégagé.

Si les tensions commerciales semblent pour le moment s'apaiser, d'autres préoccupations géopolitiques les ont très vite remplacées. En effet, le Moyen-Orient continue d'être au cœur des préoccupations suite aux affrontements entre les États-Unis et l'Iran. Enfin, mentionnons également que 2020 est une année électorale aux États-Unis.

Dans sa course à l'investiture, le Président Trump pourrait avoir recours à des politiques plus ou moins extrêmes. D'ailleurs, les sondages pourraient mener M. Trump à signer un accord au plus vite ou à consolider sa base électorale en rendant la négociation plus rude.

États-Unis : une croissance qui devrait persister.

L'économie américaine a profité de la bonne santé de ses consommateurs qui ont majoritairement contribué à la croissance du pays.

Plusieurs atouts, qui ont fait la force des consommateurs américains, seront encore d'actualité en 2020 : un taux de chômage historiquement faible, une croissance des salaires située constamment au-dessus de 3% pendant toute

l'année et une inflation qui a du mal à passer la barre des 2% alimentent la consommation.

Les investissements et les exportations ont souffert des incertitudes mentionnées plus haut. Pourtant, les progrès réalisés dans le courant du mois de décembre laissent espérer que la confiance pourrait se rétablir plus vite que prévu. Ainsi, les dépenses en capital, qui ont fortement ralenti en 2019, pourraient repartir à la hausse en 2020.

Par ailleurs, notons que les changements de politique monétaire ne deviennent effectifs qu'après plusieurs mois, voire trimestres. C'est pourquoi nous ne pensons pas que les baisses de taux opérées en 2019 ont déjà révélé leurs effets. Ce serait alors en 2020 que les trois baisses de taux auront un véritable impact sur l'économie réelle.

Cette année, la Fed devrait surtout garder ses taux inchangés, tout en assurant que le nécessaire sera fait en cas de détérioration de l'économie. Par ailleurs, il est tout à fait raisonnable de penser que la Fed veuille se montrer plus discrète en cette année électorale. C'est pourquoi, pour réduire davantage les taux, la Fed devrait faire valoir des arguments très solides, sans quoi cette démarche serait interprétée par l'opposition comme un soutien à M. Trump à l'aube de l'élection présidentielle.

Zone euro : l'horizon se dégage.

Comme l'économie mondiale, la zone euro a également passé une année difficile. Le ralentissement économique a été vécu à différents échelons selon le degré d'ouverture des pays.

En plus de la faiblesse économique mondiale, l'Europe a fait les frais des incertitudes liées au Brexit. Néanmoins, une nouvelle positive est tombée en fin d'année à ce sujet également. L'élection de Boris Johnson a été accueillie avec beaucoup d'enthousiasme par les marchés. Si cela a tout d'abord fait taire les interminables rumeurs liées au regret des électeurs britanniques sur le vote du Brexit, cela a surtout évité de retomber dans une nouvelle phase d'imprévisibilité qu'aurait engendrée l'élection de son adversaire Jeremy Corbyn. Par contraste au premier trimestre de l'année 2019 où l'arrivée au pouvoir de M. Johnson était synonyme d'inquiétudes, le Brexit devrait cesser d'occuper le débat public en 2020.

L'Allemagne, par exemple, qui est connue pour être très dépendante de ses exportations, a souffert d'une part des tensions commerciales, et d'autre part des tourments liés au Brexit. Compte tenu des avancées considérables réalisées sur ces deux points en fin d'année 2019, nous pouvons être légèrement plus confiants pour l'économie allemande cette année.

Enfin, la BCE, dont la Présidence est passée de Mario Draghi à Christine Lagarde, s'est aussi montrée plus conciliante en 2019 qu'en 2018. L'institution est passée d'un récit de « normalisation » de la politique monétaire en début d'année à une relance du Quantitative easing accompagnée d'une nouvelle baisse du taux de dépôt qui est actuellement à -0,5%.

Chine : avancer coûte que coûte.

La Chine a été directement ciblée par les États-Unis dans le cadre de la guerre tarifaire, mais cela n'était pas la seule raison du ralentissement de son économie. Avant 2019, le pays avait entrepris une vaste politique de désendettement notamment sur le plan des entreprises publiques. Cependant, les vents contraires ont vite démontré la limite de cette politique.

La presse financière a été très alarmiste sur le taux de croissance de la Chine en 2019, qui était, selon ses termes, « le taux de croissance le plus faible depuis 1990 ». Or, sa croissance est estimée à 6,1%, ce qui est toutefois plus élevé que ce qu'on observe au sein des pays développés.

Bien que le taux de croissance semble satisfaisant, les entreprises chinoises ont touché un niveau de défaut record en 2019 (134 milliards de yuan, soit 19,2 milliards de dollars), après avoir déjà atteint un record en 2018 avec 122 milliards de yuan.

Le ralentissement frappe tous les secteurs de l'économie: la production industrielle, la production manufacturière, les ventes au détail et les exportations. Tous ces indicateurs se sont considérablement détériorés en 2019, et compte tenu de la structure de l'économie chinoise (tournée vers la production industrielle et le commerce), leur amélioration dépend surtout des progrès qui seront potentiellement réalisés en matière de négociations commerciales.

En définitive, l'année 2019 avait mal commencé : les politiques monétaires étaient moins accommodantes et les tensions commerciales pesaient sur la confiance. Toutefois, les banques centrales ont assuré un certain soutien à l'économie en baissant les taux et en reprenant l'expansion de leurs bilans. En dépit de ces débuts difficiles, l'année s'est terminée sur une note résolument optimiste, notamment avec la promesse d'un accord de première phase entre la Chine et les États-Unis, et l'élection de Boris Johnson en Grande-Bretagne, qui fait revivre l'espoir d'une résolution du Brexit. Cela étant, l'escalade des tensions armées au Moyen-Orient constitue un sujet qui retient aussi notre attention, et que nous ne manquerons pas de suivre de près.

Aykut EFE
Économiste

Fondamentaux ou sentiment ?

Comme pour les marchés actions, les marchés obligataires sont plutôt guidés par les éléments abstraits que par les éléments concrets. Les avancées encourageantes, bien que peu transparentes, sur l'éternel conflit commercial sino-américain et sur le Brexit ont réduit l'appétit pour les actifs appréciés pour leur qualité en faveur des actifs risqués.

Dans ce contexte « risk on », les rendements obligataires des souverains européens se sont redressés de manière remarquable sur la fin de l'année aussi bien sur la partie courte que sur la partie longue de la courbe. En effet, la hausse des rendements des emprunts privés à courte échéance s'explique par l'instauration du système de paliers (« tiering ») pour les réserves excédentaires déposées par les banques auprès de la Banque centrale européenne (BCE). En ce qui concerne la partie longue, l'écartement de la prime de terme, induite par la baisse des risques commerciaux et politiques, est la conséquence logique d'une baisse de la demande à l'égard des actifs réputés pour leur statut de valeur refuge au bénéfice d'actifs plus risqués comme les actions.

Cependant, l'inflation, en baisse depuis le pic d'octobre 2018, reste loin de l'objectif de la BCE, et les prévisions en la matière sur les deux prochaines années ne pointent pas au-delà d'un taux de 1,3%. Dans la même idée, les prévisions de

croissance économique en Europe ne sont pas non plus très encourageantes.

Par conséquent, bien qu'à court terme les rendements puissent encore être tirés à la hausse, en 2020, la BCE n'aura pas d'autre choix que de poursuivre une politique monétaire ultra-accommodante, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les taux.

Crédit européen : le programme d'achats d'actifs de la BCE soutient le crédit.

Ces trois derniers mois, le marché du crédit a connu une performance légèrement négative malgré des primes de risque en contraction. En effet, la remontée des taux souverains a entraîné les taux du crédit dans son sillage, impliquant une performance négative. En d'autres termes, le regain d'appétit pour le risque a pénalisé la classe obligataire mais a permis à la dette privée de se montrer plus résiliente.

Dans le contexte que l'on connaît, les émissions se sont montrées particulièrement fortes aux mois d'octobre et de novembre, ce qui n'a pas empêché le crédit européen d'attiser la convoitise des investisseurs. La raison principale à cela réside dans le programme d'achats d'actifs de la BCE.

ÉVOLUTION DU RENDEMENT DU TAUX ALLEMAND À 10 ANS VS EUROSTOXX 50



Malgré des montants mensuels moins conséquents que les investisseurs ne l'anticipaient, le caractère cumulatif et à durée indéterminée du programme rend pérenne la demande créée par l'institution. D'autant plus que cela s'accompagne des réinvestissements liés au précédent programme. La Banque centrale est donc, selon nous, non seulement porteuse de performance accrue sur le marché du crédit mais aussi d'une volatilité plus contenue à travers un positionnement unidirectionnel et un caractère « buy & hold ».

Dans le même temps, et comme nous le soulignons depuis plusieurs mois, les taux bas sur la dette souveraine poussent de nombreux investisseurs vers des actifs plus risqués dans le but d'atteindre leurs cibles de rendements, ce qui est favorable au crédit.

Cependant, certains risques se font plus présents. Parmi eux, la proportion de la dette notée BBB par rapport à la dette BB se situe à un niveau historiquement élevé. En somme, cela signifie que si l'économie se détériore, nous devrions faire face à un haut risque de migration de la dette de type « Investment Grade » au type « High Yield », impliquant alors potentiellement des difficultés de liquidités sur un créneau où la demande des investisseurs est plus restreinte.

Dès lors, les risques politiques et l'incertitude économique viennent contrebalancer le soutien de la BCE, et nous incitent à être vigilants sur la classe d'actifs. Nous pensons que la dette privée demeure attrayante sous certaines conditions : bilan solide, éligibilité au programme de rachats et faible

cyclicité. En définitive, ces trois points nous permettent d'aller chercher un rendement plus élevé que la dette souveraine tout en prenant des précautions à l'égard de l'aspect soutenable de la demande, une notation moins encline à migrer et des profits peu volatiles.

Les souverains américains inspirent la neutralité

Aux États-Unis, les moteurs de la demande intérieure continuent de ralentir, les dépenses d'investissement étant plus fortement touchées que la consommation privée. En outre, les indicateurs de confiance des consommateurs envoient, certes, des signaux mitigés, mais font état dans l'ensemble d'une détérioration. La croissance fatiguée des salaires constitue également un signe avant-coureur supplémentaire d'un recul de la consommation.

La jauge d'inflation préférée de la Fed reste aux alentours des 1,6%, loin de l'objectif fixé par la Banque centrale américaine. Ainsi, lors de ses dernières apparitions publiques, son Président Jerome Powell a exprimé le souhait de laisser l'inflation courir au-delà des 2%, et cela pour une certaine période, avant de relancer le pays dans une politique monétaire restrictive. Ceci étant dit, en cas de détérioration des fondamentaux, les taux directeurs américains seront diminués en-deçà de leur niveau actuel. L'institution financière a œuvré pour permettre au marché monétaire de se stabiliser : le ton de son discours se veut accommodant et elle a mis en place un programme de rachat des bons du Trésor au moins jusqu'au second trimestre 2020 afin de mettre à disposition plus de liquidités sur les

SPREAD D'OBLIGATION CORPORATE BBB VERSUS OBLIGATION D'ÉTAT AAA



marchés. Tous ces éléments renforcent notre sentiment positif sur la partie courte de la courbe des taux américains où l'on ne voit pas de hausse à court ou moyen terme, mais une plus grande probabilité de baisse.

Pour la partie longue, les bons du Trésor paraissent coûteux. En effet, l'obligation d'échéance à 10 ans fait souvent office de valeur refuge vers laquelle se tournent les investisseurs en quête de sécurité dans le contexte actuel incertain que connaissent les marchés. Certes, Américains et Chinois ont récemment annoncé qu'ils se sont entendus sur la phase 1 d'un accord commercial. Toutefois, nous restons prudents pour l'avenir.

En guise de conclusion, nous dirons que l'année 2020 risque d'être volatile pour la partie longue des taux américains en raison des doutes qui demeurent à l'égard de la croissance globale, de l'inflation, des échanges commerciaux ainsi que des élections présidentielles américaines. Tous ces éléments nous inspirent une vue neutre de cette portion de la courbe.

Le crédit américain : vigilance relative sur un segment convoité

L'environnement actuel du marché du crédit reste propice : il se caractérise par la stabilité des signes macroéconomiques américains, la réactivité des banques centrales et une offre nette négative, en dépit des valorisations élevées.

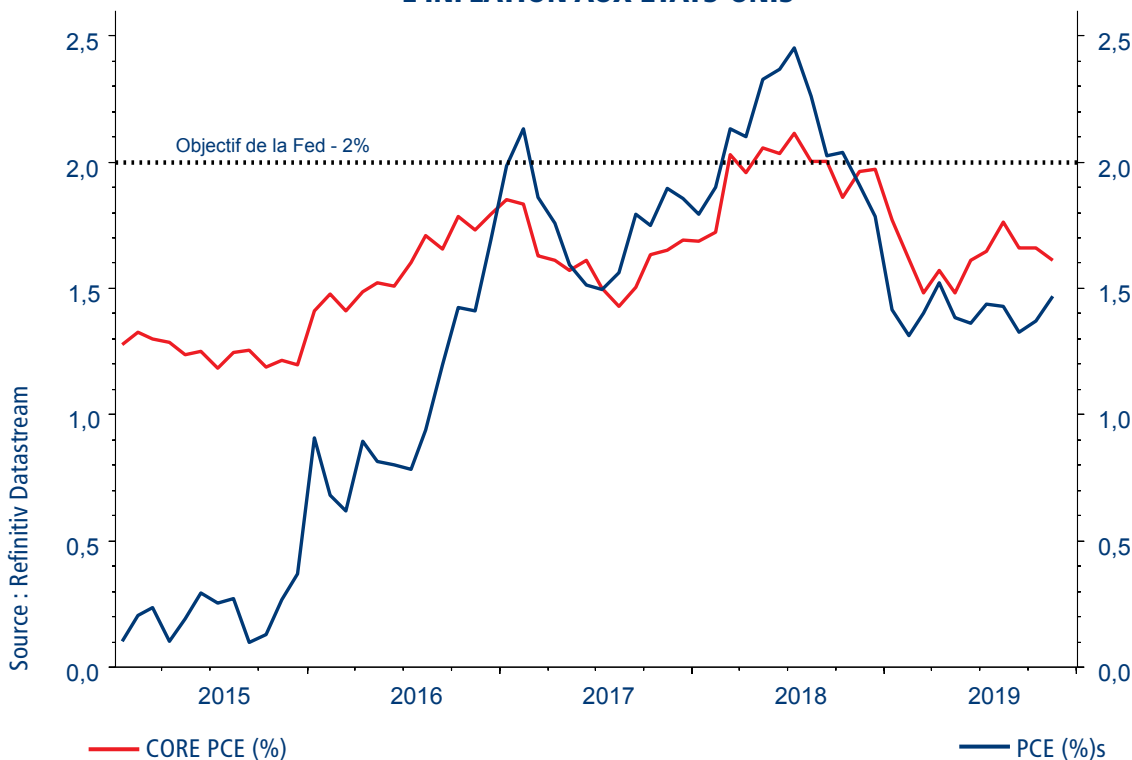
En effet, les banques centrales pratiquent des politiques monétaires accommodantes qui soutiennent le marché du crédit dans l'ensemble. Un tel contexte nous donne à penser qu'il est amené à conserver sa stabilité et qu'il est susceptible de présenter des opportunités. D'ailleurs, la demande à l'égard du crédit américain est soutenue et le marché a bien absorbé les nouvelles émissions.

Pour 2020, les défis que pose la croissance sont particulièrement pertinents pour les marchés du crédit car les bilans des entreprises restent le maillon faible de ce cycle. L'analyse des fondamentaux indique un effet de levier en hausse alors que la croissance de l'EBITDA ralentit. Cet état de fait indique que l'endettement qui s'accélère pourrait résulter d'un ralentissement de la croissance des bénéfices des entreprises Investment grade américaines. Par conséquent, l'heure est à la prudence mais sans excès. Nous sommes d'avis qu'il convient de maintenir un positionnement sur le crédit pour exploiter les opportunités qui se présentent tout en faisant preuve de sélectivité. En effet, dans un cadre où l'appétit est élevé, les marchés pourraient faire preuve d'une certaine complaisance.

En définitive, nous envisageons ces éléments avec un certain optimisme. Toutefois, nous préférons maintenir une attitude prudente à l'égard du risque de crédit en favorisant un positionnement de risque relativement modéré par le biais d'une sélection de qualité.

Équipe Fixed Income

L'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS



Qui seront les champions en 2020 ?

En 2019, les marchés actions ont vécu une année très particulière : la volatilité ne les a quasiment pas frappés et leurs performances se sont affichées à des niveaux record. En somme, ce fut une année fantastique. Cela étant, au-delà des apparences, beaucoup de choses se sont passées. Pour en comprendre les tenants et les aboutissants et pouvoir nous projeter dans l'année nouvelle, prêtons-nous au jeu et imaginons que nous sommes le 30 décembre 2018. Il est 20h00. La finale de Questions pour le champion des investisseurs, un jeu télévisé pour Monsieur et Madame tout le monde, est sur le point de commencer. L'audimat est au plus haut : c'est le grand soir, celui où vont s'affronter les finalistes de la compétition : Marie et Louis. La finance n'est pas leur métier mais ils s'y intéressent de près. En quoi le jeu consiste-t-il ? Trois questions sont posées, les mêmes pour chacun. Marie et Louis vont devoir établir des prévisions pour 2019. Une fois l'année écoulée, le champion qui aura brossé le tableau le plus exact remportera la finale. La première question concerne la macroéconomie, la seconde, les matières premières et la dernière, la plus cruciale, porte sur les marchés actions. Alors que le présentateur énonce les trois questions, la vigilance est à son comble.

QUESTION 1

Macroéconomie

Pensez-vous qu'une récession d'envergure internationale aura lieu en 2019 ? Pour répondre à cette question, considérez que, lors de cette même année :

- une procédure de destitution est lancée à l'encontre du Président des États-Unis ;
- la Chine est frappée par le plus grand phénomène de faillite bancaire que le pays ait jamais connu ;
- le commerce international chute à son niveau plancher de la décennie en raison de la flambée des tarifs douaniers ;
- l'agitation sociale règne au Chili, en France, en Turquie, en Espagne, à Hong-Kong, au Liban et dans un grand nombre d'autres pays.

QUESTION 2

Matières premières

Si le cours du pétrole augmente de plus de 35%, le secteur de l'Énergie remportera-t-il la palme de la meilleure performance au sein de l'indice S&P500 en 2019 ?

QUESTION 3

Marchés actions

En matière d'investissement, quel segment choisissez-vous : liquidités ou marchés actions ? Pour répondre à cette question, considérez que, lors de cette même année :

- la croissance des revenus est légèrement négative ;
- la dette des entreprises augmente à un rythme vertigineux ;
- les deux plus grands acteurs de l'indice Dow Jones Industriels, Boeing et Apple, subissent une contraction de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices ;
- la dette combinée de ces deux entreprises s'est accrue de 35 milliards de dollars.



Louis se rue sur son ordinateur pour y consigner ses réponses, confiant dans sa logique et son raisonnement. À la première question, il répond OUI sans sourciller. Il est certain qu'une récession aura lieu à l'échelle mondiale. À la seconde, il nomme le secteur de l'Énergie grand gagnant de la meilleure performance. À la dernière question, il affiche un OUI franc: l'argent est le nerf de la guerre, inutile de s'aventurer sur les marchés actions si les bénéfices sont en zone de turbulences.

Marie, elle, marque un temps d'arrêt. Elle reconnaît que ces questions sont délicates, alors elle décide de demander l'avis du public, qui n'est malheureusement autorisé qu'à prononcer 3 mots. Les voix qui s'élèvent dans l'assistance arrivent aux oreilles de Marie, qui entend : "Soutien des banques centrales !". D'abord étonnée, Marie ne comprend pas vraiment ce que le public veut dire. En effet, quel rôle les banques centrales pourraient-elles bien jouer dans un tel contexte ? Elles devraient être indépendantes, focalisées sur la gestion de l'inflation et du chômage, en quoi pourraient-elles donc avoir un lien avec les matières premières et les marchés financiers ? C'est alors qu'elle prend la décision de s'en remettre à son intuition. À la première question, elle répond NON: à ses yeux, l'argent bon marché permettra de sortir de l'ornière d'une façon ou d'une autre. À la deuxième question, elle répond que le secteur de l'Énergie finira en queue de peloton, que les données relatives aux flux de trésorerie ou à la croissance ne sont pas des indicateurs de liquidités mais qu'ils sont bel et bien des arguments que les médias utilisent à foison. À la dernière question, Marie répond qu'elle choisira d'investir pleinement dans les marchés actions, le soutien des banques centrales étant synonyme d'apport infini de liquidités, de taux d'intérêts bas et de chasse aux rendements de la part des investisseurs. Dès lors, elle marque sa préférence à l'égard d'actifs plus risqués, indépendamment des valorisations et des fondamentaux.

Facile de deviner qui est le lauréat. Les marchés actions ont vécu une année 2019 sensationnelle ! La récession profonde et généralisée n'a pas eu lieu même si les facteurs économiques fondamentaux se sont affaiblis, et le secteur de l'Énergie a enregistré les moins bonnes performances. L'année écoulée s'est avérée particulièrement compliquée pour les investisseurs au comportement rationnel et froid: des revenus en berne et une économie globale en panne de dynamisme sont en principe à l'origine d'une rupture dans la progression des principaux indices boursiers.

Or, ça n'a pas du tout été le cas. Le soutien inconditionnel des banques centrales, non seulement du point de vue de l'injection de liquidités mais également en matière d'orientation et de gestion des attentes, a donné lieu à l'une des meilleures performances depuis des décennies. Les indices MSCI World, S&P500 et EuroStoxx sont tous

parvenus à engranger environ 30%, tandis que le Nasdaq et l'indice des semi-conducteurs se sont adjugé 40% et 60% respectivement.

Quelle est la leçon que nous, investisseurs, devons tirer de l'expérience que 2019 nous a enseignée en matière de performances des marchés actions ? Et bien probablement que parfois, la liquidité, les flux commerciaux et l'état d'esprit des investisseurs sont des éléments bien plus déterminants que les fondamentaux, les revenus ou encore les analyses macroéconomiques. En réalité, investir n'implique pas seulement un comportement rationnel : les sciences humaines et la psychologie comptent pour beaucoup dans la démarche, puisqu'il est essentiel de pouvoir deviner et anticiper les orientations, les choix et les comportements des différents acteurs des marchés. Ce qui nous amène à l'ultime question de notre émission télévisée imaginaire...

Qu'attendre de 2020 ?

Nous pensons que les investisseurs doivent prendre conscience du fait que les marchés vont probablement persister dans leur comportement surprenant. Plusieurs facteurs pourraient indiquer qu'une correction aura lieu, notamment les valorisations élevées, la faible croissance des bénéfices et l'endettement moyen en hausse. Aussi, la réglementation en cours d'élaboration pourrait rendre la vie dure à plusieurs entreprises dont la position est quasi monopolistique comme Amazon, Apple, Facebook et Google, et dont les revenus représentent une part considérable des principaux indices.

Par ailleurs, la récession industrielle pourrait aspirer le reste de l'économie et faire fléchir la croissance mondiale. Les compagnies pétrolières procéderont encore probablement à une réduction de leurs dépenses en capital. Boeing, entreprise américaine qui emploie directement ou indirectement presque 400.000 personnes, réduira certainement ses cadences de production. Ce faisant, elle s'inscrira dans le sillage d'autres entreprises dont les orientations sont particulièrement empreintes d'austérité, à l'image de Fedex, BASF ou Microchip, pour ne citer qu'elles. Si tel est le cas, le secteur des services aussi pourrait être à risque sur le plan des emplois, et une telle situation déclencherait une baisse des dépenses et une croissance plus faible.

Toutefois, il y a de quoi retrouver son optimisme lorsqu'on pense au soutien des banques centrales, qui encouragent ouvertement l'approche basée sur la prise de risques. N'oublions pas non plus que 2020 est une année d'élections présidentielles aux États-Unis, ce qui en principe implique davantage de dépenses de la part du gouvernement et des politiques économiques procycliques.

Nos choix d'investissement en 2020

Nous privilégions l'approche qui consiste à rester presque totalement investi tout en conservant quelques liquidités pour tirer profit d'une correction éventuelle des marchés et diminuer la volatilité. Nous ne pouvons pas totalement exclure que les marchés s'enflamment, portés par l'euphorie et l'avidité, mais les gains récemment perçus ne sont que trop peu liés aux fondamentaux et la volatilité a disparu depuis trop longtemps. En outre, deux éléments nous poussent à faire preuve de prudence. Tout d'abord, les rachats d'actions propres sont en passe de devenir un outil de soutien des marchés moins efficace qu'il ne l'a été, étant donné que les entreprises ont moins de liquidités disponibles et que les indices se situent à des niveaux plus élevés. Ensuite, le rendement à la portée des investisseurs en actions par le biais des dividendes se situe désormais en-deçà du rendement qu'ils peuvent percevoir en investissant dans des actifs non risqués (1,8% de rendement du dividende pour le S&P500 contre 1,9% de rendement obligataire sur un bon du trésor américain à 10 ans, à compter du 31 décembre).

Dans un tel contexte, faire le bon choix en matière d'exposition sectorielle sera plus crucial que jamais. En raison des conditions macroéconomiques aléatoires, nous démarrons l'année avec une exposition limitée aux secteurs fortement cycliques comme l'Énergie et les Matériaux. En revanche, nous nous concentrons sur des secteurs plus diversifiés et résilients tels que les Services de Communication et l'Immobilier : le premier est particulier dans la mesure où il mêle un caractère défensif (à l'image des entreprises de télécom) et des éléments de croissance séculaire (les médias et les entreprises Internet). Ce qui nous plaît dans le secteur de l'Immobilier, c'est principalement qu'il bénéficie des taux d'intérêts bas puisque les entreprises utilisent la dette pour acheter des propriétés. Sans compter que le loyer qu'elles perçoivent semble nettement plus intéressant que les rendements en bourse que génèrent les investissements alternatifs.

Il ne fait aucun doute que les valorisations joueront un rôle essentiel en 2020. C'est pour cette raison que nous optons pour un positionnement neutre à l'égard de secteurs solides mais chers tels que les Biens de Consommation discrétionnaires, les Biens de Consommation de base, le secteur Informatique ou encore le secteur Industriel. La plupart des entreprises de ces secteurs sont bien gérées, jouissent des tendances de croissance séculaire et font valoir des avantages concurrentiels solides. En revanche, leurs valorisations sont trop élevées, et nous ne distinguons aucun potentiel d'amélioration qui nous permette d'opter pour une exposition plus renforcée. Il en va de même pour le secteur des Services publics, dont nous limitons considérablement le poids.

Le secteur qui, à nos yeux, répond à toutes les attentes en matière de valorisations raisonnables, de perspectives de croissance et de régulation est le secteur de la Santé. Ces deux dernières années, nous avons préféré éviter une exposition à ce secteur en raison des craintes que génèrent les politiques interventionnistes aux États-Unis, lesquelles pourraient contraindre à baisser les prix ou à revoir la structure du marché. Désormais, nous pensons que ces risques sont moins présents qu'ils n'ont pu l'être, étant donné que l'élection de Madame Warren à la Présidence est assez peu envisageable (elle est la plus fervente partisane d'un nouveau cadre réglementaire pour le secteur) et Donald Trump semble avoir d'autres priorités. Quoiqu'il en soit, la plupart des entreprises du secteur sont protégées par leurs brevets qui leur assurent des rentrées constantes de liquidités. Les niveaux de dette sont en-dessous de la moyenne et les valorisations sont aussi assez convaincantes.

En guise de conclusion, nous pensons que l'investisseur champion de 2020 aura une approche pragmatique, conservera une certaine exposition tout en ayant conscience de l'importance des valorisations, au moins sur le long terme. Les liquidités permettent de conserver une certaine souplesse tandis que des rendements additionnels sont susceptibles d'être engrangés lorsque l'allocation sectorielle est définie avec sagesse. Cela implique qu'elle tienne compte de l'état général de l'économie tout autant que des particularités de chacun des secteurs.

Nous renouvelons notre soutien pour l'année 2020 et restons entièrement disponibles pour répondre à vos Questions pour le champion des investisseurs!

Équipe Actions

D'où vient l'argent ?

Lors de la réunion de la Banque centrale européenne (BCE) de septembre, le Conseil des gouverneurs a pris la décision de réinstaurer son programme d'achats d'actifs à un rythme de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre 2019. De son côté, la Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé qu'elle allait procéder, pour des raisons techniques, à un programme d'injection de liquidités pour le secteur bancaire à hauteur de 60 milliards de dollars par mois. Cela ne fait plus aucun doute : les institutions monétaires, dans le chef des banques centrales, ont partout sorti leur planche à billets pour frapper la monnaie. Mais en fait, qu'est-ce que la monnaie ? D'où vient-elle ? Les banques centrales sont-elles celles qui décident du montant autorisé à être en circulation ?

Penchons-nous sur la question et commençons par définir ce qu'est la monnaie.

La monnaie est supposée remplir trois fonctions principales : faciliter les transactions en permettant l'échange de biens ou de services, préserver de la valeur et servir d'unité de compte pour le calcul économique. De nos jours, la monnaie se présente principalement sous deux formes : la monnaie fiduciaire (sous la forme de billets et de pièces), ou sous forme scripturale (en d'autres termes, sous la forme d'écritures informatiques sur les comptes courants). En octobre 2019, on comptait environ 1 259 milliards de billets et de pièces de monnaie en circulation. En ajoutant les comptes courants, on atteint les 8 883 milliards.

Les bases étant définies, il est intéressant de nous questionner sur notre façon de l'appréhender : pourquoi la monnaie a-t-elle de la valeur pour nous ?

Qu'elle soit sous la forme fiduciaire ou scripturale, la monnaie n'a que peu de valeur intrinsèque dans l'immédiat. En effet, le billet de 5€ n'est qu'un fragment de papier et sous sa forme électronique, il n'est qu'une entrée comptable dans un système informatisé. Les pièces, quant à elles, ne valent qu'une fraction du montant dont elles portent l'inscription dans la majorité des cas.

Cela étant, qu'est-ce qui donne de la valeur à cette monnaie ? Pour quelles raisons apprécions-nous de recevoir des morceaux de papiers dans notre portefeuille ou une écriture comptable en guise de salaire ?

La réponse est simple : ce qui donne de la valeur à cette monnaie, c'est la confiance que nous avons dans notre capacité à échanger cette monnaie contre un bien ou un service quand bon nous semble. Preuve en est que, lorsqu'une économie connaît une baisse de confiance dans sa devise, celle-ci perd toute sa valeur et les investisseurs cherchent des moyens plus sûrs comme l'or ou l'argent pour la remplacer. Par ailleurs, comme toute autre chose, la monnaie tire une partie de sa valeur dans sa rareté par rapport à son utilité. En effet, les biens ou services ont plus ou moins de valeur en fonction de la quantité que les individus désirent.

En réalité, la quantité de monnaie en circulation dépend de plusieurs facteurs, et parmi eux figurent le volume total de transactions dans une économie, les habitudes de paiement des entreprises, le montant de monnaie que les individus ou les sociétés souhaitent garder pour l'avenir, etc. Contrôler la quantité de monnaie est essentiel pour conserver cette valeur. En définitive, la valeur réelle de la monnaie peut se résumer comme suit : « Que puis-je acheter avec la quantité dont je dispose ? ». Ainsi, sa valeur varie de manière inverse au niveau général des prix.

Figure 1

1^{ère} année de production

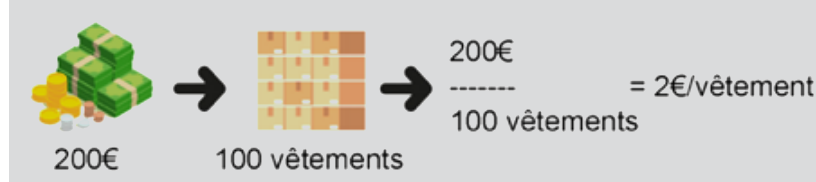


Pour mieux comprendre, imaginons qu'un nouveau pays voie le jour au sein de la zone euro et qu'il ne produise que des vêtements. La première année, le pays produit 100 vêtements. Son système monétaire contient 100€. Comme il y a environ 100€ pour 100 vêtements, nous pouvons estimer qu'un vêtement coûtera 1€.

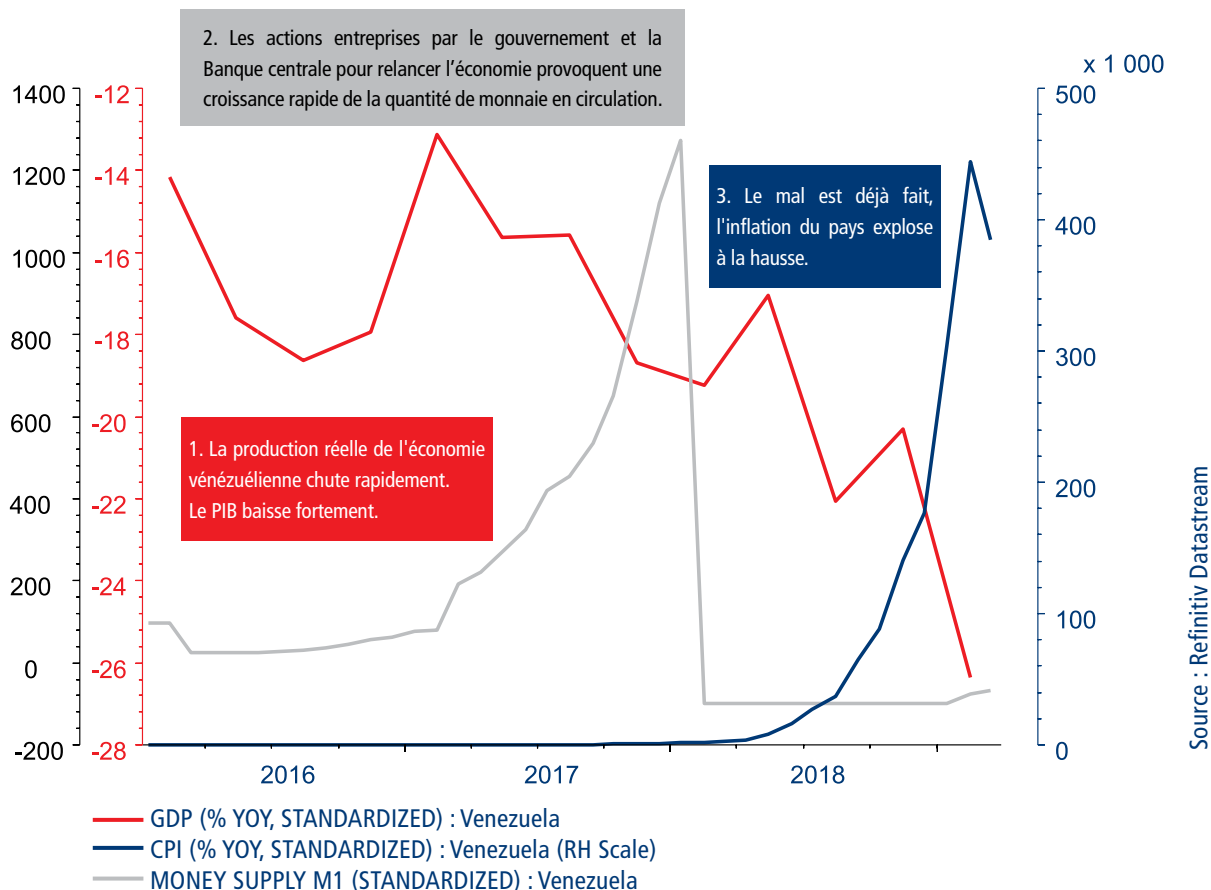
Maintenant, imaginons qu'une deuxième année passe et que le pays augmente la quantité de monnaie au sein de son système et se retrouve désormais avec 200€ alors que sa production n'a pas changé et reste à 100 vêtements. On se retrouve donc avec une somme de 200€ dans l'économie pour la même quantité de biens que dans l'exemple précédent, c'est-à-dire, 100 vêtements. Par conséquent, le prix par vêtement passe à 2€.

Figure 2

2^{ème} année de production



Cela se produit car il y a plus d'argent à dépenser que de biens à acquérir. Cette situation peut être dommageable pour l'économie du pays car l'inflation devient alors hors de contrôle. C'est, entre autres, ce qui s'est passé au Venezuela. En somme, la quantité de la monnaie en circulation est un facteur déterminant pour maintenir à la fois sa valeur et la stabilité des prix.



Dans ce contexte, quelle est l'entité qui détermine la quantité de monnaie nécessaire ? Qui crée la monnaie ?

Les origines de notre système actuel remonteraient aux années 1650 en Angleterre, à l'époque où les orfèvres offraient une capacité de stockage en échange d'une commission. Ainsi, les personnes qui venaient déposer leurs pièces d'or recevaient en échange un billet à ordre reprenant le montant déposé. Elles revenaient ainsi avec leur billet à ordre pour récupérer leurs pièces ou payer le vendeur qui, lui aussi, par la suite, allait déposer son or chez le même orfèvre. C'est alors que les individus se sont rendu compte qu'il était plus facile d'échanger les billets. Par la suite, les orfèvres ont commencé à prêter les dépôts étant donné que la majorité n'était pas retirée et restait stockée. Dès lors, plus de billet à ordres ont été conçus. C'est ainsi que la monnaie a vu le jour, à travers le crédit.

Pendant longtemps, on a pensé que le troc était le moyen principal d'effectuer des transactions à l'époque mais en réalité, divers anthropologues ont souligné que l'économie de troc n'a jamais été observée alors même que plusieurs chercheurs se sont rendus dans différentes régions du globe*. Les premières traces de crédit effectué remontent à

3500 ans avant JC dans la région de Sumer en Mésopotamie, où l'on pense que les habitants souscrivaient à des prêts pour des besoins agricoles.

De nos jours, les banques commerciales créent de la nouvelle monnaie à chaque fois qu'un crédit est souscrit, et celle-ci est détruite à chaque fois qu'un prêt est remboursé. Afin de mieux comprendre, illustrons par un exemple les différentes étapes impliquées dans ce processus. Pour cela, utilisons un outil basique, le compte schématique, qui permet de représenter de manière simplifiée les opérations qui ont lieu dans un bilan comptable. Tout changement sur la partie d'un actif d'un bilan, c'est-à-dire tout ce qu'une entreprise possède, est porté au côté gauche sur le schéma tandis qu'un changement de passif, c'est-à-dire tous ce qu'une entreprise doit, est porté du côté droit. Tout le processus est simplifié afin de comprendre le concept.

1. Lorsque qu'une personne dépose 100€ sur son compte bancaire, la banque inscrit les 100€ sur le compte de la personne. Pour la banque, cette somme est à porter à son passif, car c'est ce qu'elle doit au client.

2. L'argent reçu se retrouve alors dans les actifs de la banque sur le plan de la trésorerie car c'est de l'argent que la banque possède désormais.

Bilan de la banque

Actif		Passif	
Trésorerie	-€	Dépôt	100€

Bilan de la banque

Actif		Passif	
Trésorerie	100€	Dépôt	100€

Lorsqu'un client souscrit un prêt auprès d'une banque, cette dernière crée de la monnaie ex-nihilo dans le système.

1. Le client s'adresse à sa banque pour demander un prêt de 1000€.

La banque accepte et crédite son compte bancaire de 1000€. Désormais, le client possède 1100€ sur son compte.

Bilan de la banque

Actif		Passif	
Trésorerie	100€	Dépôt	1.100€

2. La banque porte le prêt à ses actifs car il représente un actif que la banque possède.

Bilan de la banque

Actif		Passif	
Trésorerie	100€	Dépôt	1.100€
Emprunt	1.000€		

À présent, imaginons que le client retire 500€ de son compte.

1. Le client retire 500€ au distributeur de billets. Son compte est débité. Il se retrouve alors avec un dépôt de 600€.

Bilan de la banque			
Actif		Passif	
Trésorerie	100€	Dépôt	600€
Emprunt	1.000€		

2. La banque ne possédant que 100€ de trésorerie, elle se retrouve face à deux choix : soit elle prélève directement dans les réserves qu'elle détient auprès de la Banque centrale soit elle emprunte de l'argent auprès de cette dernière ou auprès d'un autre établissement bancaire. Pour les besoins de notre exemple, imaginons qu'elle s'endette auprès de la Banque centrale à hauteur de 500€. Une nouvelle entrée est portée à son passif.

Bilan de la banque			
Actif		Passif	
Trésorerie	100€	Dépôt	600€
Emprunt	1.000€	Dette envers banque centrale	500€

3. La Banque centrale verse les 500€ à notre banque. Cette somme est portée à sa trésorerie.

Bilan de la banque			
Actif		Passif	
Trésorerie	600€	Dépôt	600€
Emprunt	1.000€	Dette envers banque centrale	500€

4. La banque retire ces 500€ de sa trésorerie, elle commande des billets à la Banque centrale. Cette dernière imprime les billets. Enfin, le client reçoit son argent.

Bilan de la banque			
Actif		Passif	
Trésorerie	100€	Dépôt	600€
Emprunt	1.000€	Dette envers banque centrale	500€

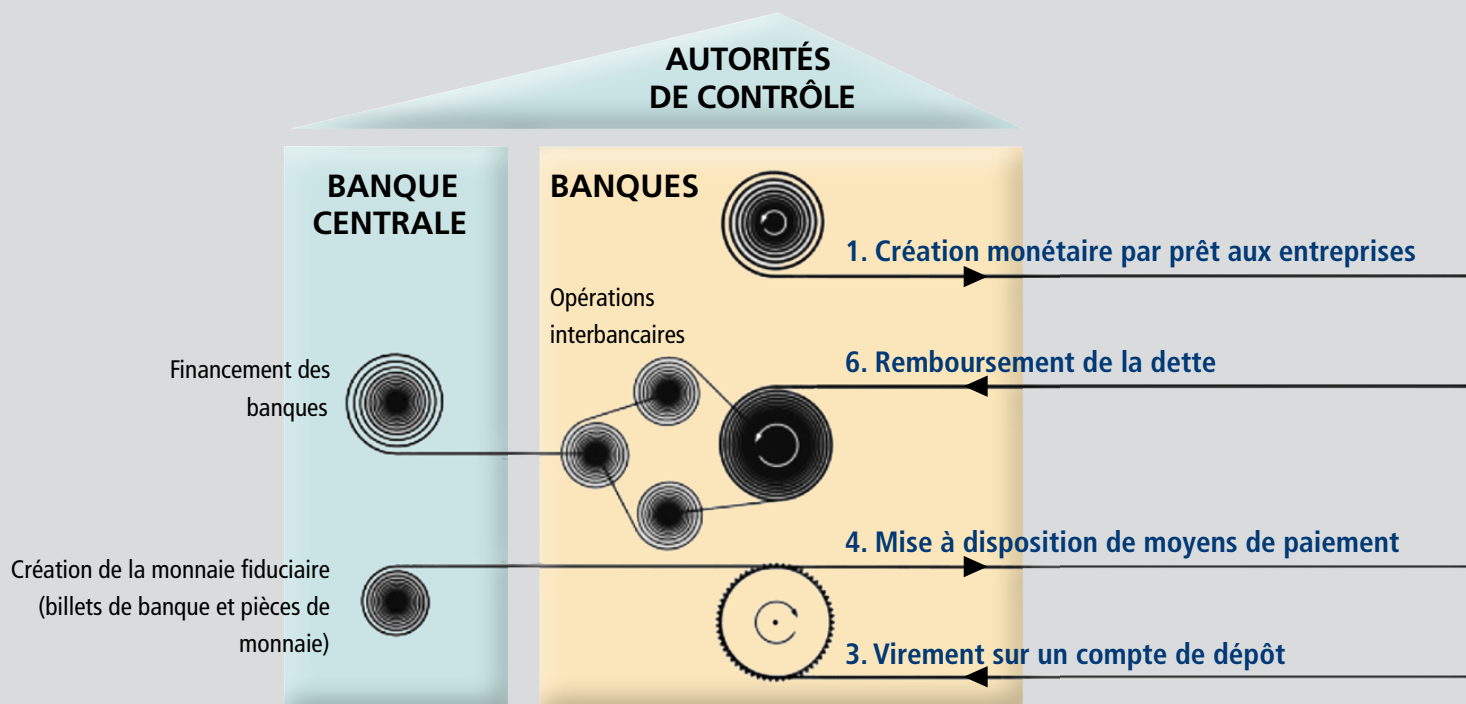
Il existe deux principales idées reçues quant au mode de fonctionnement des banques. La première est que les banques prêtent l'argent des dépôts de ses clients. Comme nous pouvons le constater, ce n'est pas le cas. En effet, lorsqu'un client emprunte de l'argent, les banques créent aussi ces dépôts et créditent le compte de dépôt du client du montant emprunté. Deuxième idée reçue, les banques centrales déterminent la quantité de prêts que les banques commerciales peuvent créer en contrôlant la quantité de réserves dont elles disposent. Ceci aussi est incorrect : citons les exemples de l'Angleterre, du Canada, de la Suède et de la Nouvelle-Zélande qui n'imposent aucun montant de réserve obligatoire. Les banques commerciales prêtent d'abord, et par la suite cherchent des réserves qui servent principalement aux transactions interbancaires.

En définitive, les banques ne sont pas contraintes par les réserves requises mais principalement par le capital et la réglementation qui les oblige à conserver un certain montant de capital par rapport à leurs actifs risqués.

Pour résumer, c'est à travers le crédit que les banques créent la monnaie. Elles génèrent de la monnaie ex-nihilo à travers une écriture comptable. Ensuite, la monnaie peut rester sous forme scripturale ou convertie sous forme de billets par le biais du retrait bancaire.

Le Monde diplomatique a réalisé un excellent schéma explicatif du système monétaire actuel : sa clarté parle d'elle-même.

Firace LABIAD
Portfolio Manager



Références

Minneapolisfed.org. (1990). Business Cycles: Real facts and monetary Myth.

<https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr1421.pdf>

Bis.org. (2010). The bank lending channel revisited.

<https://www.bis.org/publ/work297.pdf>

Le Monde diplomatique. (2011). D'où vient l'argent ? Le circuit de la création monétaire.

<https://www.monde-diplomatique.fr/cartes/crise-banque-argent>

Bank, E. (2012). Challenges to monetary policy in 2012. European Central Bank.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111208.en.html>

Bankofengland.co.uk. (2014). Money creation in the modern economy.

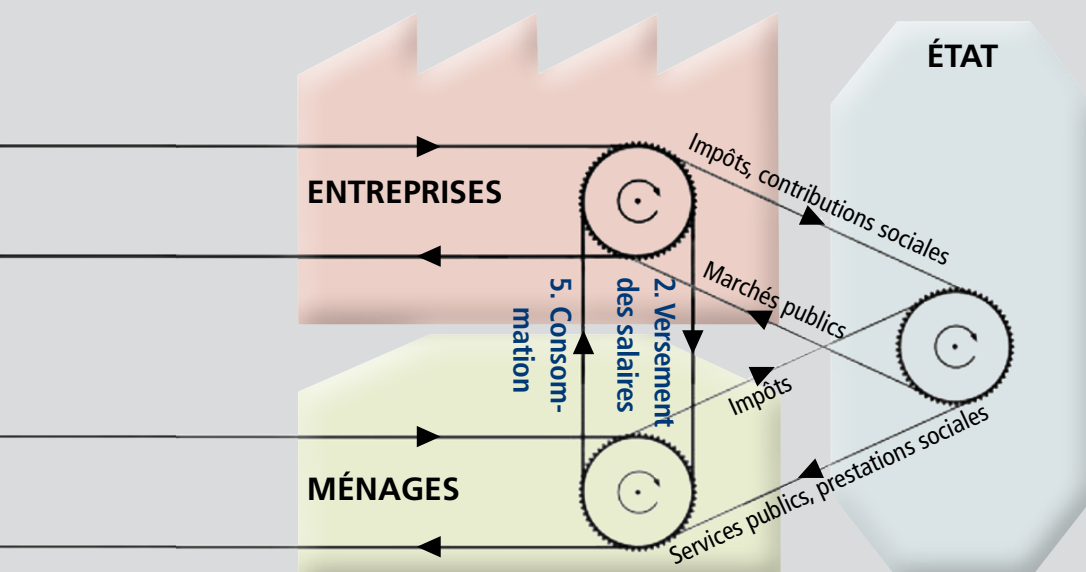
<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf?la=en&hash=9A8788FD44A62D8B8927123544205CE476E01654>

* Ilana E. Strauss (26/02/2016) The Myth of the Barter Economy.

<https://www.theatlantic.com/business/archive/2016/02/barter-society-myth/471051/>

Caroline Humphrey (1985) Barter and Economic Disintegration.

<https://www.jstor.org/stable/2802221?seq=1> Royal Anthropological Institute of Great Britain and Ireland.



Source : Le Monde Diplomatique



Disclaimer :

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : secretariat@bcee-am.lu ou bien par courrier à l'adresse suivante : BCEE Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <https://www.bcee.eu/Entreprises/Clientèle-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.