

**Éditorial :** *Vers un Champ de Ruines*

**Économie :** *Chronique d'un sentiment d'inachevé*

**Obligations :** *À croissance faible, rendements faibles*

**Actions :** *Marchés boursiers : quelle partie de l'iceberg ?*

**Grand Angle :** *5G - Évolution ou Révolution ?*



## Vers un Champ de Ruines

### Éditorial

Alors que les États-Unis continuent à surfer sur le cycle d'expansion conjoncturelle le plus long de leur histoire, une majorité d'économistes, à commencer par ceux qui travaillent pour les plus grandes institutions de prévisions internationales comme l'OCDE ou le FMI, revoient régulièrement à la baisse leurs prévisions de croissance économique mondiale. La principale source d'inquiétude réside dans la remise en question systématique de l'Organisation mondiale du commerce à travers les barrières douanières imposées notamment par les États-Unis, et les effets néfastes d'une baisse du commerce international sur différents agrégats macroéconomiques. La confiance des producteurs étant visiblement entamée,

les perspectives de croissance se détériorent en raison d'une baisse de la consommation et des investissements. Les budgets nationaux ne laissant plus guère de marges de manœuvre, les politiques contra cycliques de relance par les dépenses publiques ne sont pas crédibles. Les guerres commerciales risquent de laisser derrière elles des champs de ruines impossibles à reconstruire dans le climat des nationalismes et populismes démagogiques actuel.

Les Banques centrales qui se sont elles-mêmes amputées d'outils de politique monétaire classique ont largement contribué à la destruction d'équilibres macroéconomiques et financiers et se retrouvent

*aujourd'hui dos au mur, leurs approches d'assouplissements quantitatifs ne servant plus qu'à soutenir des marchés financiers par des bulles vides de fondements économiques. La fuite en avant du « whatever it takes » de Mario Draghi et des autres banquiers centraux qui conduit inévitablement à la monnaie hélicoptère est autant responsable des déséquilibres économiques et financiers que les politiques populistes de*

*Trump et autres usurpateurs dans le monde inspirés par Louis XV : l'« après moi, le déluge » est devenu l'adage de tous ces décideurs qui se moquent du champ de ruines qu'ils laissent derrière eux après avoir joué aux apprentis sorciers.*

Dr Yves Wagner  
Directeur

## Chronique d'un sentiment d'inachevé

Le récit de croissance synchronisée qui a caractérisé l'année 2018 semble aujourd'hui faire partie du passé. Fin 2018, les marchés ont craint que la Réserve fédérale américaine poursuive une politique monétaire restrictive durant 2019 et que s'accroisse l'escalade du protectionnisme : ceci a porté un coup à la confiance des économies développées et des économies émergentes.

Pas de repos pour les braves : les investisseurs ont du pain sur la planche avec des tensions commerciales qui opèrent un retour en fanfare après une accalmie de plusieurs mois. Ils étaient pourtant confiants car la situation semblait évoluer positivement : les discussions s'annonçaient constructives, les accords en bonne voie et certaines mesures étaient bel et bien concrètes, notamment lorsque la Chine a accepté d'importer des produits agricoles et industriels américains en vue d'atténuer le déséquilibre commercial qui existe entre les deux pays.

Malheureusement, cela n'était qu'éphémère : le Président américain Donald Trump a de nouveau augmenté les tarifs douaniers des biens provenant de Chine. Selon des chiffres récents, les États-Unis importent des produits chinois à hauteur de 540 milliards de dollars, et le 10 mai, les tarifs douaniers sont passés de 10% à 25% sur 200 milliards de dollars de ces biens importés. La riposte du gouvernement chinois ne s'est pas fait attendre pour annoncer des tarifs douaniers en hausse à 25% sur 60 milliards de dollars d'importations (sur un total de 150 milliards de dollars) depuis les États-Unis.

En réalité, des divergences persistent sur des sujets sensibles : l'interventionnisme de l'État chinois dans l'économie inquiète les États-Unis, qui soupçonnent la Chine de contraindre les entreprises étrangères présentes sur son sol à partager leur technologie.

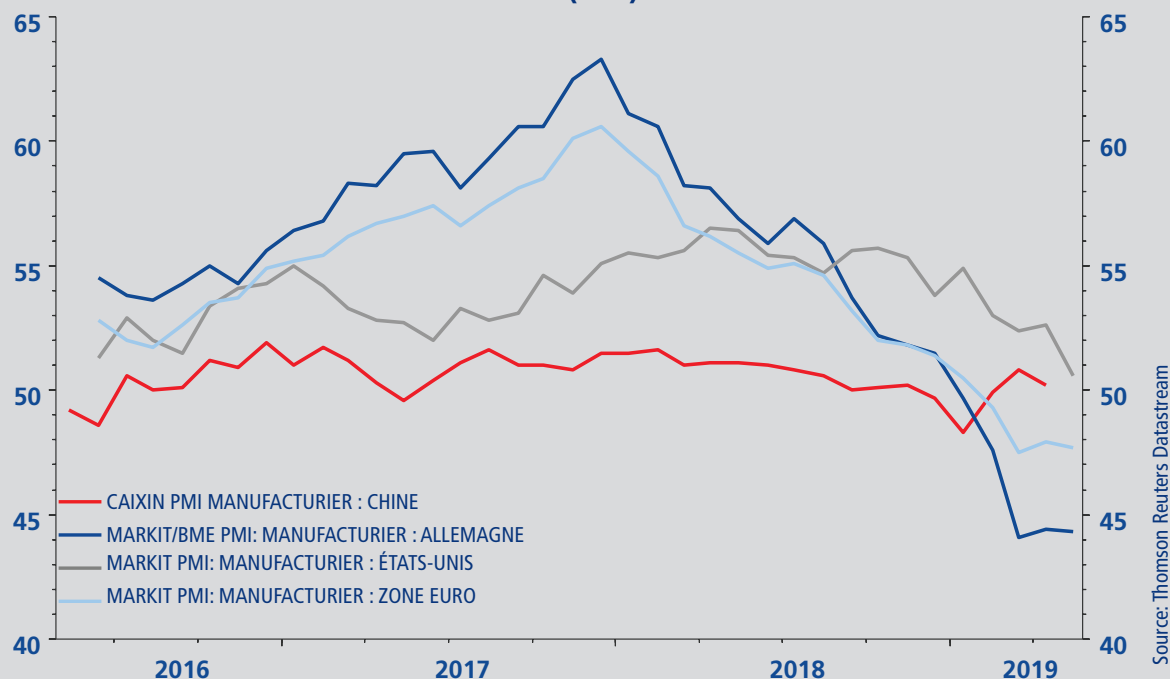
Reste à savoir de quelle manière des tensions commerciales accrues continueront à peser sur la confiance globale, notamment pour le secteur de l'industrie. Ce contexte a, pour la troisième fois en six mois, inspiré le Fonds Monétaire International à revoir ses prévisions de croissance à la

baisse à 3,3% pour l'année 2019. D'ailleurs, si les tensions commerciales poursuivent leur escalade, les économies chinoise et américaine pourraient toutes deux en faire les frais. En effet, lorsqu'un produit chinois taxé arrive aux États-Unis, l'importateur américain paie le droit de douane. Pour rentrer dans ses frais, l'importateur est susceptible de relayer le coût au grossiste, qui le répercuterait à son tour au détaillant, lequel finirait par le faire payer au consommateur. Par ailleurs, si l'exportateur chinois veut éviter les tarifs douaniers appliqués par les États-Unis, celui-ci peut choisir de délocaliser sa production hors de Chine, ce qui aura pour résultat final de réduire la production en Chine. À terme, il ne fait aucun doute que ces salves de mesures et contremesures auront un impact négatif sur les deux économies, c'est pourquoi nous pouvons nous attendre à ce que les deux parties finissent par conclure un accord, même à l'arrachée.

En avril, l'Organisation mondiale du commerce (OMC), l'institution internationale dont les pays membres promeuvent et entérinent un ensemble de règles de libre-échange, a publié ses prévisions pour l'année 2019. Le message principal qu'elle véhicule est sans équivoque : les tensions commerciales vont faire traîner en longueur le ralentissement du commerce international. En réalité, le commerce international recule déjà depuis la fin de l'année 2018. Pour l'année 2018, les prévisions annoncées en septembre tablaient sur une croissance de +3,9% du commerce international. Aujourd'hui, l'OMC estime que ce chiffre atteignait en fait 3%. Aussi, cette situation de tensions commerciales qui s'éternisent inquiète l'OMC, qui y voit un ralentissement plus prononcé du commerce mondial. Selon les dernières estimations, en 2019, les prévisions de croissance du commerce international seraient encore revues à la baisse et passeraient de 3% à 2,6%.

S'ajoute à cela une donnée clé : l'indicateur composite trimestriel de l'OMC, un outil qui permet de suivre les tendances du commerce international, confirme la prévision de ralentissement du commerce à l'échelle planétaire : la note globale est de 96,3, ce qui représente son niveau le plus faible depuis mars 2010, sachant que 100 est considéré comme la tendance de long terme.

## INDICE DES DIRECTEURS D'ACHAT (PMI) MANUFACTURIERS GLOBAUX



Cet état de faiblesse de l'indicateur est le résultat du fléchissement constaté au sein de plusieurs sous-composantes. Citons à titre d'exemple les commandes d'exportation (95,3), les constructions et ventes automobiles (92,5), les composants électroniques (88,7) et les matières premières agricoles (94,3), dont les résultats s'affichent tous inférieurs à la ligne de tendance, à l'exception de l'indice du débit portuaire de conteneurs qui s'est maintenu dans la ligne (100,3). Les chiffres parlent d'eux-mêmes : les déclinés de ces indicateurs mettent en garde les décideurs contre un ralentissement plus prononcé si les tensions s'enlisent.

### L'industrie fait profil bas.

D'après les estimations de l'OMC, le ralentissement du commerce international devrait s'accompagner d'une faiblesse de l'industrie à l'échelle mondiale. En effet, victimes de la menace que font planer les tensions commerciales, les activités industrielles sont déjà dans une situation délicate depuis le dernier trimestre de l'année 2018.

Les indices de confiance du secteur industriel en témoignent : les PMI européen et chinois ne pointent pas vers une croissance de la production à venir dans le court terme. C'est aux États-Unis seulement que l'espoir de voir se maintenir l'activité manufacturière est toujours d'actualité.

### Les États-Unis entre souffle court et endurance

Comme prévu, les effets de la politique budgétaire très accommodante aux États-Unis commencent à s'estomper. En effet, grâce à une mesure de réduction d'impôts, la croissance de l'année 2018 a été remarquablement forte avec un taux de 2,9%. Certes, la croissance du PIB réel au premier trimestre de l'année 2019 s'est inscrite au-delà des attentes (3,2 % en taux annualisé, 2,2% au dernier trimestre de l'année 2019), mais lorsque nous en analysons les composantes, nous constatons que la consommation des ménages fléchit, ce qui peut être perçu comme un premier signal d'essoufflement.

Un examen plus approfondi des données du premier trimestre 2019 nous enseigne que la consommation a augmenté de 1,2% en termes annuels (elle s'affichait à 2,5% au quatrième trimestre de 2018). Aussi, la consommation de biens durables, connus pour leur cyclicité, s'est considérablement détériorée avec une contraction de 5,3%. Par ailleurs, les importations s'affichent également en recul de -3,7 %. Mathématiquement, une diminution des importations augmente la croissance du PIB, certes, mais pointe aussi vers un ralentissement de la consommation. Les investissements en équipement, autre composante significative du PIB, ont été fortement amputés en passant de 6,6% de croissance au deuxième trimestre de 2018 à 0,2%.

Nous pouvons interpréter cette détérioration des composantes du PIB comme un premier avertissement d'un ralentissement synchronisé parmi les principales zones économiques. Toutefois, nous avons des raisons de relativiser : au premier trimestre, les États-Unis ont connu le Shutdown de leur gouvernement le plus long de l'histoire, et la saison hivernale a été particulièrement difficile, sans compter que la confiance en a pris un coup en début d'année, après la débâcle des marchés financiers fin 2018.

Nous le savons, les conditions monétaires et financières resteront accommodantes, et les événements négatifs font désormais partie du passé. Par conséquent, au cours du prochain trimestre, les composantes du PIB sont susceptibles de reprendre des couleurs.

## La Zone Euro résiste.

Au premier trimestre 2019, les données publiées sont mitigées. En Europe, la reprise suite à la Grande crise financière de 2008 a peiné à s'enclencher comparé aux États-Unis, l'économie de la zone euro s'est essoufflée plus vite.

Au premier trimestre de l'année 2019, Eurostat évoque une croissance économique de 0,4% en termes trimestriels et de 1,2 % par rapport à la même période en 2018.

Le cas de l'Allemagne est révélateur : victime du coup de frein du commerce international au quatrième trimestre, le pays a évité la récession par la plus petite des marges et a accusé des chocs négatifs sur le secteur manufacturier, sans oublier que la mise en place de nouveaux standards de pollution a donné du fil à retordre au secteur automobile.

De manière plus large, l'Europe plie sous le poids des préoccupations que suscitent la dette publique et les tourments politiques, et souffre d'une confiance en berne. La seule évocation du Brexit suffit à inspirer un mouvement de recul de par le manque de visibilité que le sujet implique. Début juin, Theresa May a rendu son tablier. Si les prétendants à son poste se bousculent, celui qui y accèdera d'ici à la fin juillet aura du grain à moudre pour mener le pays vers l'issue de cette odyssée.

Complétons le tableau en abordant les points positifs : la politique monétaire est et devra rester accommodante. De cette manière, nous conserverons un environnement de taux faibles et des conditions financières conciliantes ainsi qu'un marché du travail bien en place car les taux de chômage restent sur une tendance baissière depuis la dernière crise.

## La Chine : une croissance en demi-teinte

Au premier trimestre 2019, les données officielles de la Chine ont surpris à la hausse avec une croissance du PIB de 6,4 % en termes annuels. Ce chiffre a eu l'effet d'une bonne surprise si l'on considère toutes les craintes que suscite le ralentissement de l'économie chinoise. Par conséquent, nous ne nous laissons pas éblouir par ces chiffres car la Chine continue d'afficher un certain nombre de faiblesses que nous avons déjà identifiées dès le dernier trimestre de l'année 2018. En effet, une des difficultés majeures à laquelle le pays doit faire face reste l'atonie du consommateur chinois, ce qui se répercute sur une chute continue de la vente de voitures particulières (-17% en termes annuels en avril 2019, et le chiffre est dans le rouge depuis juillet 2018 ; source : China automotive information Net) et la chute des importations de téléphones portables (-20% en mars 2019 en termes annuels d'après la China Academy of Information and Communications Technology).

Ces données d'avril sont à la source des doutes que nous nourrissons quant à la force de la croissance chinoise : la production industrielle s'essouffle: elle atteint +5,4% alors qu'elle s'affichait à 8,5% en mars et nous observons un phénomène de contraction des exportations de -2,7% (mars +14,2%).

Des chiffres de croissance en partie encourageants ont été publiés pour le premier trimestre de l'année. Cependant, soulignons qu'ils doivent être relativisés, car nous constatons des faiblesses sous-jacentes au sein des économies développées. Actuellement, nous faisons face à un phénomène d'exacerbation des tensions commerciales, lesquelles sont à interpréter dans le cadre d'une course technologique entre la Chine et les États-Unis, compétition dans laquelle ces derniers veulent à tout prix préserver leur position de leader. Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction, ces tensions devraient se répercuter sur les échanges internationaux et le secteur manufacturier. C'est pourquoi nous conservons notre attitude prudente en réduisant notre exposition à des secteurs cycliques, notamment celui des semi-conducteurs et de l'énergie.

Aykut Efe  
Économiste



## À croissance faible, rendements faibles

### L'Europe prise en otage

Les incertitudes commerciales et politiques continuent de tourmenter l'Europe et le monde. Alors que l'accord entre les États-Unis et la Chine semblait être imminent, le Président des États-Unis a surpris les marchés en annonçant une augmentation de 10% à 25% des tarifs douaniers sur \$200 milliards de biens provenant de Chine. Dès lors, les taux des obligations souveraines réputées pour leur qualité ont à nouveau plongé à des niveaux historiquement bas.

En Allemagne, bien que la croissance économique du premier trimestre de l'année soit ressortie positive à 0,4%, cela n'a pas empêché le rendement du Bund à 10 ans de rechuter en territoire négatif, comme en 2016. En effet, les investisseurs craignent que l'économie allemande n'arrive pas à faire mieux pour le reste de l'année : grand exportateur, le pays est pris au piège des incertitudes liées à la guerre commerciale sino-américaine. L'inquiétude des investisseurs corrobore dans les faits les prévisions de croissance moroses de la Commission européenne (CE) et de la Banque centrale européenne (BCE).

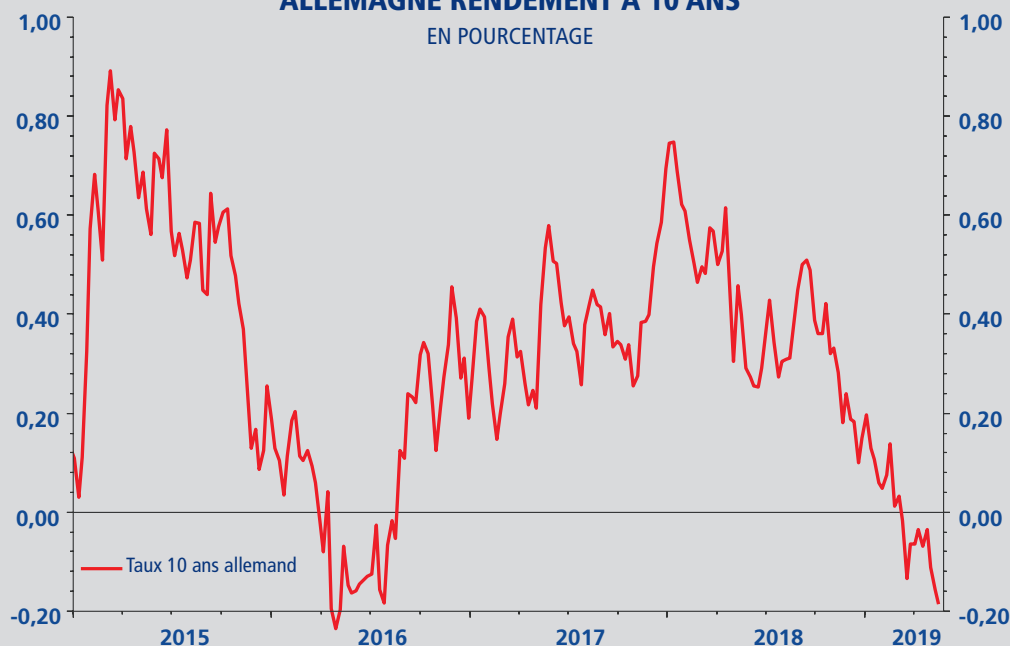
Nous nous rendons à l'évidence : l'issue à la guerre tarifaire est loin d'être trouvée et les perspectives d'inflation peinent à remonter. Par conséquent, notre positionnement reste neutre sur les souverains européens.

### Une périphérie scindée en deux

Du côté de la périphérie, l'Italie persiste et signe : elle reste le mauvais élève qui cumule les soucis politiques et économiques. L'existence de la coalition au pouvoir est systématiquement à risque et la croissance économique est parmi les plus faibles d'Europe. De plus, d'après les prévisions de la CE, l'Italie dépasserait les limites de déficit budgétaire fixées pour 2019 et 2020, ce qui a récemment causé et causera encore un retour de volatilité. Néanmoins, l'Italie garde son attractivité sur la partie courte de la courbe avec des taux positifs, contrairement à l'Espagne et au Portugal.

Sur le plan économique, les pays de la péninsule ibérique font figure de premiers de la classe. Avec des taux de croissance bien supérieurs à la moyenne européenne, ils devancent largement les grandes économies comme l'Allemagne et la France. Sur le plan politique, la situation est bien plus calme qu'en Italie et les deux nations affichent des progrès en termes de réduction de la dette publique. L'agrégation de ces facteurs explique la très bonne performance des taux longs de ces deux pays depuis le début d'année. Par voie de conséquence, la demande d'obligations souveraines espagnoles et portugaises demeure élevée, étant donné la très bonne performance déjà réalisée. Aussi, nous conseillons de rester exposé à ces émetteurs sans pour autant les surpondérer.

**ALLEMAGNE RENDEMENT À 10 ANS**  
EN POURCENTAGE



Source: Thomson Reuters Datastream

## Crédit européen : des primes de risque en baisse malgré un environnement incertain

Au cours du dernier trimestre, le marché du crédit a affiché une belle performance, soutenu par les primes de risque qui se contractaient fortement. Les investisseurs étaient alors à la recherche de rendement dans le but d'investir les larges réserves de liquidités provisionnées à la fin de l'année 2018. De plus, la réactivité et le caractère accommodant des banques centrales ont apporté de l'eau au moulin de ces flux : en mars, la BCE a confirmé sa position en annonçant un nouveau programme de TLTRO, instrument de l'institution qui est constitué d'opérations de refinancement à long terme ciblées, et qui consiste à octroyer des prêts à long terme aux banques, ce qui permet de relancer les activités de prêts et donc les investissements. Néanmoins, au début du mois de mai, nous avons connu un élargissement des spreads du crédit européen, notamment en raison du grand retour des tensions commerciales.

Les données positives du début d'année restent des points qui ne nous semblent pas durables, et ce particulièrement dans un environnement économique qui laisse place à de nombreuses incertitudes. En effet, les tensions commerciales qui ont tiré les marchés à la baisse l'an dernier se sont récemment envenimées et aucun accord ne semble en vue d'être conclu malgré les annonces régulières à ce sujet. Couplons à cela les doutes sur la santé économique chinoise qui montre des signes de faiblesse malgré les stimuli de son gouvernement. La consommation de l'Empire du Milieu est en baisse, à l'image de ses importations, ce qui se fait particulièrement sentir sur le secteur automobile, locomotive de l'économie allemande. Dans ce contexte peu propice, nous pensons que l'Europe aura des difficultés à stimuler son économie, en partie à cause de ses contraintes budgétaires, et que cela se fera ressentir dans les résultats des entreprises.

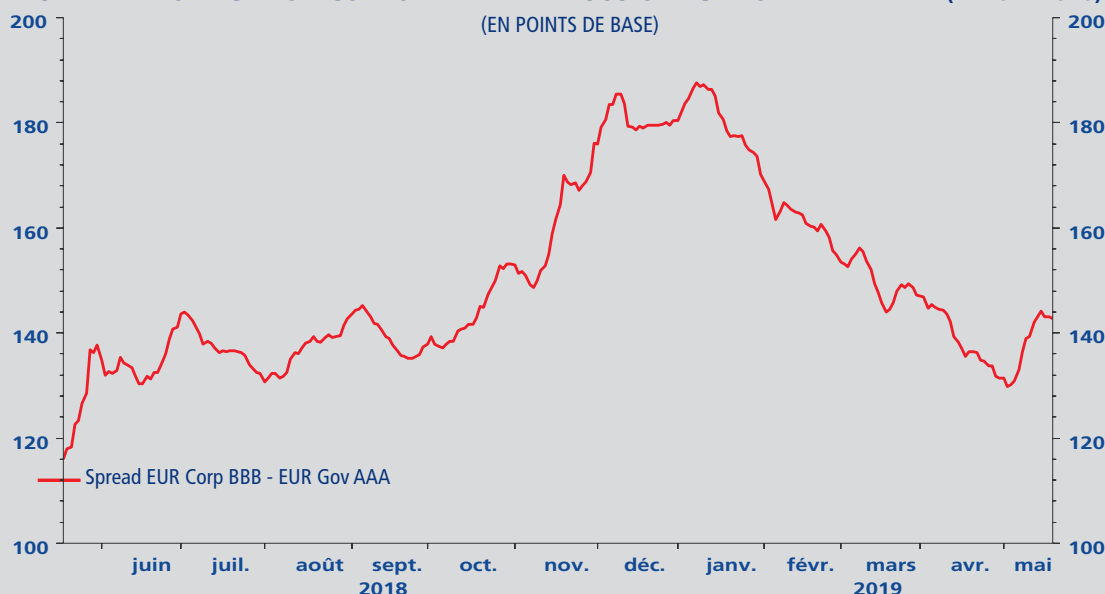
Sur le marché du crédit, les rendements sont revenus à des niveaux inférieurs à ceux connus avant la mise en place de la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE. Par conséquent, près de 15% des obligations de qualité libellées en euro et émises par des entreprises privées affichent un rendement négatif, impliquant une prime de risque très contractée. Parallèlement, les réserves de liquidités que nous avons évoquées précédemment sont en berne et ne pourront donc pas amortir de façon durable un éventuel rebond des rendements. Par voie de conséquence, nous pensons que les incertitudes économiques qui pèsent sur le marché européen pourraient fortement entacher l'appétit pour le risque des investisseurs et, par ricochet, le crédit. Ainsi, nous préférons privilégier la sûreté et rester en retrait du crédit européen.

## La Fed à l'arrêt

Entre fin février et fin mai, le rendement du taux à 10 ans a diminué de 2,7% à 2,2%, ce qui représente une chute de 50 points de base. Remise en contexte, cette évolution est le résultat des incertitudes qui pèsent sur la croissance économique mondiale en général et sur la Chine en particulier. Du coup, la Réserve fédérale américaine (Fed) change de ton en optant pour un langage plus attentiste. Par ailleurs, parmi les indicateurs révélateurs du coup de mou, nous constatons que l'inflation cœur peine à se matérialiser et à atteindre le sacrosaint objectif de 2% de la Banque centrale américaine : actuellement, elle fait du surplace et s'affiche à 1,5%.

Pour la première fois depuis 2006, la baisse du rendement du taux à 10 ans s'est manifestée par le biais d'une inversion de la courbe entre le rendement du taux à 3 mois et celui à 10 ans, rendant le premier supérieur au second. Comme nous l'avons déjà expliqué lors du trimestre dernier, ce phénomène parle de lui-même, et est précurseur d'une récession à venir.

## SPREAD D'OBLIGATION CORPORATE BBB VERSUS OBLIGATION D'ÉTAT AAA (EN ZONE EURO)



Il ressort de nos analyses que nous n'envisageons pas de récession dans le court terme. En revanche, nous avons la conviction que le ralentissement économique se prolongera lors des prochains mois. En effet, lorsque nous prenons le pouls des marchés, force est de constater que le retour en force de la guerre commerciale n'arrange rien : elle désarçonne les sociétés et pèse sur leur niveau de confiance. Par ailleurs, la production industrielle s'affiche à la baisse, les investissements montrent des signes de fatigue dans un environnement où nous ne voyons toujours pas le risque inflationniste se matérialiser. Dès lors, dans ce contexte macroéconomique fébrile, nous nous attendons à ce que les responsables de la Fed ne se montrent que très peu enclins à faire grimper les taux cette année, ce qui nous amène à conserver notre positionnement neutre à l'égard de la courbe des taux américaine.

## Crédit américain – la qualité avant tout

En début d'année, le marché du crédit outre-Atlantique a connu un resserrement prononcé des primes de risque des entreprises investment grade avant de se réorienter légèrement à la hausse au moment où nous écrivons. Cette tendance prend corps dans un contexte d'escalade des tensions commerciales dont la croissance mondiale est la première victime puisque la reprise économique peine à se matérialiser.

Faisant suite aux analyses que nous avons déjà partagées, un constat demeure, avec un bémol : la qualité continue de se dégrader, mais à un rythme inférieur. En témoigne le nombre de downgrades attribués par l'agence de notation Standard and Poor's, dont l'augmentation est moindre en comparaison aux chiffres de 2018.

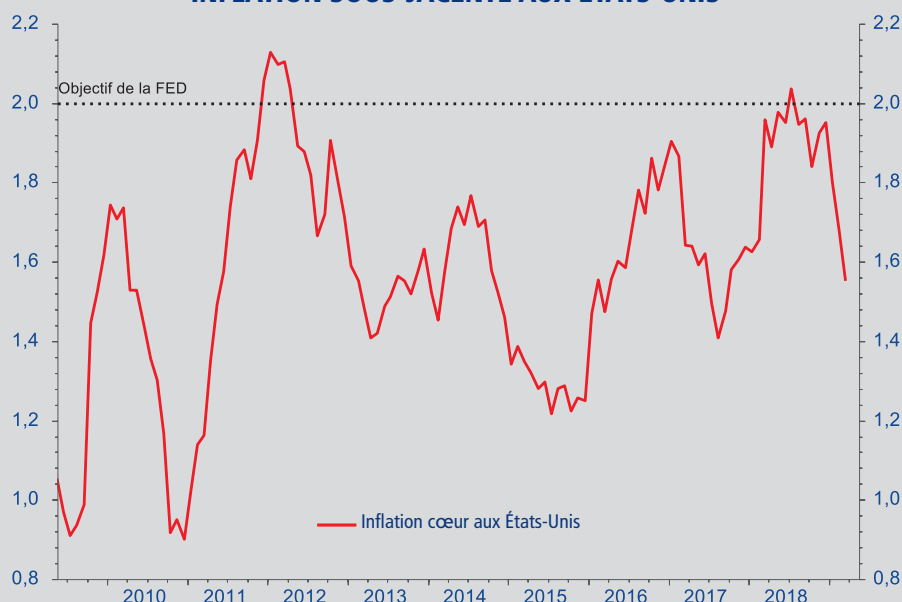
Toutefois, le niveau actuel des « spreads » nous inspire qu'une marge de resserrement existe encore, ce dont nous voulons profiter. L'effet déclencheur d'un tel resserrement pourrait avoir lieu si la Banque centrale américaine met un terme à son cycle de hausse des taux pour l'année 2019, dans le cas d'une inflation atténuée, de bilans des entreprises qui restent solides malgré des bons du Trésor moins attractifs : ce sont autant de situations susceptibles d'amener les investisseurs à rechercher du rendement dans l'univers des sociétés investment grade.

À la lumière de ces éléments, nous restons alertes et gardons à l'esprit qu'en toile de fond, l'environnement économique aux États-Unis montre des signes de faiblesse. En conséquence de quoi nous jetons plus que jamais notre dévolu sur la qualité en demeurant très sélectifs dans les titres que nous choisissons. En effet, nous nous positionnons avant tout sur des titres de haute qualité, opérant dans des secteurs à faible cyclicité.

Tous ces éléments nous donnent à penser que l'univers du crédit investment grade aux États-Unis affiche encore un bon rendement du risque ajusté. Par conséquent, notre vision est positive dans un contexte où renforcer la qualité est notre cheval de bataille.

*Équipe Fixed Income*

## INFLATION SOUS-JACENTE AUX ÉTATS-UNIS



Source: Thomson Reuters Datastream

## Marchés boursiers : quelle partie de l'iceberg ?

### La partie émergée éblouissante ?

Les marchés boursiers en mettent plein la vue ! Jusqu'à présent, les investisseurs en actions ont vécu une année 2019 pour le moins singulière: les marchés ont été particulièrement vigoureux dans la durée, portant les indices américains à des plus hauts historiques au deuxième trimestre. C'est un fait : sur la partie émergée de l'iceberg, le tableau est flatteur, et il semblerait qu'il existe suffisamment de raisons pour l'expliquer. Aux États-Unis, l'activité économique se maintient : au premier trimestre 2019, le chiffre préliminaire du PIB s'affiche à un niveau remarquable de +3,2%, avec un marché du travail en progrès qui vient en soutien des marchés financiers. Par ailleurs, la Réserve fédérale américaine adopte une attitude plus conciliante, ce qui donne à penser qu'elle épaulera bel et bien les marchés financiers. D'ailleurs, l'appréciation des actifs pourrait constituer une sorte de troisième pilier officieux de leur mandat qui s'ajouterait au contrôle de l'inflation et la création maximale d'emplois, lesquels sont les deux premiers piliers officiels. Enfin, la politique de taux bas pourrait stimuler la demande de prêts et les dépenses du consommateur, et, par ricochet, rayonner positivement sur l'environnement économique dans son ensemble et sur les marchés financiers.

Les raisons de se réjouir ne manquent pas à l'appel : l'indice MSCI World a engrangé plus de 13% en moins de cinq mois, et dans la même période, les titres du secteur des semi-conducteurs se sont hissés en tête du peloton, leur progression s'affichant à plus de 10% supérieure à celle de leurs homologues, sans oublier la frénésie des introductions en bourse. Sont apparues sur les marchés les fameuses licornes, appellation réservée aux start-ups valorisées à plus d'un milliard de dollars, incarnées par Uber, Lyft, Beyond Meat, Zoom et Pinterest. Outre le fait que ces oiseaux rares affichent des rendements à deux ou trois chiffres à l'issue de leur premier jour de cotation, ils bénéficient d'un soupçon de croissance séculaire et du coup de pouce bien calculé des brokers qui suffit à exciter les investisseurs, lesquels craignent de passer à côté du prochain Amazon ou Google. Depuis le début de l'année, 80% des entreprises introduites en bourse aux États-Unis sont déficitaires. Or, ceci ne semble pas inquiéter outre mesure le milieu de l'investissement... En revanche, cette tendance nous inspire une sensation de déjà-vu : comment pourrions-nous oublier ce qui s'est passé en 1999 ?!

### La partie immergée sombre ?

Impossible pour nous de ne pas mettre le doigt sur des évolutions inquiétantes qui sont autant de signaux témoignant de l'attitude bien trop complaisante des

marchés. Le commerce international se contracte doucement parce que l'activité fléchit et les frictions s'intensifient. Les marchés émergents sont fébriles, leur économie est en souffrance et leurs rendements s'affichent bien en deçà de ceux des marchés développés. C'est le revers de la médaille des récentes guerres tarifaires, auquel s'ajoute un dollar fort qui alourdit le coût des exportations et de la dette en devises. Comme si le reste ne suffisait pas, les tensions au Moyen-Orient s'intensifient: les relations entre l'Iran, l'Arabie Saoudite et les États-Unis s'enveniment, avec un risque évident d'escalade vers un conflit militaire et un effet secondaire de forte hausse des prix du pétrole.

Prendre de la distance nous amène au constat selon lequel des prix du pétrole plus élevés, une pénurie de logements abordables (source de véritables préoccupations aux États-Unis et au Canada) et une forte augmentation des droits de douane pourraient infliger un camouflet à la consommation des ménages, diminuer leur pouvoir d'achat et porter un coup à l'activité économique. Citons un exemple concret : Adidas, Nike et 170 entreprises ont écrit une lettre ouverte au gouvernement américain pour souligner à quel point de nouveaux droits de douane auraient un impact catastrophique sur le bien-être des consommateurs. Les grands distributeurs leur ont emboité le pas en exprimant leur inquiétude, et en mentionnant que des droits de douane renforcés les priveraient d'une partie de leurs revenus de l'année. À cela s'ajoute le fait que la toute dernière saison de publications de résultats était, à nos yeux, décevante, à la croissance modeste (inférieure à 1%) et qui laisse un goût amer quant à la direction que prennent les événements pour le reste de l'année en cours. Dernier point, mais pas le moindre, le marché boursier est en hausse : nous voilà à nouveau embarqués dans des valorisations aux exigences démesurées.

### Tout ce qui brille n'est pas or.

La situation actuelle ne fait pas exception : nombreuses sont les informations contradictoires susceptibles de façonner nos décisions en matière d'investissements. Les optimistes pointeront l'abondance de liquidités et la stabilité de l'environnement. Les pessimistes, eux, se concentreront sur le niveau alarmant de la dette et l'instabilité politique grandissante. Notre point de vue est à l'équilibre : nous reconnaissons le potentiel haussier du marché mais préférons sous-pondérer les actions. Jusqu'à présent, les rendements enregistrés cette année ont été extrêmement positifs et selon nous, la volatilité pourrait faire son grand retour, ce qui nous donnera l'occasion de réinvestir à des prix plus raisonnables.



Cela étant, nous sommes tout particulièrement préoccupés par le fait que les ressources et les investissements sont susceptibles d'être affectés de façon inadaptée en raison d'un grand nombre d'événements politiques cruciaux : les élections européennes, la campagne présidentielle aux États-Unis, la succession de Mario Draghi à la barre de la BCE et l'issue du Brexit. En temps normal, ces enjeux sont déjà de taille, et l'environnement politique populiste et divisé dans lequel nous évoluons ne facilitera certainement pas la tâche.

Pour assurer leur bon fonctionnement et offrir un rendement durable, les marchés financiers ont besoin d'un savant mélange qui combine les doses adéquates d'investissements productifs, de décisions politiques axées sur l'avenir et de réglementation financière. Or, si elles ne sont pas prises en considération dans un avenir proche, les récentes évolutions menacent de faire obstacle à la performance future : les mesures fiscales octroyées sans discernement et financées par les déficits budgétaires, la provision excessive de liquidités qui maintient artificiellement en vie les entreprises non productives et les réformes structurelles limitées sont autant de freins potentiels.

## Rester de marbre

À la lumière de ces éléments, nous avons apporté quelques changements à notre allocation sectorielle depuis mars dernier. Nous maintenons notre position négative à l'égard du secteur des matériaux puisque, selon nous, la croissance mondiale devrait fléchir, victime de la guerre tarifaire et de la baisse des ventes automobiles. Par ailleurs, nous avons réduit notre exposition au secteur des semi-conducteurs, les valorisations et les prix damant le pion aux fondamentaux.

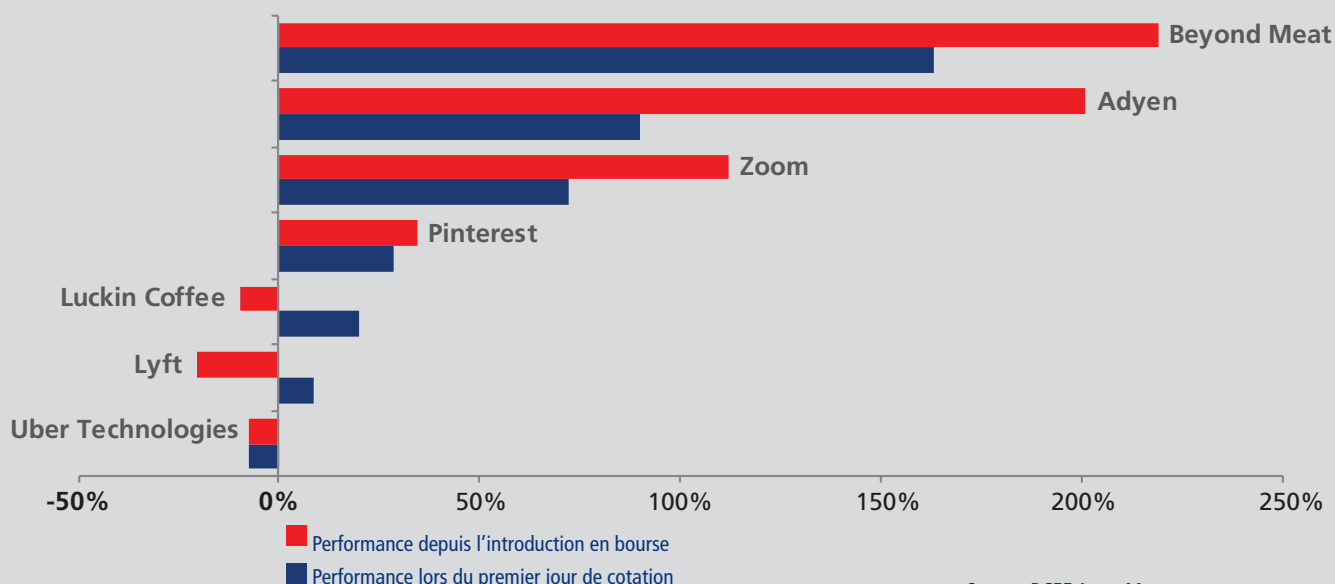
Les entreprises du secteur se sont endettées, leurs ventes sont en recul, et nous avons peine à nous imaginer comment elles pourraient faire croître leurs revenus alors que les ventes de smartphones, de PC et de voitures sont en déclin.

Pour diminuer davantage l'exposition cyclique de nos portefeuilles, nous avons décidé de réduire la pondération du secteur de l'énergie, qui était auparavant positive. Cette décision a été mûrement réfléchie et prise malgré des fondamentaux favorables : la plupart des entreprises affichent des bilans bien plus équilibrés qu'il y a quelques années, elles génèrent des montants record de liquidités et sont moins à la merci des prix élevés du pétrole pour dégager des bénéfices solides. Toutefois, malgré ces éléments constructifs, nous constatons que les investisseurs ne sont pas convaincus par ces évolutions et redoutent le modèle de gestion des entreprises du secteur, lequel est principalement centré sur les investissements en capital. Par conséquent, nous avons allégé le poids du secteur pour le porter à des niveaux plus neutres.

Pour boucler la boucle et mettre en avant les caractéristiques défensives de nos portefeuilles, nous nous orientons dans deux voies. Tout d'abord, notre exposition au secteur de l'immobilier est positive : nous apprécions les rendements élevés sur dividendes qu'elle génère et la stabilité des revenus qu'elle affiche grâce aux contrats de location de long terme. Ensuite, nous faisons le choix des entreprises IT parce qu'elles font l'objet de puissantes tendances séculaires qui soutiennent leur activité : la transition vers un monde de plus en plus régi par les technologies digitales implique le besoin impérieux d'automatiser, de communiquer et de se connecter.

*Équipe Equities*

## IPOs en 2019



## 5G - Évolution ou Révolution ?

### 5G - Kesako ?

5G est un acronyme pour désigner la 5ème génération de technologie réseau mobile conçue pour répondre à la très grande croissance des données et à la connectivité de la société moderne. Plus rapide, pouvant connecter plus d'appareils et plus réactive, la 5G offre la perspective d'une consommation quasi-instantanée de flux vidéos et audio.

Notre objectif ici n'est pas de rentrer dans les détails réglementaires, ni d'essayer de comprendre les complexités de cette technologie, ni de prédire quand chacun d'entre nous pourra regarder un épisode de Game of Thrones en Ultra HD sur un smartphone sans aucun temps d'attente. Nous allons plutôt essayer de comprendre en quoi, là où la 4G était une évolution par rapport à la 3G, la 5G représente une révolution bien plus profonde et structurante pour l'économie mondiale.

- Internet des objets : la 5G est faite pour permettre la connexion de masse des objets. Selon le professeur Rahim Tafazolli (Institute for Communication Systems), chaque humain sera confronté à environ un millier de capteurs (bâtiment / véhicule / entreprise) dans le futur. Ces capteurs sont les interfaces nécessaires à la collecte de données. La ville intelligente deviendrait une réalité où l'éclairage public serait dynamique et où la circulation serait gérée en temps réel par un algorithme par exemple. Les réseaux d'énergie intelligents se généraliseraient en devenant un réseau «neurologique» où les pics de demande seraient rapidement identifiés, les prix s'adapteraient en temps réel et les informations voyageraient aussi bien de l'amont vers l'aval que l'inverse. Il est essentiel de comprendre que la technologie 4G ou que le Wi-Fi ne peuvent pas remplir ce rôle à cette échelle.

- Intelligence artificielle : les objets connectés favorisent la quantité de données collectées, carburant de l'intelligence artificielle. Dan Pitchford (AI Business) considère qu'à chaque fois que des objets doivent communiquer entre eux, prendre des décisions en fonction de ces informations et tirer des leçons de ces décisions, la 5G est un maillon nécessaire pour faire fonctionner cette dynamique de façon stable et à grande échelle. Cela peut s'appliquer à un entrepôt automatisé où les robots apprennent à améliorer leur efficacité en se copiant les uns les autres et en prévoyant leurs pannes. Autre exemple dans le domaine de la santé où une clinique psychiatrique au Royaume-Uni a mis en place des capteurs qui permettent d'identifier les patients à risque en traquant les changements d'habitudes.

- Réalité étendue : souvent représentées dans des films de science-fiction, des réunions qui rassemblent des gens disséminés partout dans le monde mais présents grâce à des hologrammes pourrait devenir une réalité. Le domaine médical est évidemment un champ d'application pouvant profiter de ces progrès avec le développement d'opérations à distance où la faible latence et la stabilité des réseaux sont des critères critiques pour que cela fonctionne.

- Blockchain : la technologie blockchain peut beaucoup apporter au domaine de la logistique ou à celui de l'authentification de produits et de transactions. Everledger, entreprise pionnière dans les technologies et les services de l'information, utilise cette technologie pour suivre ses diamants par exemple. Et le développement de la 5G va rendre accessible cette technologie au plus grand nombre pour accroître la transparence et la traçabilité. D'ailleurs, le professeur Rahim Tafazolli (Institute for Communication Systems) anticipe que le développement de la 5G et de la puissance de calcul des objets vont permettre de décentraliser le cloud dans lequel se trouve actuellement la blockchain dans chaque objet, et faire de chaque objet un petit cloud.

	1G	2G	3G	4G	5G
Date de déploiement approximative	Années 80	Années 90	Années 2000	Années 2010	Années 2020
Vitesse théorique de téléchargement	2 kbit/s	384 kbit/s	56 Mbit/s	1 Gbit/s	10 Gbit/s
Latence	N/A	629 ms	212 ms	60-98 ms	< 1 ms

Source: BCEE Asset Management

### La 5G, 4G+ ou révolution ?

En tant que consommateurs de réseaux mobiles et généralement assez familiers avec cette technologie, nous avons tendance à voir la 5G comme simplement une amélioration de la 4G. Cependant, cela ne représente que la partie émergée de l'iceberg. La technologie 5G a le potentiel de transformer notre environnement en connectant tous les appareils entre eux («connected everything»). En effet, la 5G se caractérise par une vitesse de téléchargement plus élevée, un plus grand nombre de points de connexion dans un même périmètre, une latence ultra faible et une fiabilité supérieure du réseau.

Par ses caractéristiques, le déploiement de cette technologie ouvre le champ des applications. Ainsi, le développement de cette technologie va favoriser l'émergence d'un écosystème intelligent de points de connexion qui généreront une masse très importante de données qui pourront être collectées, traitées, transmises et valorisées. En filant cette réflexion, nous pouvons entrevoir les retombées positives pour l'économie mondiale de telles avancées. Le monde deviendrait «plus intelligent» et chaque agent économique serait mieux informé pour réagir plus vite et plus efficacement. « Notre avenir tournera autour des données et les réseaux 5G seront l'équivalent des réseaux routiers ou des réseaux d'énergie », selon Asha R. Keddy (Intel). De façon plus concrète et pour illustrer ces propos par des exemples, les applications peuvent être classifiées de la manière suivante.

Dans l'ensemble, les études d'impact à long terme qui ont été réalisées avancent des résultats toujours positifs et créateurs de valeur. Ces résultats devraient soutenir les initiatives des gouvernements et des agents économiques pour développer la technologie 5G.

## Alors la 5G, c'est pour quand ?

Nous venons de voir que la technologie 5G est supérieure à la technologie 4G et qu'elle ouvre une multitude de nouvelles opportunités de croissance économique. Pourtant, l'année 2019 ne marque que le coup d'envoi de la commercialisation des premières offres aux États-Unis. Et la 5G à grande échelle n'est pas attendue en Europe avant 2021/2022. Pourquoi un tel délai ? Sans aucun doute, les lenteurs administratives et les difficultés de définition de l'ensemble des normes y participent. Mais le plus frappant selon nous est que le cas d'investissement n'est pas encore clairement établi. Ainsi, dans les études réalisées par le cabinet de conseil McKinsey, les opérateurs téléphoniques ne sont pas convaincus aujourd'hui du potentiel de retour sur les investissements liés à la 5G. À noter la corrélation entre la croyance des opérateurs selon laquelle il existe des marchés finaux pour cette technologie et son calendrier de déploiement.

Ainsi, il apparaît clairement que, pour répondre à la question «quand», il faut comprendre quels pans de l'économie peuvent se développer grâce à la technologie 5G.

## Quel cas d'investissement pour la 5G ?

Il est intéressant de noter qu'une des premières applications qui a un intérêt commercial pourrait de fait réduire la fracture numérique : Fixed Wireless Access (FWA) ou l'accès sans-fil fixe. Cet oxymore définit l'opportunité de remplacer l'internet fixe très haut-débit (fibre optique ou câble) par un réseau 5G dans les bâtiments. En effet, selon l'équipementier télécom suédois Ericsson, environ 1 milliard de personnes ne sont pas reliées par un réseau filaire connecté à internet. Et même dans les pays développés, l'accès à internet peut être très variable en fonction de la densité de population. Sur le volet performances, la 5G a des caractéristiques similaires à celles de la fibre optique ou du câble. Mais le déploiement d'un réseau mobile a l'avantage d'être significativement moins coûteux qu'un réseau fixe. L'idée à retenir est que le déploiement d'un réseau mobile est plus flexible et moins intense en capital que le déploiement d'un réseau fixe. Ainsi, l'opérateur américain Verizon est pionnier dans ce domaine et a lancé la commercialisation, dès octobre 2018, d'une offre nommée «5G Home». Les États-Unis étant un grand pays avec de nombreuses zones à faible densité de population, ce type d'offre est clairement sensé là-bas.

Dans une vision à moyen terme, les applications industrielles représentent une opportunité de valorisation des investissements dans la technologie 5G très significative et inédite. Connecter ensemble les machines et les différents processus est une source de gain de productivité difficilement quantifiable à l'heure actuelle. La logistique est évidemment une activité où les enjeux sont de taille et où l'implémentation serait relativement aisée. La supervision des villes (sécurité/circulation) et le développement des usines intelligentes sont

également des activités propices à l'adoption de la 5G. Dans un horizon plus lointain, la technologie 5G devrait être un pilier central à la généralisation des véhicules autonomes ou de la santé à distance.

## La 5G est bien une révolution !

Pour revenir à la question du début de l'article, il apparaît que la technologie 5G sera sans aucun doute une évolution pour les consommateurs/utilisateurs que nous sommes. Il est cependant clair qu'elle représente une révolution pour l'activité économique et le monde de l'industrie au sens large. La 5G sera structurante pour l'économie car elle a une 5ème caractéristique que nous n'avons pas encore abordé. Le futur réseau mobile 5G sera le premier réseau vendu comme un service. En clair, le réseau peut être différencié et découpé en tranches à loisir en fonction des besoins en s'appuyant sur les technologies du Cloud, de la virtualisation et de la définition logicielle. Cela permet :

- la priorisation au sein d'un réseau et l'utilisation de chaque fréquence est maximisée : la couche logicielle qui «orchestre» la consommation des fréquences permet de découper un réseau en tranches et de donner des droits d'accès différenciés (à l'inverse d'un réseau 4G ou Wi-Fi où le premier arrivé est le premier servi) ; cela favorise l'optimisation des fréquences disponibles, ce qui réduit le coût total de détention des réseaux.
- le partage des investissements : la différenciation logicielle réduit les besoins de déploiement de réseaux propriétaires impliquant moins d'investissement des opérateurs (à matériel équivalent) et favorise la flexibilité des déploiements.

Certes, le montant total des investissements nécessaires dans la 5G est considérable : un réseau 5G est plus complexe qu'un réseau 4G et nécessite donc des investissements plus élevés en montant absolu. Cependant, la flexibilité de cette technologie couplée au séquençement des opportunités de marché permettent d'étaler ces investissements sur une période plus longue.

Le développement de la technologie 5G est un élément de transformation structurelle de notre environnement. Les applications théoriques sont multiples et le potentiel de création de valeur significatif. Aujourd'hui, nous sommes dans une situation où la technologie cherche ses besoins à satisfaire plutôt que l'inverse. En tant que société de gestion, BCEE AM croit à ce potentiel de croissance en étant significativement exposé à ces thématiques par nos investissements dans le secteur des Services de communication et dans le segment des réseaux (secteur des Technologies de l'Information). Cette transition devrait se faire en douceur mais la révolution est inexorable. Un adage explique que, d'une innovation, l'homme a tendance à trop en attendre à 2 ans et à ne pas en mesurer les progrès à 10 ans. Cela s'applique très bien à la technologie 5G. À suivre donc, et rendez-vous en 2029 !

Yoann Thibaudeau, CFA  
Portfolio Manager





**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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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](mailto: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>.