



TELOMERE | Capital



# Outlook 2020 – Q1

Nos vues d'investissement

# Outlook 2020 – Q1

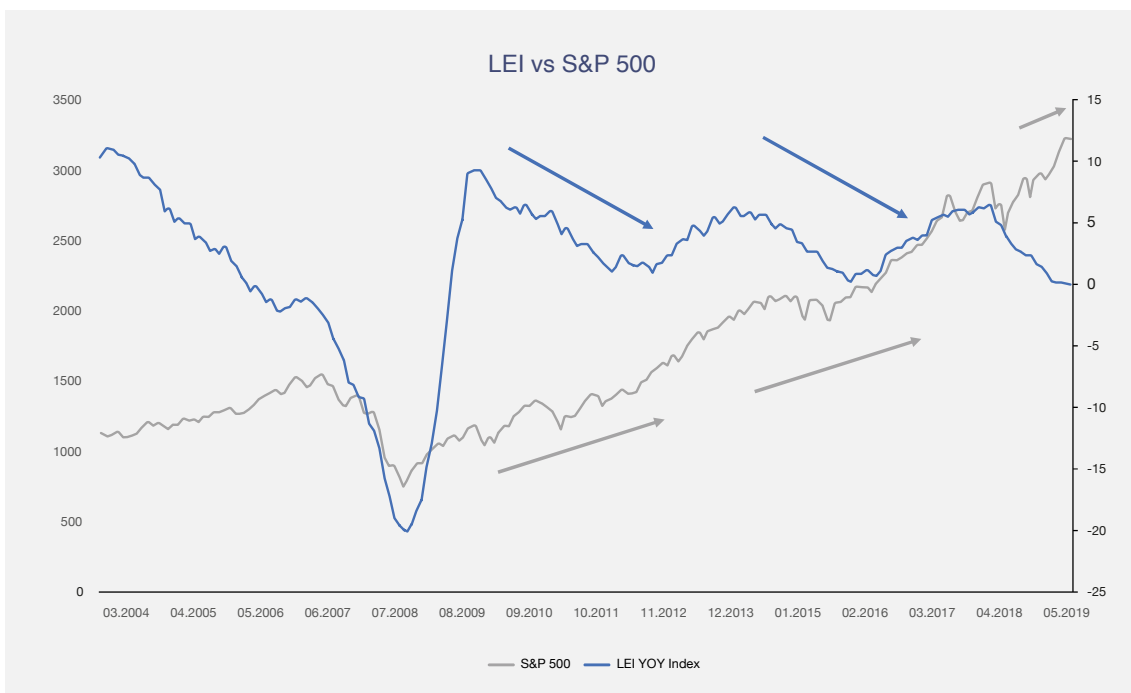
Par ce document, nous avons le plaisir de vous faire partager nos vues et recommandations d'investissement pour le premier trimestre 2020.

Suite à la violente correction qui a eu lieu lors du dernier trimestre de 2018, nous avons choisi d'être particulièrement prudents pendant l'année 2019. Une année où les marchés financiers, aidés par les banques centrales, ont affiché des performances records. Au 31 décembre, le S&P, le Stoxx 600 et le SMI marquaient en effet une progression globale de 31.48 %, 27.75 % et 30.16 %. En parallèle, nous avons assisté à une appréciation impressionnante des obligations résultant d'une baisse des taux ainsi que d'une compression des spreads de crédit. Finalement, l'année 2019 aura été exceptionnelle puisque la plupart des classes d'actifs ont fini dans le vert. Cependant, ce résultat n'est pas la conséquence d'une amélioration des fondamentaux.

En effet, les indicateurs économiques avancés ont perdu du terrain. La croissance mondiale a ralenti pour atteindre son rythme le plus faible depuis 10 ans (3,1 % en 2019 contre 3,8 % en 2018). Les bénéfices par action du S&P 500 ont légèrement reculé. En cause, le conflit commercial opposant la

Chine aux États-Unis ainsi que le ralentissement économique au sein de la République populaire. Cette « guerre » a causé beaucoup d'incertitudes pour tous les acteurs économiques. Et il faut se rappeler que, jusqu'au dernier trimestre de l'année, on jonglait encore entre optimisme débordant et pessimisme, au rythme des promesses de signature d'accord et de volte-face de dernière minute. Les exportateurs et les importateurs sont donc restés dans l'incertitude totale depuis le début du conflit et cela s'est fortement ressenti dans les chiffres du commerce mondial. Par ailleurs, les sanctions ont perturbé les chaînes d'approvisionnement dans différents secteurs.

Le cas le plus marquant est celui du géant Huawei qui s'est retrouvé sans système d'exploitation après avoir été placé sur une liste noire interdisant à toute société américaine de collaborer avec le fabricant chinois. Google a donc été contraint de révoquer la licence Android d' Huawei. Ce genre d'événement ne peut qu'avoir un effet destructeur à court terme pour une économie mondiale déjà plongée dans l'incertitude politique; d'autant plus qu'elle est en train de traverser une période charnière entre déclin de l'influence des États-Unis et montée en puissance de l'Empire Céleste.



De la même façon que ce conflit a entamé la croissance potentielle, le ralentissement de l'économie chinoise pèse également sur le dynamisme mondial.

L'Empire du Milieu représente en effet à lui seul près d'un tiers de la croissance mondiale. De quoi donner encore plus de poids à la célèbre expression: «Quand la Chine tousse, le reste du monde s'enrhume». Les chiffres publiés par Pékin soulignent le ralentissement en douceur de son économie, créditée désormais de 6 % en rythme annuel.

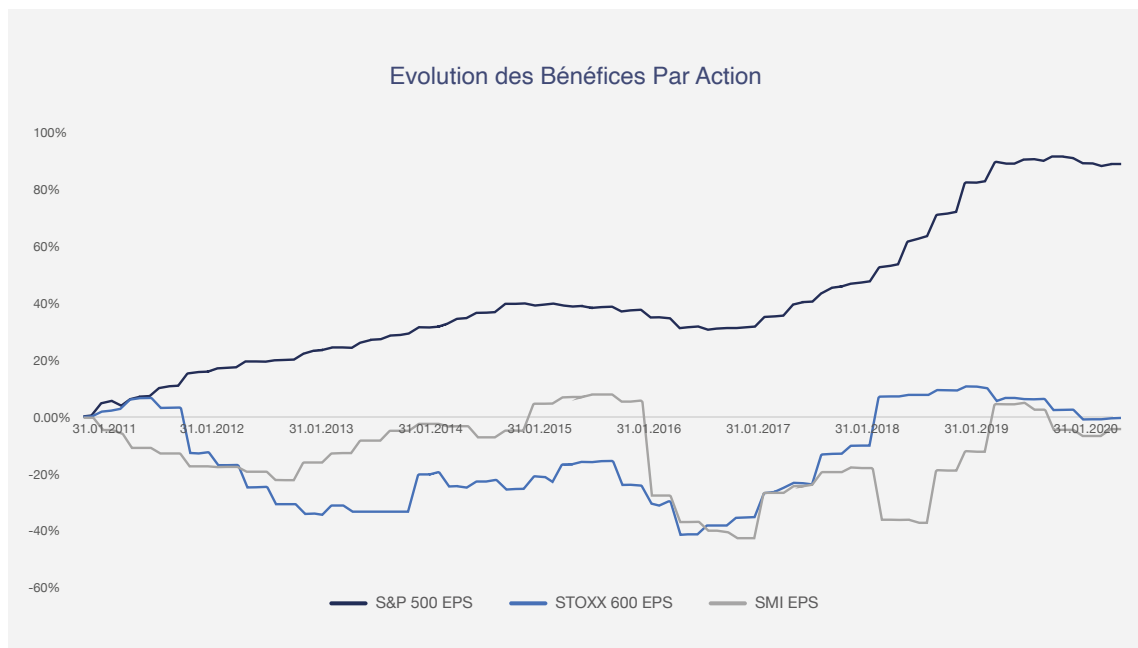
C'est le même niveau qu'au début des années 90. Les raisons de ce ralentissement sont certes structurelles: la normalisation de la croissance étant en partie causée par la transition de la Chine qui passe de pays émergent à économie plus tournée vers la consommation intérieure. Mais elles sont également conjoncturelles. Les consommateurs chinois ont été impactés.

La guerre commerciale ainsi que l'inflation importante du prix du porc liée à l'épidémie de grippe porcine (+ 70 % en un an) ont touché leur moral.

Dans ce cadre, il est important de souligner que la consommation intérieure représente quasiment 40 % du PIB. À noter également que les PME ont des difficultés à se financer. Même si les banques locales en soutiennent



une majorité, celles-ci sont impactées par la politique d'assainissement du secteur financier et de lutte contre le «Shadow Banking». C'est pourquoi le gouvernement tente de contrer cette baisse de vigueur en utilisant aussi bien des réformes fiscales que monétaires.



Mais la reprise tarde à s'amorcer et pèse sur les économies du monde entier. Par conséquent, nous avons observé un mouvement synchronisé d'assouplissement monétaire de la part des banques centrales dans le monde.

Car c'est bien ce facteur-là qui a permis aux marchés d'afficher des performances aussi exceptionnelles. Toutefois, l'impact économique semble être plus faible ou mettre plus de temps à se matérialiser.

Il faudrait maintenant que les différents gouvernements et pôles économiques se réforment sur le plan budgétaire pour continuer à soutenir ce cycle. Ainsi, en dehors des facteurs de risque que nous détaillerons plus loin, il faudra également surveiller les discours politiques, notamment en Europe en matière d'inflexion des politiques budgétaires.

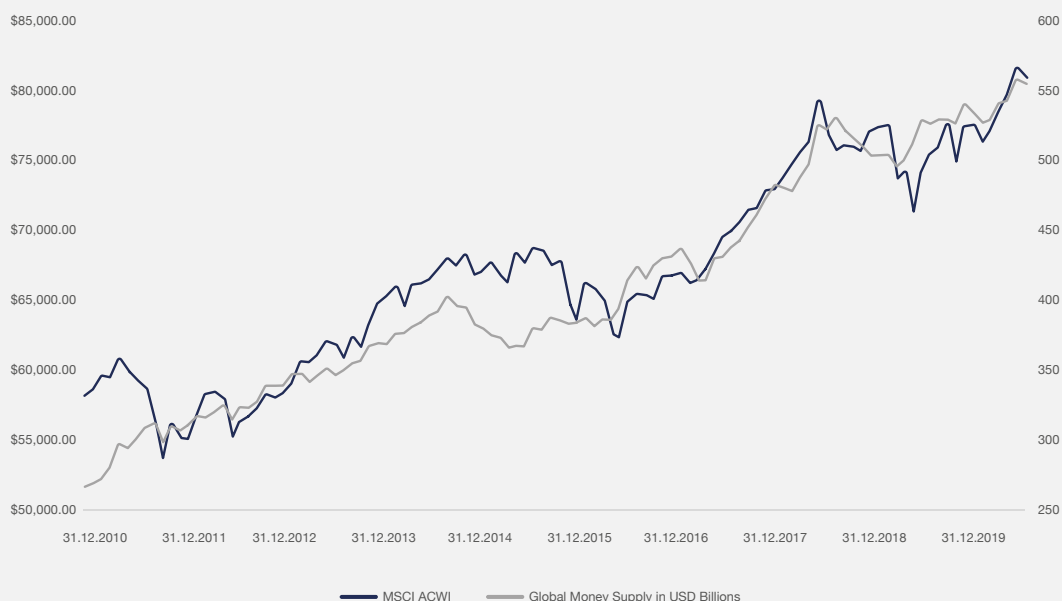
En parallèle, les commentaires et les actions des banques centrales seront toujours à surveiller avec circonspection. Il faudra également être vigilant sur l'évolution des bénéfices par action qui devront retrouver le chemin de la hausse pour reprendre un potentiel de performances saines et des valorisations attractives.

Voici les facteurs de risque que nous surveillons et qui pourraient, selon nous, avoir un impact sur les marchés ou l'économie :

1. L'avancement du cycle économique américain
2. Les élections américaines
3. Le coronavirus et le ralentissement économique chinois
4. La valorisation du marché actions



Croissance de la masse monétaire mondiale vs MSCI ACWI



# Dans quelle phase du cycle économique américain sommes-nous ?

L'un des points fondamentaux du processus d'investissement est d'identifier dans quel cycle économique nous nous trouvons. Cela aide à allouer au mieux le capital et à adapter la gestion des risques.

Depuis la dernière décennie, cet exercice est devenu plus difficile du fait des interventions répétées des banques centrales et des opérations menées pour lisser les cycles économiques. Cependant, certains signes ou indicateurs semblent avoir conservé leur pertinence. Prenons l'exemple de la courbe des taux et du différentiel de rendement entre le taux à 30 ans et celui à 1 mois.

L'évolution de ce rendement est très suivie par la communauté financière, car son pouvoir prédictif s'est souvent avéré juste. En effet, avant une récession, le différentiel va d'abord devenir négatif (signifiant que le rendement à 3 mois est plus élevé que

le rendement à 30 ans) puis il va redevenir positif. C'est à ce moment qu'il faut être sur ses gardes.

Si l'on observe la dynamique de ce différentiel, nous constatons qu'il ne s'est pas encore inversé. Cependant, il a fortement diminué depuis 2010 et nous nous rapprochons désormais de 0.

Dans la continuité des indicateurs pertinents, nous retrouvons également les sondages concernant la rotation de l'emploi et la création de nouveaux postes (Jobs Openings and Labor Turnover Survey). Dans ces sondages, deux indices nous intéressent particulièrement : celui de la création d'emplois et le ratio de démissions.

Quand une économie est en croissance, les entreprises ont tendance à créer de nouveaux postes et les salariés quittent plus facilement leur employeur, car il est plus facile de retrouver du travail. Ainsi, quand le contexte économique devient moins porteur, ces deux indices stagnent et finissent par se retourner.

Actuellement, l'indice de la création d'emploi est en baisse et le taux de démissions stagne depuis mi-2018. Si on ajoute à cela le niveau record d'endettement des entreprises américaines, on en conclut que nous sommes dans la phase avancée du cycle économique. Mais cela ne veut pas dire que les marchés vont s'effondrer.

Les actions des banques centrales et des gouvernements sur les leviers monétaires et fiscaux peuvent lisser ou prolonger le cycle de croissance. C'est pour cela que nous serons très attentifs aux prochains messages de la Fed et aux différents discours d'un Donald Trump en campagne qui pourrait bien proposer de nouvelles mesures de relance budgétaire.





# Elections américaines : quels candidats pourraient perturber les marchés ?

Donald Trump a été élu Président des États-Unis il y a bientôt quatre ans. En novembre prochain, les Américains voteront pour décider de sa réélection. Si la cote de popularité du quarante-cinquième président des États-Unis a été malmenée pendant sa première année de mandat, elle s'est reprise depuis et n'a fait que remonter pour atteindre aujourd'hui 44.7% d'opinions positives (moyenne donnée par une quinzaine de bureaux de sondage et d'organes de presse).

Si l'on couple le fait qu'aucun candidat démocrate ne semble faire l'unanimité avec des statistiques en règle générale toujours en faveur du candidat sortant, il semble y avoir une forte probabilité pour que Donald Trump soit réélu cet automne. Il faut toutefois avouer que bien que « The Donald » divise, celui-ci n'en est pas moins charismatique. Il représente en effet, et pour beaucoup, l'incarnation des travailleurs américains oubliés face à une élite démocrate déconnectée de la réalité. Un positionnement qui marche et qui continue de marcher. En revanche, le camp démocrate peine à trouver le candidat qui véhiculerait de façon charismatique un message assez fort pour contrer Donald Trump.

Joe Biden, vice-président de Barack Obama, devait incarner ce candidat, mais il est souvent critiqué pour son âge et ses propos parfois incohérents ; il est même qualifié de sénile par ses plus grands détracteurs. Elizabeth Warren, qui a connu son moment de gloire en montant rapidement dans les sondages, a vu sa cote de popularité s'effondrer suite à sa proposition de Medicare for All dont le coût est estimé à environ USD 20'000 milliards. Quant à Bernie Sanders, candidat toujours très clivant, celui-ci a de fervents supporters, mais il ne semble pas avoir un réservoir de votes suffisant pour s'imposer. Mais le mois



de novembre est encore loin et tout peut arriver. Bernie Sanders a un programme agressif envers le secteur privé et le capitalisme américain. Certes le candidat ne fait pas l'unanimité, mais sa cote de popularité ne cesse de grimper pour arriver à 23 %, juste derrière celle de Joe Biden, évaluée à 27 %. Elizabeth Warren de son côté est passée de 26 % à 15 %.

La candidate qui est actuellement en troisième position des sondages a elle aussi un programme agressif : Impôt sur la fortune de 2 % pour toutes les fortunes supérieures à USD 50 millions, Medicare for All, démantèlement des GAFAs. Compte tenu des positions de plus en plus à gauche des candidats démocrates, les marchés pourraient bien connaître des épisodes de volatilité. Nous surveillerons donc avec attention l'évolution de chaque candidat. Le résultat des primaires du Parti démocrate étant en juin, le premier trimestre de l'année pourrait bien être épargné par les sursauts de volatilité occasionnés par la course à la Maison-Blanche. D'autant plus que le Président Trump risque de ressortir renforcé de son acquittement dans le cadre de la procédure d'Impeachment menée par les démocrates américains.

# Coronavirus : quel impact pour l'économie mondiale ?

En décembre 2019, nous ne nous attendions pas à inclure une épidémie dans les facteurs de risque à surveiller. L'épidémie du coronavirus, nommé de manière provisoire 2019-nCoV, s'est propagée très rapidement en Chine, aidée par un temps de réponse relativement tardif de la part du gouvernement.

Pourtant, lorsque le premier cas d'infection a été officiellement annoncé à Shanghai le 20 janvier, les autorités ont rapidement pris des mesures radicales : mise en quarantaine de dizaines de millions de personnes, prolongation des congés du Nouvel An lunaire et annulation des festivités, port obligatoire du masque ou encore crémation immédiate des personnes décédées.

L'OMS, de son côté, a déclaré l'état d'urgence internationale le 30 janvier. En parallèle, plusieurs pays ont fermé leurs frontières et rapatriés leurs ressortissants pendant que certaines compagnies

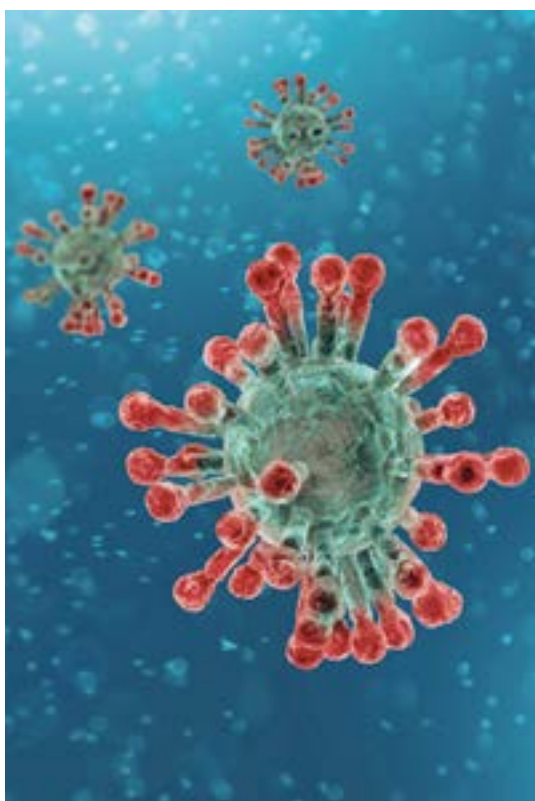
aériennes annulaient leurs vols vers et en provenance de Chine. La majorité des cas déclarés sont situés en Chine continentale, mais l'expansion se poursuit puisque l'on compte, à l'heure de la publication de ce document, plusieurs dizaines de pays touchés, des dizaines de milliers de cas déclarés et des centaines de décès annoncés.

Il est difficile de mesurer l'ampleur de l'impact indirect de l'épidémie sur l'économie mondiale, mais l'impact direct des mesures prises par les autorités et le secteur privé risque de peser sur la croissance chinoise. En effet, de nombreuses entreprises ont été obligées de fermer temporairement leurs bureaux et beaucoup d'usines ont interrompu leur production.

Les indicateurs avancés en Chine risquent de souffrir lors de ce premier trimestre, même si la banque centrale chinoise et le gouvernement continuent à faire tout leur possible pour limiter les effets négatifs de cette épidémie sur l'économie.

Les mesures radicales annoncées montrent d'ailleurs la détermination de la République populaire à endiguer le phénomène au plus vite. Cependant, les marchés ont tout de même montré leur inquiétude. Côté actions, ils ont perdu une partie de leur progression. Les matières premières telles que les métaux industriels et le pétrole ont de leur côté fortement souffert. Et les taux ont baissé dans un mouvement de réduction des risques.

La réaction des marchés financiers face à l'épidémie démontre qu'il s'agit d'un risque à surveiller. Pour anticiper au mieux l'impact global de ce nouveau coronavirus, nous continuerons de surveiller attentivement les indicateurs avancés tels que les indices des directeurs d'achat, l'évolution des stocks et le sentiment des investisseurs. Tant que la situation ne sera pas complètement stabilisée, nous resterons prudents.



# Le marché américain est-il trop cher?

Si les valorisations sont rarement les éléments déclencheurs de mouvements baissiers, il faut convenir qu'elles peuvent amplifier ce type de mouvements ou signaler l'approche d'un sursaut de volatilité.

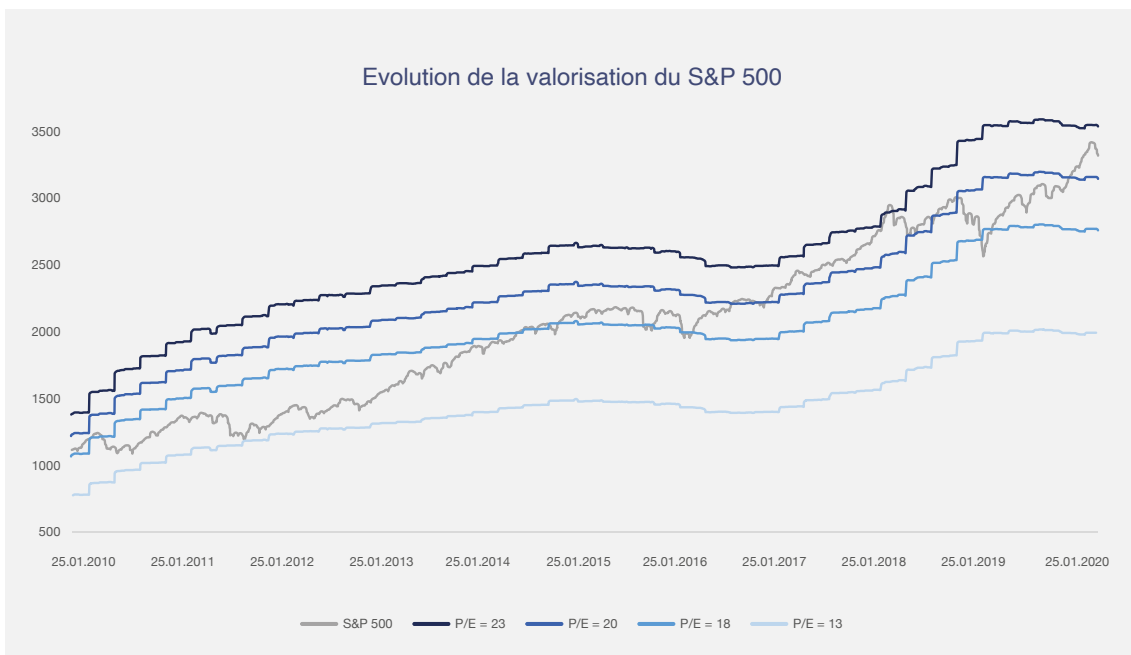
Dans ce cadre, la baisse des actifs risqués consécutive à la propagation du coronavirus a sans doute été exacerbée par le niveau élevé des valorisations dans les premiers jours du mouvement. Retraçant les 10 dernières années des performances du S&P 500, le graphique suivant montre le niveau de cet indice encadré par ses bornes de valorisation, exprimées en ratio Price to Earnings.

Avant la correction liée au coronavirus, le S&P 500 était proche de sa borne de valorisation la plus haute, ce qui est arrivé très peu de fois en 10 ans. On peut donc en conclure que les valorisations sont élevées historiquement.

L'expansion des multiples de valorisation peut être justifiée par un contexte de taux bas. En effet, plus les taux baissent plus les flux de trésorerie futurs augmentent



et inversement, le coût du capital baisse. Cependant ce mécanisme a une limite. Et pour justifier une hausse soutenable des valorisations, il faut que les banques centrales soient plus agressives. Ainsi, les résultats des sociétés devront inverser la tendance et repartir à la hausse pour venir détendre ces niveaux de valorisation et redonner du potentiel haussier.





# Marché des actions

## Actions globales

Alors que certains analystes annonçaient, dans leurs prévisions de début d'année, une récession aux États-Unis, force est de constater que celle-ci n'a pas eu lieu. Bien au contraire, l'année fut forte en tous points. Les bénéfices des sociétés ont continué leur expansion et les valorisations sont passées de 15x à 22x les bénéfices sur l'indice des actions mondiales MSCI World. L'accord commercial entre la Chine et les États-Unis, les élections au Royaume-Uni et la politique accommodante des banques centrales ont en effet poussé les actions vers le haut pour atteindre des niveaux records.

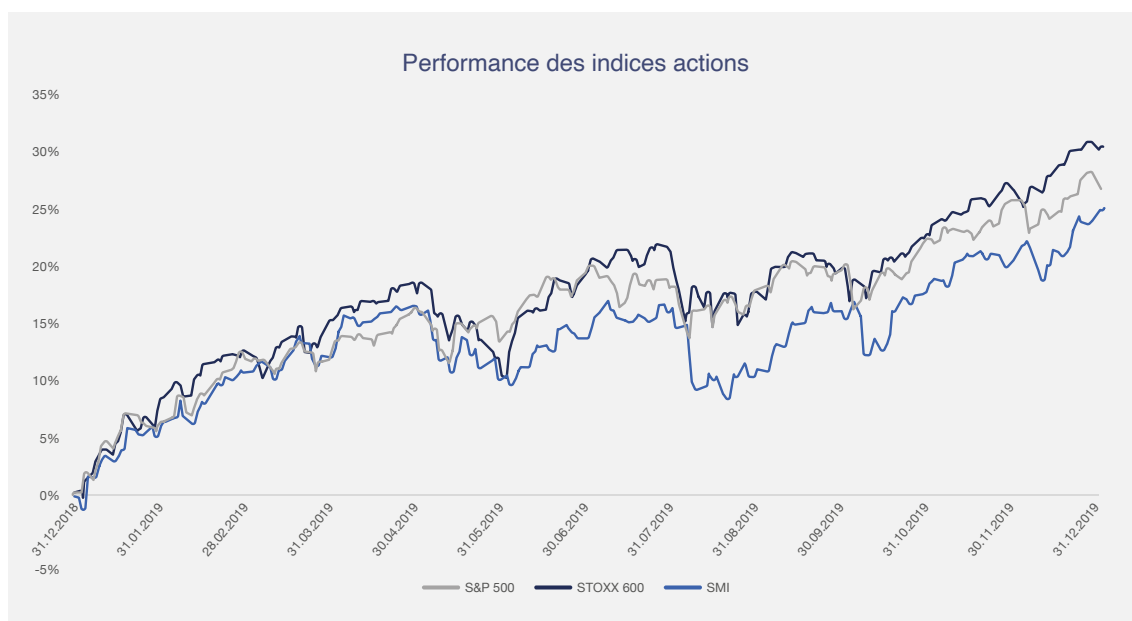
Toutefois, l'économie mondiale semble en fin de cycle. C'est notre opinion. Un avis corroboré par les messages et la prudence des banques centrales qui ont décidé de maintenir leurs taux bas. Les investisseurs qui n'avaient que peu de solutions d'investissement à court terme pour placer leurs liquidités ont donc continué d'acheminer celles-ci vers les actions au vu de la résolution potentielle des risques mentionnés plus haut. En conséquence, ce premier trimestre s'annonce relativement porteur pour les actions étant donné la dynamique sur la réduction des risques macro-économiques à court terme. Nous prenons donc la décision de relever

notre exposition globale aux actions dans nos portefeuilles, faisant passer notre allocation de fortement sous-pondérée à neutre.

## Actions américaines

Le marché américain des actions a terminé l'année en fanfare avec une performance 2019 en hausse de 31 %. Le secteur le plus performant ayant été la technologie avec un bond de 47 % et le moins bon l'énergie avec 7.43 %. À l'instar de notre allocation globale, nous avons décidé de relever notre exposition aux actions américaines de légèrement sous-pondérée à légèrement surpondérée.

Cette allocation s'explique par la bonne résilience de l'économie américaine grâce à sa consommation intérieure soutenue et son marché de l'emploi très dynamique. Nous sommes conscients que les niveaux d'évaluation sont actuellement relativement élevés, mais nous pensons que le « momentum » n'est pas terminé. Les risques semblent limités pour l'instant. Pour contrebalancer la surexposition en actions américaines, de ce premier trimestre, nous préférons privilégier les secteurs défensifs tels que les télécoms. Le secteur de la technologie a quant à lui progressé trop vite selon nous.



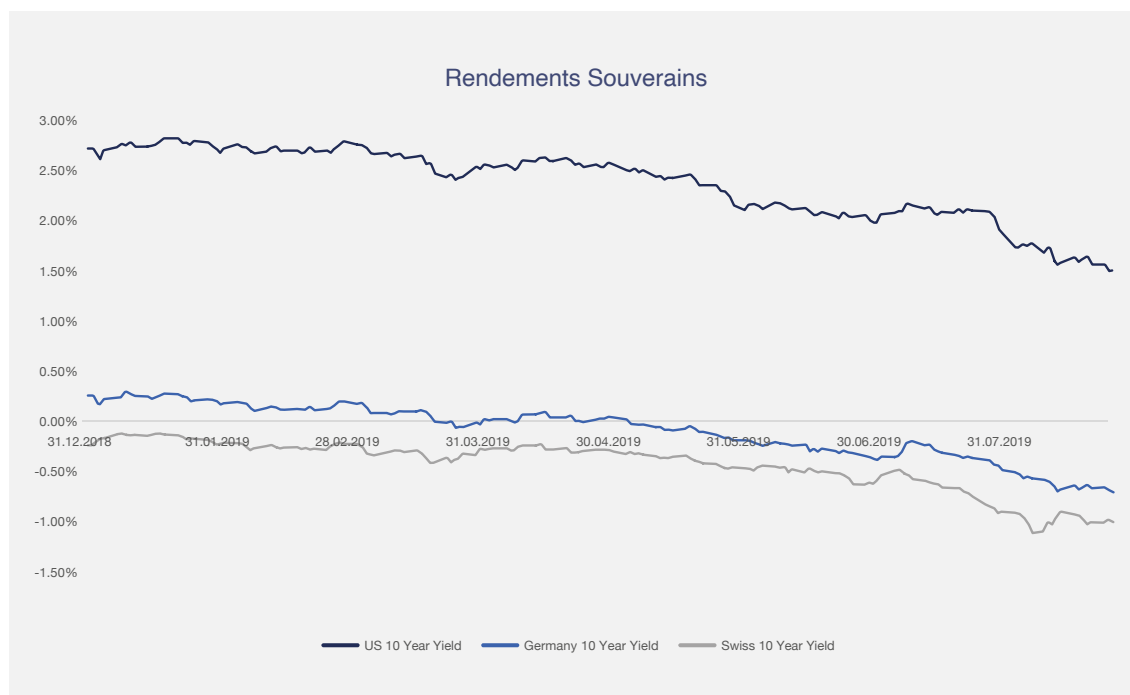
## Actions européennes

Le marché européen des actions a également terminé l'année avec une très forte progression de 24 %. Le retard affiché vis-à-vis du marché américain est selon nous justifié, étant donné la faiblesse structurelle révélée par une faible demande intérieure, mais aussi par la dépendance de cette économie à l'export dans un contexte de conservatisme. À noter également la quasi-absence dans la ligue des grandes sociétés « Big Tech ». Par ailleurs, après

avoir signé un premier accord commercial avec la Chine, Donald Trump, devrait logiquement se tourner vers l'Europe pour signer un nouvel accord commercial afin de satisfaire son électorat et préparer ainsi sa réélection de 2020.

Nous maintenons donc notre sous-pondération sur cette région et privilégions les secteurs ayant un haut dividende à l'instar des financières européennes.

## Marché obligataire



## Obligations globales

Le marché obligataire a été très profitable cette année. Une année commencée avec des taux relativement élevés sur fond de hausse de taux liée à la fin de cycle économique dans les grandes économies développées.

L'inflation n'ayant pas de prise sur les indicateurs de risque, les banquiers centraux ont préféré ne pas tenter le diable en gardant une politique accommodante et laissé l'éventuel ralentissement économique faire le reste. C'est donc logiquement

que 2019 a été un très bon cru pour les investisseurs obligataires avec des taux en décembre 2019 significativement plus bas qu'en janvier, les récompensant ainsi de larges plus-values.

Nous remontons notre allocation globale de neutre à légèrement surpondérée. En effet, l'économie mondiale ne devrait pas entrer en surchauffe dans le contexte actuel. Nous ne devrions pas non plus voir de hausse de taux affecter les prix à court terme.

## Obligations américaines

En 2019, les obligations américaines ont récompensé les investisseurs avec une hausse de 9% environ, capital plus intérêts. Cette année toutefois, la performance potentielle devrait être réduite, car nous commençons 2020 avec des taux significativement plus bas que l'année dernière. À l'instar de 2019, nous allouons majoritairement nos portefeuilles en obligations de bonne qualité « Investment Grade ». Le segment « High Yield » est donc sous-pondéré, car son profil risque/rendement est jugé trop faible. En effet, la prime de risque demandée pour porter les obligations avec une note de crédit inférieure à BBB- se révèle historiquement faible. Celle-ci est passée de +4.5% en janvier à +2.91% actuellement à rajouter sur une obligation gouvernementale, considérée comme sans risque, de même échéance.

## Obligations européennes

Le marché européen obligataire a de son côté généré un profit d'environ 7 % en 2019. À l'instar de son homologue américain, il sera difficile d'égaliser cette performance cette année.

En effet, les taux sont déjà à des niveaux plancher et sauf ralentissement très marqué, ils ne devraient pas baisser davantage. Les banques européennes ont émis une grande quantité de dettes hybrides offrant des rendements attractifs grâce à des taux ultra-bas, permettant ainsi aux investisseurs de la zone euro de ne pas se laisser prendre par les taux négatifs.

À noter que l'Allemagne, fidèle à son orthodoxie budgétaire, maintiendra ses taux bas pour le trimestre à venir.

# Obligations des marchés émergents



Nous avons augmenté notre allocation dans les marchés émergents. De légèrement sous-pondérée, celle-ci est passée à légèrement surpondérés. Les banques centrales devraient à notre sens se montrer peu actives en ce début d'année. Par ailleurs, les primes de risque pour le portage de ce type d'actif se sont passablement réduites et le « momentum » du quatrième trimestre 2019

devrait se prolonger encore. À noter que l'Argentine fait toujours face à un défaut qui pourrait se matérialiser plus tard cette année. Un événement qui bien que déjà anticipé par les traders pourrait venir secouer le marché. Les obligations turques quant à elles ont su tirer leur épingle du jeu récupérant tout le terrain perdu depuis 2018. Il y a encore des poches de valeur dans cette région.

# Conclusion



Malgré les facteurs de risque détaillés dans cette publication, nous avons décidé de relever notre allocation en actions de sous-pondérée à neutre. Nous pensons que la possibilité de voir le marché actions poursuivre son ascension est substantielle.

En effet, les banques centrales devraient continuer d'ajouter des liquidités dans le marché et les entreprises devraient publier des résultats en amélioration. Il nous faut toutefois protéger les portefeuilles exposés aux actions en achetant des options de vente. Ce choix de couverture a été fait pour ne pas pénaliser les portefeuilles en cas de hausse rapide des marchés tout en permettant de lisser de potentielles hausses de volatilité à faible coût.

En parallèle, nous sommes très légèrement surpondérés sur les obligations. Le marché primaire ayant été actif en ce début d'année, nous en avons profité. Au sein de cette poche, nous sommes neutres sur le crédit « Investment Grade », légèrement sous-pondérés sur le « High Yield US », légèrement surpondérés sur les obligations des pays émergents et sous-pondérés sur les obligations souveraines.

Dans le domaine des investissements alternatifs, nous sommes neutres sur les Hedge

Funds et l'or. L'occasion de rappeler ici que nous avons initié notre position sur l'or à 1'468 USD l'once au mois de novembre.

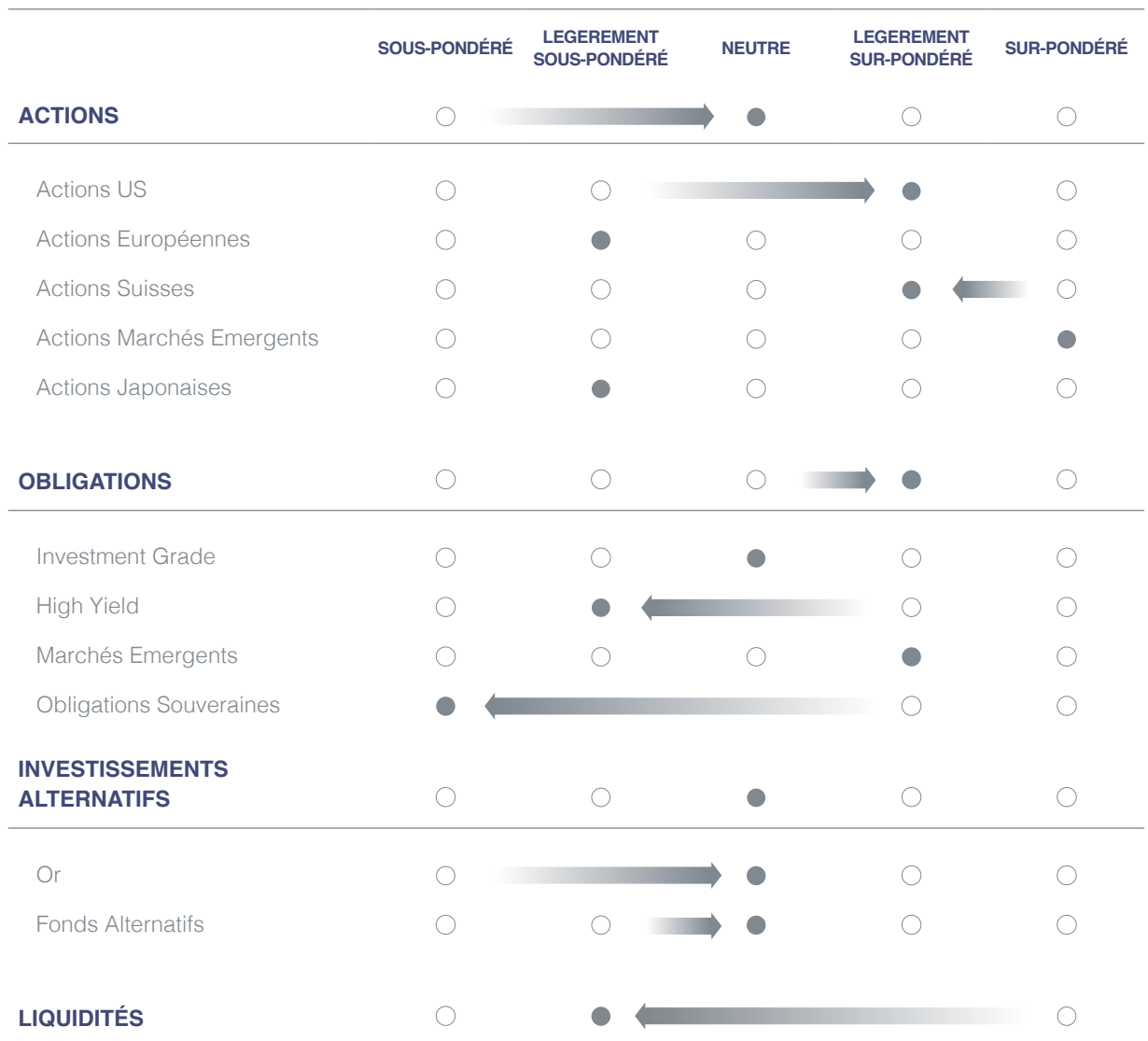
Pour conclure, nous pensons que les actifs risqués devraient continuer à apporter de la performance dans les portefeuilles. Cependant, les risques sont présents, les signes de reprise sont encore timides et les facteurs de risque évoqués apporteront leur lot de volatilité.

Il faudra s'adapter avec rapidité, car les régimes de marchés pourraient changer brutalement. Aidés par notre matrice d'allocation permettant une gestion flexible et diversifiée, nous mettons tout en œuvre pour vous apporter le meilleur rendement/risque possible.

**Hugo Dery**  
Stratégiste

**Tony Pangallo, CFA, CAIA**  
Membre du Comité  
d'Investissement

# Allocation d'actifs



Basée sur des prévisions à 12 mois



