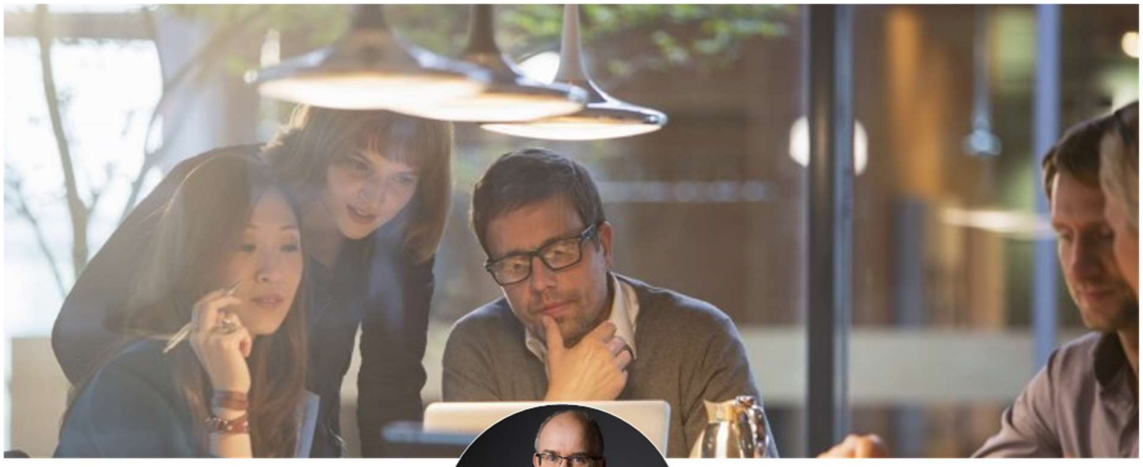
LETTRE DE STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Février 2020



Florent BRONES
Chief Investment Officer

Résumé :

1. L'épidémie de coronavirus est un risque nouveau, très difficile à analyser, mais qui sera temporaire ; elle pèsera sur la croissance économique à court terme, surtout en Chine, puis en Asie. Mais elle ne change pas notre scénario de base de rebond. Le profil de la reprise dans l'industrie sera plus marqué. Des marges de manœuvre en terme de politique de relance existent.

2. **Nos convictions pour 2020 restent donc inchangées :**

   a) La croissance économique restera modérée et sans inflation, nous excluons le risque de récession. Une trêve a été signée entre les Etats-Unis et la Chine.
   b) Les rendements obligataires remonteront quelque peu sur les niveaux actuels trop bas.
   c) Les bourses délivreront une rentabilité positive grâce à la hausse des profits et aux dividendes. Les flux vers les actions continueront.
   d) Il faut diversifier ses paris car la volatilité se rappellera à nous durant l'année.

3. La consolidation en cours n'est pas terminée; elle offrira une opportunité de renforcer les positions sur les marchés que nous mettons en avant, à savoir Eurozone, Etats-Unis et marchés émergents. Nos secteurs préférés sont les financières et l'énergie en global, la technologie et les matériaux en Europe. Nous devenons neutres sur la santé (prise de bénéfices). En termes de style, nous préférons la « value » à la croissance, les petites et moyennes capitalisations aux grandes capitalisations. Nous recommandons l'achat d'obligations convertibles européennes.

4. Nos objectifs de rendements obligataires à 12 mois restent inchangés ; 2% sur le taux 10 ans américain et -0,25% sur le Bund. Comme les taux ont baissé ces dernières semaines, nous attendons maintenant une hausse modérée des taux sur les niveaux actuels. Notre prévision concernant le dollar est inchangée : 1,12 pour 1€ à 3 mois, puis 1,14 à 1 an.

5. Nous réitérons notre opinion positive sur l'or, pour ses vertus de diversification (range revu en hausse de 50$ à 1450-1650$). Nos opinions neutres sont maintenues sur les matières premières industrielles. Nous passons positifs sur le pétrole (range inchangé à 60-70$ pour le Brent).

6. Dans l'alternatif, nous sommes maintenant également positifs sur les stratégies « event driven », qui s'ajoutent à nos stratégies favorites Global Macro et Long-Short Equity. Nous sommes neutres sur l'immobilier côté européen.

Le coronavirus

Les autorités chinoises ont pris des mesures fortes pour limiter autant que possible la contagion du coronavirus. Néanmoins, il se répand et est devenu un sujet de préoccupation international. Les incertitudes majeures demeurent quant à la durée de cette épidémie et à son impact général. Les marchés financiers seront très réactifs à toute information nouvelle sur ce sujet.

Quelques remarques sur les impacts économiques s'imposent :

1) Les mesures de contingentement prises par les autorités chinoises auront un impact conséquent à court terme sur l'activité.
2) L'économie chinoise est beaucoup plus importante pour l'économie mondiale aujourd'hui qu'en 2003, au moment du SARS, dernier épisode de contagion virale à laquelle on se réfère souvent en point de comparaison.
3) Les chaines de production sont beaucoup plus mondiales aujourd'hui, et il est à craindre que l'impact du ralentissement chinois soit global.
4) Il existe des marges de manœuvre en terme de politique économique pour répondre à ce choc. Dès les premiers jours de février, les autorités chinoises ont injecté des liquidités considérables, baissé les taux d'intérêt, pris des mesures administratives pour aider les entreprises en difficulté.

A cause de la nature intrinsèquement temporaire de cette épidémie virale, nous ne pensons pas, à ce stade, que le choc en cours soit suffisant pour modifier notre scénario de base pour 2020. L'impact sera important en Chine au premier trimestre, il prolongera probablement la faiblesse du secteur manufacturier dans son ensemble et ajoute un risque supplémentaire sur les marchés financiers. La tendance générale ne change pas, mais le profil en V sera plus accentué.

Notre scénario pour 2020 est inchangé

Examinons les éléments clefs de notre scénario économique et financier.

Croissance économique modérée, faible inflation

Depuis plus d'un an, l'industrie mondiale est en récession et les indicateurs avancés d'activité prédisent que cette tendance ne s'inversera pas dans l'immédiat. La récession dans le secteur de l'industrie provient, ces derniers 18 mois, de deux éléments. D'une part, les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Ce facteur s'amoindrit avec la signature de

l'accord de phase 1, mais il ne disparaitra pas complètement car les difficiles négociations de phase 2 risquent de durer au moins jusqu'aux élections présidentielles américaines. D'autre part, la contraction du secteur de l'automobile. Le choc de l'épidémie va renforcer cette contraction manufacturière au premier trimestre 2020, pour un rebond potentiel dès la fin de l'épidémie.

Nous pensons toujours que cette récession industrielle ne se transmettra pas au reste de l'économie. Les services et les créations d'emplois restent suffisamment forts, notamment aux Etats-Unis et en Allemagne, pour que la croissance globale des économies soit positive, bien qu'en ralentissement. La hausse des salaires soutient la consommation sans accélérer l'inflation sous-jacente. Les dernières statistiques économiques ont été meilleures que prévues, notamment en Europe, mais il est à craindre que la Chine soit en ralentissement avec une contagion possible aux économies asiatiques. **Dans ce scénario de base, le creux du premier semestre sera plus marqué que prévu à cause de l'épidémie, mais le rebond sera également plus fort qu'anticipé au second semestre.** La croissance devrait ré-accélérer dans les économies matures en 2021, tout en restant modérée.

Les taux d'intérêt et les rendements obligataires resteront bas durablement

Les banques centrales américaine, européenne, britannique et japonaise ne devraient pas modifier leurs politiques monétaires accommodantes durant les prochains mois. C'est notre hypothèse de base. La Fed, en attente après avoir baissé ses taux trois fois en 2019, l'a de nouveau confirmé lors de sa réunion en janvier. La BCE continue d'utiliser tous les outils à sa disposition, taux officiels négatifs, TLTRO très favorable, système de « tiering » pour aider les banques et surtout nouvelle phase de « Quantitative Easing » avec des achats mensuels de 20 milliards d'obligations sur les marchés. Mme Lagarde a commencé une revue stratégique de la BCE, qui prendra du temps avant de produire d'éventuels changements.

De nombreuses autres banques centrales maintiennent un biais accommodant, notamment dans les économies émergentes et particulièrement en Chine avec l'épidémie actuelle.

Les taux obligataires sont également très bas. Ils ont baissé de 25 à 40 pbs récemment suite aux tensions en Chine. Néanmoins, comme notre scénario économique est inchangé, nous maintenons nos anticipations à 2% à 12 mois pour le 10 ans américain, à -0,25% sur le Bund. Les rendements obligataires devraient remonter si la reprise économique attendue se concrétise.

Il existe un cas où les taux obligataires pourraient remonter plus que prévu : si des politiques fiscales agressives de relance étaient adoptées pour prendre le relai des politiques monétaires en fin de cycle. C'est le souhait des banques centrales, notamment de la BCE, à condition que les états investissent. Pour l'instant, les mesures de relance demeurent très modérées, notamment dans les pays comme l'Allemagne ou la Chine, qui ont des marges de manœuvre mais pas la volonté politique. Au cas où les mesures de relance deviendraient plus fortes que prévues, nous pourrions réviser en hausse nos prévisions sur les taux obligataires.

Nous maintenons notre vue positive sur les bourses

Les indicateurs avancés s'améliorent. 2020 pourrait être la première année depuis 3 ans à voir la croissance économique mondiale accélérer. L'accélération sera d'autant plus forte que le début s'année sera très ralenti par les conséquences de l'épidémie en Chine. Avec un profil en V de la croissance en 2020, la reprise se poursuivra en 2021. Les raisons de cette amélioration

sont multiples : diminution des tensions commerciales entre Chine et Etats-Unis, politiques monétaires plus accommodantes depuis la crise financière de 2007, reprise de l'expansion fiscale (certes modérée) dans plusieurs pays.

Les entreprises communiquent en général sur une amélioration de leurs ventes. Indicateur toujours intéressant et souvent avancé, les ventes de semi-conducteurs, se reprennent. La composante nouvelle commande des indicateurs avancés se retourne. Ces indices laissent présager une poursuite de la hausse des profits en 2020, d'autant que la hausse des salaires reste modérée. Cependant, une décennie après la dernière récession, les marges bénéficiaires des entreprises sont élevées. Nous serions surpris que le consensus ne revoit pas en baisse ses prévisions actuelles de +10% de hausse totale des profits, prévisions qui intègrent une hausse des marges. Dans les dernières phases du cycle économique, il est toujours très difficile d'augmenter les marges. Une hausse des profits de l'ordre de 5% (low single digit) parait plus réaliste. Ce qui signifie que la hausse totale des bourses devrait être du même ordre que la hausse des profits, sachant que nous escomptons également une hausse des taux obligataires.

Une opportunité d'achat à court terme ?

En début d'année, les bourses étaient dans une situation de léger « sur-achat », c'est-à-dire qu'après leur forte hausse du dernier trimestre 2019, elles étaient 7 à 8% au-dessus de leurs moyennes mobiles à 200 jours (MM200J). La consolidation a donc commencé. Un retour vers ces niveaux de la MM200J offre généralement une opportunité d'achat. C'est notre opinion car les liquidités sont importantes, et il n'y a pas beaucoup d'alternative aux achats d'actions. Cela sera le cas dès que les investisseurs abandonneront leurs inquiétudes sur le coronavirus, mais nous n'en sommes pas encore là.

Pas de changement ce mois (régions et styles). Nous prenons des bénéfices sur le secteur santé (neutres au lieu de positifs)

Nous privilégions l'Eurozone, les Etats-Unis, le Royaume-Uni et les marchés émergents. Une fenêtre d'opportunité est ouverte pour le segment « Value » (valeur avec une décote) par rapport à « croissance » et pour les petites et moyennes capitalisations. En termes de secteurs, nous mettons en avant les financières en global, le secteur de l'énergie depuis un mois, la technologie et les matériaux de construction en Europe. Nous devenons, ce mois-ci, neutres sur la santé ; ce secteur a très bien performé ces 3 dernières années. Il est maintenant cher et il pourrait être au cœur de débat électoral américain en vue des présidentielles. Nous préférons « jouer » la santé via les thèmes d'investissements, notamment en se focalisant davantage sur les entreprises innovantes du secteur.

Les marchés émergents ont déjà largement corrigé à cause du coronavirus. L'Asie d'une manière générale est la plus touchée. Nous maintenons que le rebond de croissance économique sera favorable aux émergents dont la croissance économique accélère traditionnellement davantage que celle des économies matures. Par ailleurs, les banques centrales restent accommodantes grâce au ralentissement de l'inflation, les taux américains vont rester bas (y compris la partie longue de la courbe) et le dollar devrait rester autour des niveaux actuels. Nous avons toujours trois pays favoris en Asie ; l'Inde (croissance économique rapide, inflation en ralentissement et surtout réformes structurelles mises en place par le gouvernement Modi), la Corée du sud

(poids du secteur technologique, politique monétaire accommodante) et Singapour (dividendes élevés et solides). Nous sommes neutres sur le marché chinois.

En termes de style, nous préférons « la value » à la croissance et les petites et moyennes capitalisations aux grandes capitalisations boursières.

Obligations et crédit : pas de changement de recommandations.

Le mois dernier, nous avons ajusté nos objectifs de taux longs à 2,00% pour le 10 ans américain, à -0,25% sur le Bund, soit 25 pbs de plus qu'antérieurement. Compte tenu de la baisse des rendements obligataires de ces derniers jours, cela signifie que nous escomptons maintenant une hausse des taux à l'avenir.

Nous continuons de mettre en avant les maturités courtes en dollar qui offrent toujours un couple rendement/risque intéressant, uniquement pour le porteur en dollar. Le niveau actuel du taux à 2 ans signifie que le portage est assez attractif pour des maturités courtes.

Nous voyons encore quelques opportunités dans le domaine des obligations d'entreprises de qualité. Nous avons ajusté en novembre notre recommandation en termes de maturité sur le crédit européen et américain à neutre par rapport au benchmark, au lieu d'une duration moyenne plus faible au préalable, car les rendements obligataires ne sont pas loin de nos objectifs (à spreads inchangés). Par ailleurs, la BCE reprenant ses achats d'obligations d'entreprises européennes, nous avons élargi la recommandation positive aux ratings BBB.

Sans changement, **nous sommes positifs sur les obligations convertibles européennes,** dans la foulée de notre optimisme globale sur les actions. La composante « equity » est le moteur principal de la performance actuelle des convertibles, les taux d'intérêt étant tellement bas. Grace à quelques émissions de taille significative en 2019, le marché des obligations convertibles européen a retrouvé une certaine liquidité. Nous restons neutres sur les obligations d'entreprise High Yield en euro et en dollar. Pas de changement dans le compartiment du High Yield (HY), les écarts de rendement sont restés bas aux États-Unis. Il nous semble trop tôt pour changer de recommandation sur le HY euro car les taux nominaux et les primes de risque demeurent bas, ne rémunérant pas assez le risque pris avec ces investissements.

Nous demeurons neutres sur les obligations émergentes souveraines en devises fortes (sensibles au dollar et aux taux américains, poids important dans les indices de la Turquie, de l'Argentine et du Venezuela, trois pays sur lesquels nous ne sommes pas confortables). Nous sommes positifs sur les obligations d'entreprises émergentes en devises fortes et en devises locales tant souveraines que d'entreprises. Elles disposent d'un amortisseur grâce au niveau de rendement à maturité proche de 5% qu'elles offrent. Plusieurs banques centrales devraient continuer de baisser leurs taux officiels, ce qui sera favorable à ces obligations émergentes en devises locales. Les devises émergentes offrent un potentiel de rebond mais restent cependant très volatiles. La performance 2019 a été excellente, compensant la mauvaise année 2018. Le mouvement n'est pas terminé puisque la Fed reste accommodante.

Marchés des changes : pas de changement.

Malgré la phase de « risk-off » de ces dernières semaines, la volatilité dans les taux de change est restée faible. Nous pensons que cet environnement de faible volatilité perdurera car nous n'attendons pas de changements des politiques monétaires et les hausses des rendements obligataires devraient être d'ampleur modérées.

Nous sommes toujours convaincus que le dollar devrait faiblir à long terme face à l'euro, à cause des déficits jumeaux américains fiscaux et commerciaux. A ceci s'ajoute que le dollar est déjà surévalué face à sa parité de pouvoir d'achat à 1,31 pour 1€ (selon l'OCDE). Nous escomptons néanmoins un faible mouvement à 1,12 à 3 mois et 1,14 à 12 mois.

Après l'accord de phase 1 et la diminution des tensions, nous avons révisé à 7,00 au lieu de 7,15 notre objectif à 12 mois (valeur d'un dollar). La devise chinoise a baissé ces dernières semaines, surtout avec la réouverture des marchés en début février. Elle devrait rester autour des niveaux actuels.

Matières premières : nous sommes positifs sur l'or et devenons positifs sur le pétrole.

Fondamentalement, **l'or reste attractif.** Les vertus de diversification dans les portefeuilles sont d'actualité. Un facteur important de support viendra des risques de hausse d'inflation, surtout outre-Atlantique. Notre range attendu est de 1450-1650$ l'once sur les 12 prochains mois. C'est exactement ce qui s'est passé ces derniers jours, l'or étant une couverture (imparfaite) contre le risque.

Changement de conviction : de neutres à positifs sur le pétrole

Depuis leurs plus hauts de début janvier, alors que les tensions entre les Etats-Unis et l'Iran faisaient craindre le pire, les prix du baril de brut ont perdu plus de 20%.

L'épidémie du coronavirus fait craindre une diminution de la demande mondiale suite aux limitations des déplacements dans et vers la Chine.

Notre conviction est que 50$ par baril de West Texas Intermediate (WTI) est intenable pour l'industrie du pétrole de schiste aux Etats Unis. Chaque recul majeur des prix du brut s'est traduit par une diminution des puits en activité après une période de 3 à 4 mois. Il en sera de même cette fois-ci.

Les pays de l'OPEP et associés (« OPEP+ ») ont décidé début décembre de réduire leur production de 0,5 millions de barils par jour supplémentaire et l'Arabie Saoudite a encore réduit son propre quota de 0,4 mb/j pourtant le total des restrictions de production à 2,1 mb/j. La réaction initiale du marché a été modérée en raison de doutes sur la discipline interne au sein de l'OPEP. Mais il faut bien reconnaitre que l'OPEP+ a globalement respecté ses engagements.

La Russie a récemment exprimé son souhait de discuter avec l'OPEP de mesures additionnelles pour faire face à la dégringolade des prix. C'est significatif car en décembre, la Russie trainait les pieds.

Un troisième argument est lié aux risques géopolitiques qui n'ont pas disparus au Moyen-Orient. L'attaque redoutablement efficace de septembre 2019 sur les installations pétrolières saoudiennes et les tensions USA-Iran de début janvier doivent nous rappeler que l'absence de prime de risque dans les prix du brut est une anomalie.

Les perspectives à 2-3 ans restent positives du fait du manque d'investissement dans les champs pétrolifères classiques entre 2014 et 2017. Sans investissement, la production des champs classiques diminue de 6 à 7% par an en moyenne.

Notre conclusion est que la diminution de la consommation liée à la crise sanitaire du coronavirus est de nature temporaire. Les prix du baril de Brent devraient remonter de moins de 55$/b dans la fourchette 60-70$ d'ici 6 mois. Plus la baisse des prix du baril est importante,

plus la remontée le sera aussi. La situation budgétaire des pays de l'OPEP+ et les problèmes de rentabilité de l'industrie du pétrole de schiste exigent un prix d'équilibre plus élevé.

Immobilier : nous sommes neutres sur l'immobilier côté en Europe y compris au Royaume-Uni.

Les valorisations se sont tendues avec l'excellent comportement boursier des derniers trimestres. Ce secteur paie des dividendes attractifs avec des revenus au pire stables, donc qui permettent de maintenir ses dividendes. Mais les REITs auront du mal à faire mieux que le marché action dans un environnement global plus porteur.

Investissements alternatifs : nous devenons positifs sur les stratégie « event-driven »

Nous devenons positifs sur les stratégies « event-driven » : les volumes d'opérations restent élevés, aussi bien en OPA qu'en restructurations, notamment en Europe où le nombre d'opérations augmente sensiblement. Aux Etats-Unis, les entreprises se pressent pour finaliser leurs opérations avant les élections présidentielles.

De nouvelles opportunités dans les segments Global Macro et Long-Short Equity émergeront grâce au retour attendu de l'inflation, grâce aux changements structurels de technologies et du rebond en cours de la volatilité. Nous restons positifs sur les segments Long-Short Equity et Global Macro.

NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS
Head of Real Estate Strategy

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.
Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.
© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés.