

Rien ne sert de courir, il faut partir à point



« Empruntée à Ésope, la fable de La Fontaine relate la course entre un lièvre rapide et une tortue lente, mais tenace. Censée surprendre le lecteur, la victoire de la tortue sur le lièvre se ponctue par la célèbre formule « Rien ne sert de courir, il faut partir à point ». **Après un redémarrage sur les chapeaux de roue qui a surpris les observateurs**, les taux de croissance sont en train de se normaliser et les données économiques supérieures aux attentes se font maintenant plus rares. Pour autant, cette tendance ne nous paraît pas défavorable. Nous pensons au contraire **que la conjoncture adopte un rythme plus durable**, et nous demeurons optimistes au sujet des perspectives macroéconomiques pour le second semestre. »

Fredrik Skoglund *Chief Investment Officer, BIL*

Dans l'immédiat, les goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement empêchent les économies d'atteindre leur plein potentiel, mais selon nous, ce phénomène ne pourra que renforcer la demande au dernier trimestre de cette année et en 2022, ce qui allongera la durée du cycle. En dehors de ces pénuries, les principaux moteurs de la croissance sont toujours en place :

- **La couverture vaccinale continue de progresser.** 5,3 milliards de doses ont déjà été administrées dans l'ensemble du monde et le vaccin de Pfizer-BioNTech vient d'obtenir l'approbation de la FDA après avoir été initialement autorisée uniquement dans les situations d'urgence. Les vaccinations massives semblent efficaces pour réduire les taux d'hospitalisation et les décès.
- **La relance budgétaire est toujours à l'œuvre.** Aux États-Unis, un plan d'infrastructures de 1.000 milliards USD a été approuvé au Sénat et sera soumis au vote de la Chambre avant le 27 septembre. En Europe, les premières dotations du fonds de relance ont été distribuées au mois d'août. Les pays éligibles ont perçu des préfinancements de l'ordre d'environ 10 % à 13 % des enveloppes auxquelles ils avaient

droit, dont les premiers effets devraient bientôt se faire ressentir dans l'économie réelle. À l'Est, la Chine a annoncé la réduction du ratio des réserves obligatoires des banques, ainsi qu'une accélération de ses dépenses budgétaires.

- **La politique monétaire demeure pour l'instant favorable, même si les investisseurs et les banques centrales sont tous bien conscients que les mesures actuelles ne peuvent durer éternellement**, sans quoi l'inflation deviendra hors de contrôle. L'IPC de la zone euro s'est inscrit en hausse à 3 % en août et l'inflation américaine a atteint 5,4 % en juillet.

Dans ce contexte, la question du retrait progressif des achats d'actifs (*tapering*) est dans tous les esprits. La banque centrale de Corée du Sud a été la première en Asie à relever son taux directeur (de 25 points de base, à 0,75 %), tandis que le scénario central qui ressort du compte-rendu de réunion de la Fed est désormais celui d'un *tapering* plus lent, qui débiterait cette année. À la suite de propos tenus par certains gouverneurs de la BCE, la courbe des rendements souverains européenne a adopté une trajectoire de pentification, laissant les investisseurs dans l'attente de la prochaine réunion

de politique monétaire, le 9 septembre, pour plus d'informations.

Un *tapering* sans caprice des marchés ?

Au plus fort de la crise de 2020, les banques centrales ont adopté la posture du « quoi qu'il en coûte », créant un monde « à l'envers » dans lequel plus de 15.000 milliards USD de dette dans le monde sont assortis de rendements négatifs. Selon certains, les distorsions seraient devenues si fortes que les banques centrales auront bien fort à faire pour restaurer la normalité. Nous sommes cependant d'avis que la Fed saura procéder au *tapering* en évitant de déstabiliser les marchés. Premièrement, la Réserve fédérale fait preuve d'une grande transparence en préparant les investisseurs à la réduction progressive de ses achats d'actifs. Deuxièmement, lors du sommet de Jackson Hole, des propos rassurants ont été tenus afin de confirmer aux marchés l'absence de corrélation mécanique entre le calendrier du *tapering* et le relèvement du taux des Fed Funds. Troisièmement, le taux de croissance du PIB américain s'établit quasiment de nouveau au niveau moyen des dix années pré-Covid, grâce à des mesures sans précédent de relance budgétaire et monétaire : en comparaison, en 2013, au moment de l'agitation des

Découvrez l'ensemble de nos réflexions en matière d'investissements sur : www.bilinvestmentinsights.com

marchés après l'annonce du *tapering*, il avait fallu 5 ans pour ramener l'économie à sa tendance d'avant la crise de 2008. Et pour finir, les facilités de pension de la Fed (RRP et SRF) devraient également aider à tempérer les éventuels impacts sur la liquidité.

Actions

Les actifs risqués continuent d'avoir le vent en poupe, même si la croissance s'essouffle. En août, l'indice S&P 500 a signé son septième mois consécutif de performance positive, un record depuis 2017. Certains prévoient des pics (des bénéfices, de la croissance, etc.), mais à nos yeux, les actions continuent de profiter du soutien d'une abondante liquidité, d'un contexte macroéconomique toujours porteur et de la relance monétaire et budgétaire. Par ailleurs, les résultats publiés au deuxième trimestre, de nouveau excellents, sont de bon augure pour de prochaines révisions. D'un point de vue sectoriel, notre préférence va toujours aux activités cycliques comme la consommation discrétionnaire, les matériaux, l'énergie et la finance, ce dernier secteur offrant une protection contre la remontée des taux.

Sur le plan géographique, nous surpondérons les États-Unis, l'Europe et la Chine. Les entreprises américaines ont été exceptionnellement nombreuses à dépasser leurs prévisions de bénéfices au deuxième trimestre, et les mesures de relance budgétaire à venir vont soutenir l'emploi, la croissance et les actions. En dépit du coup porté récemment à la confiance des consommateurs, une accélération des livraisons (1 % en juillet, après 0,6 % en juin) laisse espérer que les investissements des entreprises dans les équipements pourraient compenser le ralentissement attendu des dépenses des ménages et maintenir l'économie sur une solide trajectoire de croissance au troisième trimestre. **Sur le marché américain, nous privilégions toujours les valeurs de rendement, dans l'idée que celles-ci devraient bénéficier de la hausse des taux susceptible de résulter du début du *tapering* de la Fed.**

La saison des résultats du deuxième trimestre s'est également révélée meilleure que prévu en Europe, où, pour l'instant, l'impact du variant Delta sur le sentiment est limité. **La bourse européenne bénéficie aussi et de façon importante des prévisions de hausse de l'inflation et des taux d'intérêts de par sa forte exposition aux valeurs de rendement.**

Les niveaux de valorisation actuels rendent la Chine encore plus intéressante, notamment au regard des opportunités de croissance à long terme présentes dans la région, qui offrent également un environnement stable aux bénéficiaires. Les derniers PMI sont ressortis inférieurs aux attentes, mais cet accès de faiblesse est dû en grande partie, selon nous, à des facteurs de nature passagère, comme les inondations et les nouvelles restrictions appliquées pour infléchir la progression du variant Delta. Naturellement, le grand zèle dont font actuellement preuve les autorités réglementaires présente quelques risques, et d'autres mesures ne peuvent être exclues. La réglementation des géants technologiques et de la « nouvelle économie » est un thème d'envergure planétaire, également présent aux États-Unis et en Europe. La différence ici est que la tonalité de Pékin a changé par rapport à ce dont les investisseurs internationaux ont l'habitude ; toutefois, les accès de volatilité qui en résultent procurent aussi des opportunités.

Obligations

Nous sommes réticents vis-à-vis de cette classe d'actifs, anticipant une remontée progressive des rendements allant de pair avec un contexte macroéconomique solide. Nous nous attendons à ce que le taux américain à 10 ans augmente encore, quoique plus modestement que depuis le début de l'année. En Europe, nous anticipons un mouvement identique, par sympathie, à l'évolution des taux US.

Nous privilégions les obligations d'entreprises investment grade (même si les spreads sont tendus et que le rendement excédentaire devrait provenir de la sélection

des titres et du portage) et high yield (l'univers de choix des investisseurs en quête de rendement, puisque les niveaux de créances douteuses sont à la baisse et que le nombre de rehaussements des notations rapporté aux déclassements n'a jamais été aussi élevé depuis dix ans (x3), en Europe comme aux États-Unis).

Sur les marchés de la dette émergente, nous continuons de privilégier les obligations d'entreprises, car elles offrent une protection plus efficace contre une hausse des rendements réels, sur fond de flux d'investisseurs plus réguliers.

Matières premières

La normalisation des politiques et les taux plus élevés nous incitent à la prudence vis-à-vis de l'or. Nous restons optimistes à l'égard du pétrole. Malgré la décision anticipée de l'OPEP+ d'augmenter de 400.000 barils la production quotidienne, les contrats à terme sur le pétrole s'inscrivent en légère hausse. La reprise de la demande de pétrole devrait se poursuivre au cours des mois à venir, et **les investisseurs surveillent de près les cours pétroliers depuis le passage de l'ouragan Ida, qui a immobilisé au moins 94 % des capacités de production de pétrole et de gaz offshore dans le Golfe du Mexique.**

Résumé

Au regard de notre scénario de base, anticipant à la fois une croissance plus lente mais continue, le début du *tapering* des achats d'actifs de la Fed et une inflation plus persistante, les taux à long terme devraient progressivement prendre de la hauteur. Cette hausse des coûts des emprunts ne devrait cependant pas menacer la croissance. Même si la Fed n'est probablement pas près de relever ses taux, il se peut que la courbe des rendements commence à se pentifier dès à présent, et cette tendance va dans le sens de notre recommandation de surpondérer les classes d'actifs cycliques et les valeurs de rendement.

Stratégie d'investissement

31/08/2021

Allocation générale	Actions	Obligations
Actions	▼	Obligations d'État - Marchés développés ▼
Obligations	▼	Dette émergente ▼
Or	▼	Obligations d'entreprise (IG) ▼
Pétrole	▼	Obligations d'entreprise (HR) ▼
USD	▼	
	États-unis ▼	
	Europe ▼	
	Chine ▼	
	Japon ▼	
	Marché émergents Hors -Chine ▼	

Positionnement : indique si nous sommes ▼ optimistes, ▼ neutres ou ▼ réticents vis-à-vis de la classe d'actifs

Évolution : indique l'évolution de notre exposition depuis la réunion du comité d'allocation d'actifs du mois précédent : ▲ positive ou ▼ négative ou () encore neutre