

Visions contrastées d'un même monde



« Marchés obligataires et marchés actions brossent différents tableaux de l'univers investissable. Les obligations ont fait l'objet d'une revalorisation agressive liée aux anticipations par les investisseurs et aux problèmes persistants liés à l'offre. A cela il faut ajouter un durcissement imminent de la politique monétaire des banques centrales. À l'inverse, les actions se rapprochent à nouveau de leurs plus hauts historiques, grâce à des bénéfices des sociétés supérieurs aux attentes. Notre point de vue se situe quelque part entre les deux : les risques augmentent, mais le ciel ne nous tombe pas sur la tête. Dans ce contexte, nous maintenons la surpondération des actions, qui restent soutenues par une croissance supérieure à la tendance. Nous admettons néanmoins que la volatilité pourrait s'intensifier d'ici la fin de l'année et avons par conséquent adopté un positionnement plus défensif via notre allocation sectorielle. »

Lars Naur Mogeltoft *Head of Equity Strategy*

Paysage macroéconomique

Le passage à l'automne s'est accompagné de davantage d'incertitudes sur les données économiques, alors que les problèmes d'offre perdurent et que les pressions sur les prix s'intensifient. In fine, nous pensons que la forte demande n'est pas compromise mais simplement retardée, en attendant que les dysfonctionnements de la chaîne d'approvisionnement mondiale soient corrigés, prolongeant ainsi le cycle jusqu'en 2022.

Dans l'intervalle, les entreprises doivent toutefois évoluer dans un environnement difficile associant goulets d'étranglement, pénuries de main-d'œuvre et coûts d'intrants et de logistique plus élevés. Ces facteurs n'ont pas encore sensiblement entamé les marges et, pour éviter que cela ne se produise, les entreprises commencent à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. L'inflation est ressortie au-dessus de 5% aux États-Unis pendant quatre mois consécutifs. Elle atteint son niveau le plus élevé depuis 13 ans dans la zone euro, à 3,4%. Si le principe d'une politique mo-

nétaire expansionniste est toujours d'actualité, chaque surprise à la hausse de l'inflation est une nouvelle pierre dans le jardin des banques centrales, qui sont conscientes que les anticipations d'inflation pourraient très facilement s'installer dans la durée. Un tel scénario, s'il se concrétisait, exercerait probablement une pression haussière sur les salaires, et ce qui aurait pu n'être qu'un épisode d'inflation transitoire (causé par les dislocations observées dans le sillage de la pandémie) pourrait devenir plus permanent. Les banques centrales sont toutefois dans une impasse : si elles agissent de manière trop agressive, elles risquent d'étouffer la croissance et de déstabiliser les marchés financiers en cette période d'accumulation de la dette.

Marché obligataire

Les marchés parient déjà sur le fait que les banques centrales seront contraintes d'agir plus tôt que prévu. C'est surtout le cas au Royaume-Uni, où une hausse des taux de la Banque d'Angleterre est anticipée pour novembre. Les marchés attribuent par ailleurs une probabilité de

50/50 à un relèvement des taux par la Fed dès juillet 2022, et s'attendent à ce que l'Europe fasse de même dès 2023. Si nous estimons que ces prévisions sont trop agressives, les taux et les rendements suivent en fin de compte une tendance progressive à la hausse. Un tel contexte nous incite à rester globalement à l'écart des actifs obligataires et de la duration. Toutefois, nous privilégions les obligations d'entreprises investment grade, notamment dans le secteur financier. Les entreprises sont bien financées et les flux sont soutenus par l'abondance des capitaux en quête de rendement. Néanmoins, le marché du crédit intègre un scénario idéal et la marge de hausse des valorisations est limitée. Les rendements excédentaires sont donc à rechercher du côté de la sélection et du portage. Nous sommes également optimistes à l'égard des obligations à haut rendement : les ratios d'endettement retrouvent les niveaux pré-pandémie et les relèvements de notes sont plus nombreux que les rétrogradations aux États-Unis comme en Europe. Nous constatons que les spreads sur le haut rendement européen se sont élargis alors qu'ils se maintiennent à l'intérieur d'une fourchette aux États-Unis. Le haut

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

rendement américain, plus exposé au secteur de l'énergie, profite en effet davantage de la flambée des cours du pétrole. En ce qui concerne la dette émergente, nous privilégions les titres d'entreprises libellés en devise forte, qui affichent des profils de volatilité et de durée plus intéressants. Les obligations d'entreprises résistent mieux à une montée des rendements réels.

Actions

Bien que toujours intacts, les facteurs soutenant les actifs risqués s'affaiblissent progressivement : la croissance reste solide en terme absolu, mais l'effet de surprise à la hausse s'est estompé ; les révisions des bénéfices sont encore positives, mais la tendance est à la baisse ; les taux d'intérêt se maintiennent à des niveaux historiquement bas, mais la perspective de relèvements se rapproche ; et la politique monétaire est toujours accommodante, mais les principales banques centrales sont clairement engagées dans une trajectoire de resserrement. La dégradation des vecteurs de soutien du marché actions pourrait engendrer de la volatilité, en particulier tant que les problèmes liés à l'offre n'ont pas été résolus. Dans ce contexte, nous avons appliqué une stratégie de barbell à notre allocation sectorielle, en optant à la fois pour les valeurs cycliques (énergie, matériaux et services financiers) qui prospèrent traditionnellement dans un environnement inflationniste et pour les valeurs défensives (santé). Le secteur de la santé est en effet moins exposé aux tensions inflationnistes, à la hausse des coûts de production, aux pénuries de main-d'œuvre et aux difficultés des chaînes d'approvisionnement.

Le positionnement sur la consommation discrétionnaire a été ramené à une sous-pondération aux États-Unis, tandis qu'il est neutre en Europe. Ces évolutions ont été motivées par le fait qu'aux États-Unis, le thème de la réouverture a déjà été largement exploité et les révisions sont devenues négatives, tandis que les mesures de soutien budgétaire visant directement les ménages sont revues à la baisse. Dans la zone euro, la tendance

hausnière des ventes de détail reste relativement soutenue et généralisée, en particulier dans les services, et la confiance des consommateurs est supérieure à son niveau d'avant-crise.

En revanche, le positionnement sur le secteur industriel a été ramené à une sous-pondération en Europe, et un niveau neutre aux États-Unis. Les goulets d'étranglement et les pressions inflationnistes se sont avérés plus durables que prévu initialement et si l'économie américaine fait face (les commandes et les livraisons de biens durables restent soutenues), l'industrie européenne semble à la peine malgré une demande vigoureuse. Ce recul est principalement imputable au secteur automobile et les constructeurs ont indiqué que les goulets d'étranglement devraient persister jusqu'en 2022.

À cet égard, sur le plan régional, nous préférons les États-Unis, qui s'en sortent mieux en termes de bénéfices et de dynamique macroéconomique, tandis que les annonces portant sur la très faible probabilité d'une hausse de l'impôt sur les sociétés dans le cadre des projets de loi sur l'infrastructure de Joe Biden constituent un autre élément positif. Le marché américain est également attrayant dans une perspective de fuite vers la qualité en cas de regain d'aversion au risque (les valeurs de qualité y sont plus nombreuses et le marché a tendance à bien se comporter dans ce contexte). Nous continuons par ailleurs de surpondérer l'Europe : bien qu'il sous-performe les États-Unis en termes de dynamique macroéconomique et bénéficiaire, le marché européen bénéficie de la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation en raison de la prépondérance des valeurs de rendement, tandis que la BCE poursuit une politique monétaire résolument plus accommodante que les autres grandes banques centrales.

Préférences sectorielles

NEGATIVE

Consumer Staples, Industrials (Europe), Consumer Discretionary

NEUTRAL

Utilities, Industrials (US), Consumer Discretionary (Europe), IT, Real Estate, Communication Services

POSITIVE

Financials, Materials, Energy, Healthcare

Placements alternatifs

Au vu de la normalisation des politiques, de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement du dollar, nous sommes réticents vis-à-vis de l'or. Nous sommes optimistes en ce qui concerne le pétrole dans la mesure où les récentes augmentations de production de l'OPEP+ ne parviennent pas à satisfaire la hausse de la demande mondiale pour le moment. S'agissant des devises, nous sommes passés d'une position neutre à positive sur le franc suisse. La Suisse a fait preuve d'une forte résilience au niveau de l'offre lors de la reprise post-Covid et le franc suisse s'est toujours apprécié dans un environnement inflationniste associé à une croissance modérée.

Conclusion

Les marchés d'actions et obligataires renvoient deux images très différentes d'un même monde. Pour le marché obligataire, l'avenir se dessine dans des teintes de gris – sombre et morose –, les acteurs de ce marché estimant que des taux plus élevés sont nécessaires pour limiter les boucles de rétroaction de l'inflation, pénalisant in fine la croissance. La situation sur les marchés boursiers semble toutefois suggérer que le dynamisme économique est intact, en dépit d'un environnement opérationnel de plus en plus difficile. Pourtant, si le soutien aux actifs risqués était auparavant évident, éclatant et soutenu comme une peinture à l'huile, il s'apparente aujourd'hui davantage à une aquarelle aux couleurs estompées. Au vu de ces deux tableaux, nous maintenons une surpondération prudente des actions, avec au sein de nos portefeuilles une palette plus équilibrée de valeurs défensives et cycliques.

Stratégie d'investissement

26/10/2021

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

Positionnement : indique si nous sommes optimistes (+), neutres (N) 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 : augmentation, diminution ou pas de changement.