

Les marchés se recentrent sur l'inflation et le resserrement des politiques monétaires



« Nous voici à l'aube du deuxième trimestre de cette année : il s'agissait, initialement, de la période à laquelle était attendu le pic de l'inflation, à la faveur de la résolution des problèmes des chaînes d'approvisionnement dus à la pandémie. Alors que le conflit en Ukraine accentue les tensions sur les prix, il est aujourd'hui évident que l'inflation n'est pas près de disparaître. Malgré les nouveaux risques économiques créés par la situation géopolitique, les grandes banques centrales demeurent déterminées à juguler l'inflation, maintenant largement supérieure à leur objectif commun de 2 % . »

Lieven De Witte *Head of Fixed Income Strategy, BIL*

Du point de vue des fondamentaux, l'économie est toujours en bonne santé et la croissance devrait rester positive dans les principales régions en 2022. Les entreprises se sont jusqu'à présent bien comportées et les services et la production industrielle ont fait preuve de résilience, gênés uniquement par les contraintes d'approvisionnement alors que la demande reste vigoureuse. Pour l'instant, la flambée de l'inflation n'affecte pas trop les marges et les révisions à la hausse des bénéfices laissent espérer que ceux-ci continueront de croître à un rythme soutenu cette année.

Néanmoins, la crise qui fait rage en Ukraine amplifie le risque baissier de l'économie en sapant la confiance, en renforçant l'inflation et en augmentant la probabilité d'un « effet papillon » (autrement dit, d'impacts non linéaires difficiles à prévoir). Si une région présente une plus grande vulnérabilité à ces risques ou aux conséquences économiques de la guerre, c'est bien l'Europe, en raison de sa proximité et de sa dépendance à l'égard des importations d'énergie depuis la Russie. Une prolongation du conflit, avec pour double conséquence de ralentir la croissance et de doper l'inflation, créerait un risque accru de stagflation sur le continent.

La question dominante, de part et d'autre de l'Atlantique, est celle de l'inflation. Aux États-Unis, l'Indice des Prix à la Consommation est au plus haut depuis 40 ans et fait dire à la Secrétaire d'État Janet Yellen qu'il s'agit d'un « motif d'inquiétude majeur » qui « frappe de plein fouet les Amé-

ricains [en les rendant] soucieux de leur moindre dollar en portefeuille ». Alors que l'action du gouvernement fédéral se fait attendre, les différents États, Démocrates ou Républicains, commencent à suspendre les taxes sur l'essence afin de soulager en partie le fardeau des ménages. En Europe, l'inflation n'a jamais été aussi forte et devrait poursuivre son ascension aux alentours de 7 % au mois de mars. Les gouvernements nationaux interviennent pour empêcher les consommateurs de subir une crise du coût de la vie (en particulier en ce qui concerne les coûts de l'énergie).

Les banques centrales sont maintenant sous pression pour refermer la boîte de Pandore et ramener l'inflation sous contrôle. Aux États-Unis, la Fed a lancé son cycle de resserrement des taux et durci ses propos déjà restrictifs, plusieurs de ses membres (y compris ceux qui y sont d'habitude le plus réfractaires) ayant évoqué des mesures plus audacieuses afin de lutter contre l'inflation. Les marchés anticipent à présent un relèvement des taux à chacune des réunions restantes en 2022 (pour une augmentation totale de 200 pb attendue cette année), dont un tour de vis de 50 pb en mai et l'annonce des détails du plan de resserrement quantitatif dans le prochain compte-rendu du FOMC (le 6 avril).

La Banque centrale européenne se montre plus modérée, mais suit cependant le même cap et a clairement fait comprendre qu'elle prendrait des mesures pour endiguer l'inflation même si la guerre est aux portes de l'UE. Un

terme a été mis au Programme d'achats d'urgence face à la pandémie et la BCE s'est engagée à réduire progressivement son Plan d'achats d'actifs d'ici l'été en préparant le terrain pour d'éventuels relèvements des taux avant la fin de l'année. Les anticipations du marché tablent sur un taux de rémunération des dépôts proche de zéro, voire légèrement positif fin 2022 (contre -0,5 % actuellement), ce qui clôturerait un chapitre de huit ans de taux négatifs en Europe.

À lui seul, l'environnement créé par le resserrement des politiques monétaires posait déjà un problème aux investisseurs. Il leur faut désormais composer aussi avec le risque géopolitique accru et de nouvelles tensions dans les chaînes d'approvisionnement. Si, par le passé, de telles conditions auraient pu inciter à se replier sur les liquidités ou sur les segments les plus sûrs du marché obligataire, l'inflation galopante rend aujourd'hui ces solutions inappropriées. En tant que professionnels de l'investissement, ce contexte nous fournit l'opportunité de mettre à l'épreuve nos capacités. À cet égard, nous nous sentons galvanisés à la perspective d'une année difficile dans laquelle l'agilité, l'efficacité dans la résolution des problèmes, l'innovation et la connaissance approfondie des différentes classes d'actifs seront des qualités d'autant plus cruciales.

Pour l'heure, le positionnement de nos portefeuilles vise à bénéficier de la poursuite de la croissance, de la progression des taux et des niveaux toujours robustes des bénéfices, bien que la hausse des taux constitue effectivement

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

un frein pour la dynamique économique et les performances boursières, mais pas un obstacle insurmontable.

De plus, nous portons une attention renouvelée à des thèmes d'investissement que nous suivons depuis déjà quelque temps. La crise énergétique place en ligne de mire la question de la sécurité des approvisionnements en énergie. La volonté plus ferme, en Europe, d'accélérer l'adoption des énergies propres et de réduire la dépendance envers les énergies fossiles, offre un élan supplémentaire à nos thèmes d'investissement axés sur la transition énergétique. C'est une transition générale qui est nécessaire, et qui ne s'exprime pas uniquement en termes de sources d'énergie (renouvelables), mais également dans les modes de transport, la construction et l'industrie, et qui impliquera le recours à toute une panoplie de nouvelles approches de la production manufacturière, de l'automatisation, de l'IA et de l'Internet des Objets, ainsi que du stockage de l'énergie. La tendance pérenne qui sous-tend ces secteurs d'investissement est solidement appuyée par des moteurs de nature fondamentale. Nous privilégions par ailleurs le thème de la cybersécurité, qui joue un rôle de plus en plus important.

Actions

Dans le cadre de notre surpondération des actions, nous privilégions les États-Unis, où les entreprises sont davantage à l'abri de la crise en Ukraine. Nous sous-pondérons l'Europe, dont les perspectives économiques sont plus menacées par la guerre, les sanctions et la crise énergétique. Notre positionnement est neutre sur la Chine (la situation épidémiologique nous retient d'agir à la hâte malgré des opportunités attrayantes à long terme et une nouvelle série de mesures favorables) et le Japon (les valorisations y sont intéressantes, mais la hausse des coûts de production pèse sur les prévisions de bénéfices). Notre opinion est négative envers les marchés émergents, typiquement pénalisés par la politique monétaire plus restrictive de la Fed et par l'appréciation du dollar.

Compte tenu de la volatilité actuelle et des rotations

brutales des marchés, notre positionnement sur les styles est neutre et notre allocation sectorielle diversifiée, avec les préférences suivantes : **L'Énergie** (principal bénéficiaire de l'accroissement des prix du gaz et du pétrole, et où les révisions sont en forte hausse), les **matériaux** (couverture naturelle contre l'inflation et bénéficiaire de la hausse des cours des matières premières, ce qui donne lieu à des révisions favorables), la **santé** (secteur où les bénéficiaires sont généralement stables dans toutes les conditions économiques, dont les prévisions sont bien orientées, et qui est moins exposé aux risques actuels des marchés), la **technologie** (annonces de bons résultats et moteur continu de la croissance), la **finance américaine** (qui bénéficie de la hausse des prévisions inflationnistes et des taux d'intérêt) et les **services aux collectivités européennes** (secteur défensif permettant de se couvrir contre les incertitudes qui règnent actuellement en Europe).

Obligations

Les tensions sur les prix ne montrent aucun signe de répit. Après la fuite vers les valeurs refuges au début du conflit russo-ukrainien, les craintes liées à l'inflation sont à nouveau au cœur du débat, ce qui provoque une forte hausse des rendements à long terme (accompagnée d'un repli prononcé des marchés obligataires dans la quasi-totalité des segments, même parmi les emprunts d'État japonais alors que la BoJ, à contre-courant, maintient une posture accommodante). Parallèlement, la partie courte de la courbe des taux américaine se gonfle sous l'effet des prévisions de resserrement de la politique monétaire, provoquant un aplatissement (et même une inversion entre certaines échéances). En Europe, la fin du PEPP dans le contexte de l'importante révision haussière des anticipations d'inflation a causé un accroissement brutal de la partie longue de la courbe. Le premier tour de vis de la BCE s'approchant à la fois dans le temps et en termes de probabilité, la courbe devrait désormais s'aplatir.

Ces facteurs créent un environnement d'investissement complexe, que nous choisissons d'aborder avec un posi-

tionnement neutre sur le risque de crédit et sous-exposé en duration. Nous privilégions les instruments à duration courte ou bénéficiant d'une vaste protection pour faire face à une hausse des taux (autrement dit, apportant un rendement élevé). Les obligations d'entreprises investiment grade à long terme et de qualité sont également intéressantes, pour autant qu'elles soient protégées contre le risque de taux.

Notre positionnement sur l'or est neutre, dans l'idée que la hausse des taux réels risque de limiter le potentiel haussier à moyen et long terme.

Conclusion

La croissance ralentit, mais les marchés baignent toujours dans les dernières lueurs de la reprise économique et de celle spectaculaire des bénéfices apparue au lendemain de la pandémie. La durée possible de cette phase dépend dans une large mesure des événements géopolitiques, ainsi que du succès des banques centrales dans leur tentative de retirer leurs mesures de soutien sans bouleverser les économies.

Alors que je menais des recherches en amont de notre comité d'allocation d'actifs, depuis le bureau de mon domicile à proximité de la gare de Luxembourg, j'ai été perturbé par un événement extérieur. Toute la gare a été évacuée et une équipe de démineurs est intervenue, car des travailleurs en bâtiment venaient de découvrir un engin explosif datant de la Seconde Guerre Mondiale. De là où je me trouvais, j'ai assisté aux événements, et une pensée m'est alors venue : Jerome Powell a eu beau citer les précédents de 1965, 1984 et 1994, où la Fed avait mis un frein à l'économie en surchauffe sans entraîner de contraction brutale, au vu de la quantité actuelle de facteurs avec lesquels les banques centrales doivent composer (dette élevée, tensions géopolitiques, pénuries, nouvelles difficultés dans les chaînes d'approvisionnement, etc.), il leur faudra manœuvrer avec autant de précision et de délicatesse que l'équipe qui intervenait sous mes yeux.

Stratégie d'investissement

28/03/2022

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.