

Mieux vaut avoir de bons amortisseurs pour naviguer à travers les nids de poule



« Alors que la majorité d'entre nous ressentent à présent concrètement les effets de la hausse des prix, de plus en plus de pressions s'exercent sur les banques centrales pour que celles-ci évitent un dérapage des anticipations d'inflation et la formation d'un cercle vicieux qui s'autoalimente. Malgré l'environnement inflationniste (déjà présent bien avant le conflit en Ukraine) et la hausse des taux, les marges des entreprises demeurent largement épargnées. De fait, alors que les analystes prévoient la moins bonne saison des résultats de 2022 au premier trimestre, pour l'instant les résultats réalisés dépassent les attentes de part et d'autre de l'Atlantique. »

Lars Naur Mogeltoft *Head of Equity Strategy*

De nombreux économistes tablaient initialement sur une croissance forte en 2022. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement devaient se résoudre et permettre aux entreprises de couvrir la demande refoulée par des consommateurs ayant accumulé des montants d'épargne historiquement élevés. Cette seule perspective avait hissé les marchés actions jusqu'à de nouveaux sommets, et l'abondance de liquidités créée par les mesures de relance attirait les investisseurs en masse sur toutes sortes d'actifs (y compris les actions « mêmes » propagées de façon virale par internet, les NFT ou les SPAC). Rien d'étonnant à ce que le thème du Met Gala de cette année à New York se soit inscrit dans ce contexte : « Gilded Glamour » ou l'Âge d'or américain, référence à la période de prospérité, d'industrialisation et de croissance qu'ont traversée les États-Unis entre les années 1870 et 1890.

Alors que les marges des entreprises reflètent toujours une prospérité générale, un hôte indésirable menace de torpiller la croissance : l'inflation. Pas surprenant que la confiance des consommateurs soit en berne. Les ménages n'ont d'autre choix que de surveiller leurs finances. Signe des temps, même le Met Gala est sous le feu des critiques pour le choix de son thème, taxé d'insensibilité devant la flambée de l'inflation à laquelle font face les consommateurs.

Les grands argentiers avaient initialement supposé que l'inflation n'était que transitoire. Que celle-ci s'atténuerait quelque peu avant de disparaître. Mais l'invité s'obstine

et doit maintenant être accompagné fermement vers la sortie. D'autant plus aux États-Unis, où l'inflation s'infiltré à présent dans les structures même de l'économie, comme le prix du logement et les salaires. Effets aussi accentués par la vigueur du marché du travail : en mars, les offres d'emplois s'établissaient au nombre record de 11,5 millions, soit deux fois plus de postes proposés que de personnes en recherche d'emploi. Raisons qui rendent d'autant plus urgente la nécessité d'une intervention de la Réserve Fédérale Américaine pour juguler l'inflation. Et clairement, la nouvelle norme de relèvement des taux de la Fed n'est plus de 0.25 %, mais bien de 0.50 % désormais. Après l'annonce d'un premier tour de vis de 0.25 % à la suite de la réunion de mars, la Fed a procédé à son premier relèvement de 0.50 % en mai, et a prévenu que deux autres interventions de même ampleur devraient être « sur la table » pour les deux prochaines réunions du FOMC. Selon les anticipations du marché, le taux des Fed Funds devrait s'établir aux alentours de 2,8 % d'ici la fin de l'année.

En Europe, selon des propos de Christine Lagarde, la BCE est confrontée à une problématique différente, car 50 % de l'inflation globale est due à la hausse des coûts de l'énergie (sur lesquels la banque centrale a peu de pouvoir). Étant donné la place importante de la Russie parmi les fournisseurs d'énergie, les déséquilibres vont certainement persister à court terme, et même si l'inflation a le vent en poupe, des signes avant-coureurs d'un pic semblent émerger. C'est pourquoi la BCE procède avec plus de circonspection, en

confirmant la fin des achats d'obligations au troisième trimestre puis seulement des relèvements du taux central « quelque temps après », de manière à porter d'ici la fin de l'année le taux de dépôt à zéro, voire même à un niveau positif. D'après nos calculs, les marchés anticipent près de neuf relèvements de 0.25 % d'ici fin 2023. Il s'agit là d'un scénario relativement agressif, et nous estimons de manière générale que le marché a tendance à exagérer la réaction des banques centrales à partir de la situation d'urgence de la Fed.

Selon nous, on pourrait aussi s'approcher du pic dans les anticipations de durcissement des politiques monétaires. A moyen terme, les facteurs domestiques devraient aussi devenir plus pertinents pour les banques centrales des pays développés, les conduisant à une normalisation spécifique.

Mais la question ultime reste de savoir si les banques centrales peuvent contrôler l'inflation (ou, du moins, la tempérer) sans mettre fin à la fête (autrement dit, sans que la politique monétaire soit restrictive au point d'anéantir la croissance).

Implications en matière d'investissement

Il ne fait aucun doute que la tâche qui incombe aux banques centrales rend l'environnement d'investissement particulièrement difficile à naviguer. Depuis plus de dix ans, les marchés financiers ont été en état d'apesanteur grâce

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

au simple pari qu'en cas de dégradation des conditions, la Fed interviendra pour soutenir les prix des actifs. Pas étonnant que la stratégie gagnante pour l'investisseur aura été l'« achat sur repli ». Mais en 2022, il se pourrait que, cette protection de la Fed (on parle de « Fed put ») soit, dans une certaine mesure, remplacée par un « CFO put », ce qui aurait évidemment un effet salutaire. Autrement dit, l'annonce de programmes de rachats d'actions et de paiements de dividendes de la part d'entreprises qui disposent de liquidités abondantes pourrait soutenir les valorisations et ce malgré le retrait du soutien des banques centrales.

Comme en témoignent les premiers chiffres publiés pour la saison des résultats actuellement en cours, les entreprises continuent à dégager des résultats solides, témoignage d'une forte capacité, à ce stade, d'augmenter leurs prix. Selon les analystes, cette saison de résultats devrait être la moins bonne de l'année 2022. Ceux-ci tablent en effet sur une remontée des marges à des sommets au troisième trimestre. Même si le consensus s'accorde sur un probable pic de l'inflation vers le milieu de l'année, ces estimations nous paraissent bien optimistes (surtout pour l'Europe, aux frontières de laquelle un conflit fait rage) et il nous semble logique de se préparer à des révisions baissières. Mais, à contrario, rien ne laisse présager d'une récession des bénéfices, frein indiscutable à une progression des bourses.

En dépit des risques croissants qui pèsent sur la croissance, les marchés restent selon nous à même d'afficher des performances positives au cours des 12 prochains mois et nous maintenons une surpondération en actions. Nous n'avons pas modifié notre allocation au sein de ce segment, considérant que les États-Unis demeurent la région la mieux positionnée. Sur le plan sectoriel, nous sommes toujours exposés aux secteurs qui affichent habituellement de belles performances en fin de cycle, comme l'énergie et les matériaux. À mesure que le cycle gagne en maturité, les valeurs défensives devraient se redresser, c'est pourquoi nous sommes déjà positionnés sur la santé et les services aux collectivités européens. Nous maintenons la surpondération des valeurs financières américaines, car la période

des taux ultrafaibles qui grevait les bilans des banques depuis plusieurs années touche à sa fin. Nous n'avons pas modifié la surpondération du secteur de la technologie de l'information : si le secteur a été durement touché dans un environnement de hausse des taux, à nos yeux, il intègre à présent la plupart des tours de vis à venir. Au sein du secteur IT notre sélection se concentre sur des sociétés de qualité, dotées d'importants flux de trésorerie, d'une croissance bénéficiaire solide et de bilans robustes.

Le marché obligataire subit son repli le plus prononcé depuis plus de trente ans, sous l'effet de l'inflation constamment supérieure aux attentes et des craintes de normalisation de plus en plus rapide et importante de la politique monétaire. Avec comme point de départ un rendement anémique, rien d'étonnant à ce que les coupons n'aient pas servi de rempart face à la hausse des taux et l'élargissement des spreads de crédit. Particulièrement atypique, l'observation que pour les investisseurs en euros, les obligations d'État « plus sûres » ont signées de moins bonnes performances que les obligations investment grade, elles-mêmes devancées par les obligations à haut rendement. Par ailleurs, fait exceptionnellement rare, le repli des obligations s'est produit au même moment que celui des actions, ce qui signifie que même la diversification des portefeuilles n'a pas permis d'atténuer le choc.

Si la correction a été brutale, il existe un point positif : désormais, les investisseurs en obligations vont enfin pouvoir commencer à obtenir des rendements plus intéressants, car les obligations d'entreprises assorties de rendements négatifs appartiennent (pour l'instant) au passé. Prenons l'exemple des obligations investment grade libellées en euros : le rendement moyen s'établit actuellement à 2,1 %, contre 0,5 % seulement en début d'année.

Nous maintenons la surpondération des obligations à haut rendement et investment grade. Sur ce dernier segment, notre comité d'investissement a décidé de renforcer l'exposition, délaissant les obligations d'entreprises émergentes au profit de titres investment grade américains à taux fixe

et de courte échéance. Pour la dette émergente l'impact du conflit en Ukraine sur la hausse des prix des matières premières industrielles et agricoles, combiné à la hausse des rendements réels américains nous semblent une combinaison dangereuse. En optant pour des obligations IG américaines à taux fixe et de courte échéance, nous pouvons réduire la volatilité potentielle tout en conservant un rendement attractif (actuellement aux alentours de 3,3 %). À nouveau, ce segment bénéficie du fait que les prix intègrent déjà la plupart des mesures des banques centrales, et comme l'exprime Moody's : « Un relèvement progressif des taux augmentera les coûts d'emprunt des entreprises mais ne devrait pas nécessairement nuire de façon significative aux fondamentaux du crédit en l'absence de chocs économiques ».

Des niveaux d'inflation élevés et une politique plus restrictive de la Fed devraient faire baisser la demande de placements en or à moyen terme. Néanmoins, l'or demeure une option intéressante à des fins de diversification et de réserve de valeur.

Conclusion

Avec la disparition de la main invisible des banques centrales sur fond d'inflation toujours élevée, de nombreux nids de poule sont visibles sur la route des investisseurs. Même si nous devons nous préparer à des rendements plus timorés que ceux engrangés l'année dernière, il nous semble crucial de garder son sang-froid et de conserver dans son viseur ses objectifs d'investissement. Selon nous, la résilience de la demande, la bonne santé des bilans des ménages et des entreprises et la hausse des bénéfices devraient servir d'absorbants de chocs. Dans les périodes de turbulence, il importe également de garder à l'esprit qu'en matière d'appréciation du capital sur le long terme, le temps passé sur le marché importe plus que le timing. S'il est vrai que les conditions de marché actuelles nécessitent un sang-froid à toute épreuve, comme nous l'avons déjà souligné, ne pas investir son argent est le meilleur moyen de perdre du pouvoir d'achat, sans aucune possibilité d'appréciation.

Stratégie d'investissement

28/04/2022

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 réticents (-), neutres (N) ou optimistes (+) 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.