

À mi-parcours



« Nous avons atteint le milieu de ce qui, jusqu'à présent, se révèle une année agitée pour les marchés financiers. Ce cheminement nous fait penser à la chanson de Bon Jovi « Livin' on a Prayer » - nous sommes à mi-parcours et n'avons plus d'autre choix que de prier - prier pour que les banques centrales réussissent l'atterrissage en douceur des économies dans le sillage du resserrement de leur politique monétaire. Mais la tâche est pour le moins ardue. Les banques centrales sont aujourd'hui confrontées à une inflation au plus haut depuis plusieurs décennies, à une guerre sur le continent européen et aux risques entourant l'offre de matières premières essentielles, notamment le pétrole et le gaz. En revanche, les entreprises et les banques disposent de solides niveaux de capitalisation en ce début de cycle de resserrement, et les dépenses des ménages sont jusqu'ici soutenues par la vigueur des marchés du travail. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

Si les économies sont toujours en phase de croissance, les projections sont revues à la baisse. Selon le FMI, la croissance mondiale devrait ralentir à 3,6 % en 2022 et 2023 (contre 6,1 % en 2021), soit respectivement 0,8% et 0,2% en moins que dans les prévisions établies en janvier. Le tassement de la croissance soulève des murmures de récession de plus en plus fréquents. Les indicateurs que nous suivons n'annoncent rien de tel dans l'immédiat, mais leur lecture laisse entrevoir une poursuite de la dégradation des données macroéconomiques et un risque de récession accru au cours des 6 à 18 prochains mois, en particulier en Europe.

C'est aux États-Unis que le dynamisme de l'économie est le plus marqué et les données publiées fin mai ont dressé un tableau rassurant. Ainsi, l'enquête ISM est ressortie supérieure aux attentes (56,1 contre 54,5), reflétant la poursuite de l'expansion de la production manufacturière malgré les pénuries et les problèmes des chaînes d'approvisionnement. Dans le même temps, les dépenses des ménages se sont accrues au rythme soutenu de 0,9 % en glissement mensuel, tandis que les chiffres de mars ont été révisés à la hausse, de 1,1 % à 1,4 %. Les dépenses réelles corrigées des augmentations de prix ont également progressé de 0,7 % en glissement mensuel et les données sous-jacentes laissent supposer que les consommateurs américains demeurent prêts à piocher dans leur épargne pour maintenir leurs dépenses, galvanisés par la vigueur du marché du travail.

La perception du marché du travail joue pour beaucoup dans la résistance des dépenses de consommation : c'est pourquoi il conviendra de surveiller attentivement les éventuels signes

d'essoufflement de l'emploi et, le cas échéant, son ampleur. Les toutes dernières données de l'enquête JOLTS ont à nouveau confirmé le niveau soutenu de demande de main-d'œuvre, avec un ratio entre les embauches et les ouvertures de poste ayant atteint un plancher historique. Cependant, le pourcentage net de personnes estimant que les opportunités d'emploi sont « nombreuses » a chuté à son niveau le plus faible depuis mai 2021.

Les perspectives sont bien moins favorables en Europe, en raison de sa plus forte exposition au conflit en Ukraine et aux conséquences des sanctions, principalement à cause de sa dépendance à l'égard du gaz et du pétrole russes. Les surprises macroéconomiques commencent déjà à s'orienter à la baisse et les entreprises européennes traversent une nouvelle fois des difficultés de chaîne d'approvisionnement, alors que les ménages dépensent avec plus de réticence, en raison de la baisse des revenus réels disponibles. La confiance des consommateurs est négative, à -21,1, bien en deçà de sa moyenne à long terme.

L'inflation continue de flamber de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, l'inflation a atteint 8,6% en glissement annuel en mai, soit un plus haut sur 40 ans. En Europe, la hausse des prix était de 0,8% entre avril et mai (après 0,6 % en glissement mensuel en avril) pour s'établir à 8,1%, un nouveau record historique. Et clairement en Europe, la hausse des prix ne connaît pas de temps morts. L'inflation de base est passée de 3,5 % à 3,8 % en glissement annuel, et même si l'inflation de la zone euro est tirée dans une large mesure par les prix de l'énergie, un examen plus détaillé révèle de nouveaux sommets dans une multitude de sous-catégories.

Engagée une lutte frontale contre l'inflation, la Fed a le doigt sur la gâchette : Jerome Powell a confirmé des relèvements des taux de 50 pb en juin et en juillet, marquant également le début officiel de la réduction du bilan de la Fed à un rythme mensuel de 47,5 milliards USD, qui sera porté à 95 milliards USD en septembre. Dans la mesure où tout cela a été clairement communiqué, le démarrage effectif du programme ne devrait pas perturber les marchés.

La BCE semble s'inspirer enfin du même discours restrictif, avec l'annonce de la fin de ses achats nets d'obligations pour le tout début du troisième trimestre, ce qui permettra alors d'opérer un premier relèvement des taux à la réunion de juillet, tel que prévu dans les orientations prospectives. Selon Christine Lagarde, la BCE sera en mesure d'abandonner les taux négatifs d'ici la fin du troisième trimestre, ce qui suppose des hausses de taux de 25 pb aux réunions de juillet et de septembre.

Perspectives d'investissement

Face à ces perspectives de croissance moins favorables, notre posture en ce début de second semestre se veut plus prudente et neutre à l'égard des actions. Certains se demandent peut-être pourquoi nous n'avons pas opté pour une sous-pondération. Notre choix s'explique par le fait qu'une récession mondiale est encore loin d'être certaine et que si l'on évite celle-ci ainsi qu'une récession des bénéfices des entreprises, les actions devraient se redresser. Les marchés intégrant un scénario futur très pessimiste, tout est, à présent, question de relativité. Les données économiques ou le fil d'actualité sur les politiques monétaires ne

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

doivent pas nécessairement être bonnes, il suffit que l'actualité soit meilleure que les prévisions actuellement pessimistes pour offrir un peu de soulagement aux actifs risqués. Parallèlement, les entreprises continuent d'engranger des bénéfices robustes, et les analystes anticipent la poursuite de cette tendance en 2022.

Pour obtenir notre positionnement neutre sur les actions, nous avons davantage sous-pondéré les régions qui nous semblent les plus risquées, à savoir l'Europe et les marchés émergents (hors Chine). Ces derniers voient leurs perspectives de croissance se dégrader en raison de la forte inflation, de la hausse des taux réels américains et du variant Omicron, qui pénalise l'ensemble de l'Asie, où de nombreuses régions sont confinées. Nous préférons largement les États-Unis, qui continuent de publier des données macroéconomiques solides et qui bénéficient par ailleurs d'une perspective de refuge plus sécurisé, compte tenu, notamment, de l'éloignement géographique du conflit en Ukraine.

Notre exposition sectorielle est bien diversifiée et caractérisée par une surpondération des secteurs de fin de cycle économique comme **l'énergie** et les **matériaux**, ainsi que des choix plus défensifs comme **les services aux collectivités européens** et la **santé**. Les marchés intégrant désormais le resserrement agressif des banques centrales, nous maintenons la surpondération des **technologies de l'information**. Nous avons également décidé de réduire notre exposition aux valeurs financières américaines, car les anticipations d'inflation, d'accroissement des taux d'intérêt et de durcissement de la posture de la Fed semblent avoir atteint leur point culminant. Dès lors, dans le contexte du ralentissement de la croissance, la courbe des taux américaine devrait rester relativement plate (avec les inquiétudes entourant la croissance qui pèseront sur les rendements à long terme), ce qui est généralement de mauvais augure pour les marges du secteur.

Dans l'univers obligataire, les emprunts d'État jouent une fois encore leur rôle de valeur refuge. Cette dynamique vient compléter la transition des thèmes dominants du marché, qui s'axent désormais sur les craintes entourant la croissance et tournent moins autour de la perspective du resserrement des politiques monétaires.

Notre positionnement sur le risque de crédit est neutre et nous **avons réduit notre sous-pondération en terme de durée**. Pour ce faire, nous avons diminué notre allocation aux obliga-

tions d'entreprises investment grade américaines à court terme au profit de **bons du Trésor américain**. Cette opération apporte une certaine protection aux portefeuilles, tout en nous permettant de tirer parti de l'accroissement relatif des rendements lié au repli du marché au 1er semestre 2022.

Il en résulte également une sous-pondération des obligations d'entreprises investment grade, classe d'actifs exposée à un risque de volatilité accrue et de liquidité moindre, à mesure que la Fed réduira son bilan et que la BCE sortira peu à peu du marché. La bonne nouvelle est que les bilans des entreprises, en ce début de cycle de resserrement monétaire, sont solides (l'endettement net est au plus bas depuis 2017 aux États-Unis et en Europe) Dès lors, la poursuite d'un léger élargissement des spreads reste envisageable, mais l'horizon s'éclaircit pour les investisseurs en quête de rendement total/revenu.

Nous maintenons la surpondération sur la **dette spéculative**. Même si des poches spécifiques de tensions sont probables, la solidité des fondamentaux des entreprises apporte une protection, et les événements de défauts ont peu de chances de s'envoler à court terme. Des pressions s'exercent visiblement aux États-Unis sur les segments de notation les plus spéculatives, et la dispersion s'accroît entre les titres à haut rendement à mesure que les primes de liquidité, de taille et de qualité augmentent. Notre préférence va aux titres de rating BB par rapport aux notations CCC, qui sous-performent depuis peu.

Sur les marchés des changes, notre opinion à l'égard du dollar américain est passée de positive à neutre. Des positions acheteuses massives ont été adoptées sur le dollar tout au long du premier semestre 2022, d'où une surévaluation de la devise. La dégradation de la balance commerciale américaine et le resserrement des politiques de la BCE pourraient par ailleurs lourdement peser sur le dollar. De plus, nous avons adopté une vue baissière à l'égard de la livre sterling, en raison de la faiblesse de la confiance des consommateurs au Royaume-Uni et de la posture désormais plus conciliante de la Banque d'Angleterre concernant les relèvements des taux.

Nous sommes neutres sur **l'or**, car à court terme, son prix pourrait pâtir de mouvements de réduction du levier financier des investisseurs, ainsi que de la hausse des taux réels. À long terme,

néanmoins, l'or demeure une option intéressante à des fins de diversification de portefeuille et de réserve de valeur.

Depuis début 2022, la classe d'actifs des matières premières signe sa surperformance la plus marquée depuis le début de la publication des données sous-jacentes en 1960, à la faveur du choc d'offre sans précédent provoqué par la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Celle-ci perturbe en premier lieu les marchés de l'énergie internationaux, la Russie faisant partie des plus gros producteurs. Les pénuries sur les marchés pétroliers devraient donc perdurer, mais la pression sur l'offre devrait s'atténuer du fait de la libération d'une partie des réserves stratégiques, de l'augmentation de la production des membres de l'OPEP+ et d'une croissance plus modérée de la demande. Nous nous exposons à la hausse des cours pétroliers via la surpondération du secteur énergétique dans notre allocation aux actions, mais nous maintenons un positionnement neutre sur le pétrole au niveau du marché des matières premières.

Conclusion

En cette année 2022, les banques centrales vont devoir procéder à un resserrement de politique monétaire parmi les plus délicats jamais opérés. Les approches ultra-accomodantes en réponse à la pandémie, qui ont propulsées les marchés de sommets en sommets, se dissipent désormais dans un climat de « gueule de bois », ce qui nous fait encore penser à une chanson de Bon Jovi...

*I would drink of your river, it would always get me high
What was once my salvation, now tastes like bitter wine*

Étant donné le resserrement des politiques monétaires - et des conditions financières - les risques pour la croissance vont continuer à s'accumuler. Et les choses sont aggravées par le conflit en Ukraine, qui se poursuit sans aucun signe d'apaisement.

En attendant de voir si les banques centrales sont capables de réussir l'atterrissage en douceur des économies (endiguer l'inflation sans créer de choc important sur la croissance), nous recommandons aux investisseurs de maintenir un positionnement défensif, diversifié et patient en se concentrant sur leurs objectifs financiers à long terme, ainsi que sur des thèmes qui perdureront au-delà du cycle actuel, comme la numérisation ou la transition durable.

Stratégie d'investissement

30/05/2022

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.