

Narrations divergentes



« Le marché oscille entre deux narrations divergentes : une inflation durablement élevée ou un risque de plus en plus probant de récession. Face à une inflation obstinément élevée, les banques centrales continuent pour l'heure d'appliquer une politique agressive ; reste à savoir pour combien de temps. Notre conseil : maintenir un positionnement sûr et liquide sur le marché obligataire. Au sein de notre allocation aux actions, nous avons une nouvelle fois réduit la cyclicité dans nos choix de préférences sectorielles. Sur le plan régional, nous avons doublé notre exposition à la Chine, exception notable au cycle de resserrement monétaire mondial. »

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

Paysage macroéconomique

Les indicateurs avancés de l'activité économique restent en zone d'expansion en Europe et aux États-Unis, mais la tendance laisse entrevoir un net ralentissement de la croissance à venir. Les perspectives de l'Europe sont particulièrement moroses, le Vieux Continent étant confronté à la menace de pénuries énergétiques et à la baisse de la demande (sauf dans le secteur du voyage, qui représente 10 % du PIB de l'UE). Lorsque l'effet porteur des carnets de commande et des dépenses consacrées aux vacances se dissipera, la région devrait selon nous connaître une récession modérée, et ce dès cette année.

Les États-Unis sont quant à eux au bord d'une récession « technique », dans la mesure où la croissance du premier trimestre a été négative (-1,6 %) et où les prévisions augurent une stagnation pour le deuxième trimestre. Cependant, le plus gros risque pour les marchés serait un ralentissement marqué et prolongé de l'économie. Cela ne correspond pas à notre scénario de base étant donné la vigueur sous-jacente du marché de l'emploi (le chômage s'élève à peine à 3,6 % et le nombre d'actifs se rapproche des sommets qu'il atteignait avant la crise du Covid), le fait que les ménages semblent toujours enclins à puiser dans leurs économies pour consommer et les premiers signes d'une possible stabilisation de l'inflation (l'indice de diffusion ISM Prices Paid, notamment, est passé de 82,2 en mai à 78,5 en juin, son niveau le plus bas en cinq mois). À noter également que la contraction du PIB

au premier trimestre résulte en grande partie d'une envolée des importations, avec un solde net du commerce extérieur qui a grevé le PIB de pas moins de 3,2 pp, avec des grossistes et détaillants profitant de l'accalmie des restrictions de l'offre pour reconstituer les stocks. Les stocks réels se sont accrus de 150 milliards USD au premier trimestre, un chiffre impressionnant certes, mais inférieur aux 193 milliards USD inscrits au quatrième trimestre, coûtant ainsi 1,1 pp au PIB. Les importations de marchandises non pétrolières ont flambé au rythme fulgurant (et insoutenable) de 42 % en termes annualisés, alors que les exportations ont progressé de 6 %. Le principal point d'interrogation pour le deuxième trimestre sera la mesure dans laquelle cette envolée des stocks va se normaliser.

En Chine, où les hausses de l'indice des prix à la consommation et l'indice des prix à la production sont modérés (respectivement 2,1 % et 6,4 % en mai), Pékin dispose d'une bien plus grande marge de manœuvre en termes de stimuli pour les prochains mois, à contre-courant du tour de vis opéré ailleurs dans le monde. Un train de mesures de relance budgétaire a déjà été mis en place en Chine, avec une ligne de crédit de 120 milliards USD destinée à l'expansion des infrastructures. Selon Bloomberg, les gouvernements locaux ont établi des listes recensant des milliers de grands projets, et les investissements prévus pour l'ensemble de l'année représentent quelque 14.800 milliards de yuans (soit 2.300 milliards de dollars, le double du plan d'infrastructures de 1.100 milliards de dollars voté par le Congrès américain pour

les 5 prochaines années). Par ailleurs, les données à haute fréquence indiquent une possible stabilisation du secteur de l'immobilier chinois, à la faveur d'une série de mesures ciblées dans certaines villes (assouplissement des exigences sur les mises de fonds, rabais sur les taux hypothécaires, etc.). Nos analystes estiment désormais que d'autres mesures d'assouplissement pourraient suivre dans les secteurs de l'immobilier et d'Internet et libérer ainsi la demande existante au cours du second semestre 2022. Enfin, le relâchement des restrictions liées au Covid favorise une certaine reprise de l'activité ; le débit quotidien des conteneurs du port de Shanghai, dont les capacités avaient sensiblement diminué en avril, est par exemple reparti à la hausse, pointant à plus de 95 % des niveaux habituels fin mai. Le rétablissement de la Chine pourrait donner un coup de fouet aux économies américaine et européenne et contribuer à la résolution des problèmes d'approvisionnement mondiaux.

Les goulets d'étranglement commencent déjà à se résorber, tandis que les prix des matières premières semblent se stabiliser (en dehors du secteur de l'énergie). Ces facteurs pourraient donc permettre de freiner l'inflation et potentiellement éviter aux banques centrales de déployer des mesures trop restrictives. Cela étant, l'incertitude demeure élevée pour l'instant et la volatilité du marché risque de persister tant que les marchés seront tiraillés entre inflation durablement élevée et risque de plus en plus probant de récession.

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

Activités des banques centrales

Le mois qui vient de s'écouler a été ponctué par une série de relèvements des taux d'intérêt des banques centrales à travers le monde.

Outre-Atlantique, la Fed a procédé à un resserrement de 75 pb, alors que ses orientations prospectives (forward guidance) avaient annoncé un tour de vis de 50 pb. La Fed devrait selon nous continuer à resserrer sa politique monétaire tant qu'elle le peut, surtout au regard des pressions politiques de plus en plus fortes l'enjoignant à contenir les prix à l'approche des élections de mi-mandat. Jerome Powell a affirmé son « engagement inconditionnel en faveur de la lutte contre l'inflation », tout en concédant qu'il serait « assez difficile » de réussir un atterrissage en douceur de l'économie.

La BCE s'est pour sa part engagée à « faire tout ce qu'il faut » pour enrayer la hausse des prix. Un relèvement de taux de 25 pb est attendu en juillet, puis un autre de même ampleur au moins en septembre. La BCE est néanmoins soumise à certaines contraintes en raison du manque d'homogénéité entre les économies de la zone euro. Les responsables de la BCE se sont déjà réunis en urgence le 15 juin afin de restaurer le calme sur les marchés et ont annoncé la création d'un outil anti-fragmentation, destiné à réinvestir « de manière flexible » le produit des obligations arrivant à échéance dans le cadre du Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Le mécanisme de ces réinvestissements manque cependant, à ce stade, de clarté et les contraintes politiques sont nombreuses : de plus amples détails sont donc attendus à l'occasion de la prochaine réunion de politique monétaire le 21 juillet.

Stratégie d'investissement

Lors de baisses importantes des marchés financiers, les investisseurs cherchent souvent à déterminer si cela constitue un prélude à un rebond durable. Les indicateurs de sentiment dressent cependant un tableau contrasté : certains dépeignent des mouvements vendeurs excessifs, mais d'autres sont moins convaincants. Il se peut que la véritable phase de stress et de panique qui caractérise normalement la fin d'un marché baissier n'ait pas encore eu lieu. C'est pourquoi nous conservons un positionnement neutre sur les actions.

Au sein de notre allocation aux actions, notre préférence va aux États-Unis. Lors de notre dernière allocation d'actifs en date, nous avons également adopté une surpondération des actions chinoises en doublant notre légère exposition dans tous les profils de risque sur ce marché (répartition équilibrée entre les actions A (cotées à la bourse de Shanghai ou de Schenzhen) et les actions H (négociées sur les bourses de Hong Kong). Nous sommes neutres sur le Japon et sous-pondérons l'Europe et les marchés émergents hors Chine.

Nous avons allégé notre exposition aux États-Unis et en Europe (réduction de la surpondération et augmentation de la sous-pondération, respectivement). Malgré la hausse des taux, l'inflation des coûts des intrants et les pénuries, les prévisions de bénéfices sont élevées de part et d'autre de l'Atlantique (en particulier en Europe, qui se situe pourtant aux portes du conflit ukrainien), si bien que l'on peut s'attendre à des révisions à la baisse.

En termes de secteurs, nous sommes passés de surpondérés à neutres s'agissant de notre exposition aux matériaux européens, dans la mesure où les valeurs des entreprises concernées (et notamment celles du sous-secteur de la chimie) sont vulnérables à la hausse des coûts du gaz naturel. Ce faisant, nous avons à nouveau réduit la cyclicité des portefeuilles. Nous maintenons la surpondération de l'énergie et des matériaux aux États-Unis, ainsi que nos choix défensifs comme la santé et les services aux collectivités européens. Ce dernier secteur se situe au cœur de la tendance séculaire à la décarbonation et de nombreuses entreprises de ce segment devraient bénéficier de plans d'investissements nationaux en infrastructures visant à rendre l'économie plus verte (en particulier en Europe, où se déroule une course aux énergies alternatives et qui nourrit l'ambition de devenir le premier continent neutre en carbone). Les marchés intégrant désormais le resserrement agressif des banques centrales, nous maintenons la surpondération des technologies de l'information, secteur étroitement lié à une autre tendance considérable : la numérisation.

Sur les marchés obligataires, notre positionnement sur le risque de crédit est neutre et nous sous-pondérons la duration. Étant donné le resserrement des politiques monétaires (et des conditions financières), les risques baissiers pour la croissance vont continuer d'augmenter. Ces conditions se révèlent

généralement propices aux emprunts d'État. Pour l'heure toutefois, l'inflation reste la préoccupation majeure des banques centrales, qui adoptent globalement un ton plus agressif.

Nous avons réduit notre exposition aux obligations à haut rendement européennes au vu du ralentissement de la croissance. Les taux de défaut n'ont pas opéré de revirement, mais ce sont généralement des indicateurs retardés. En outre, les titres à haut rendement n'ont pas subi de révisions de même ampleur que les actions et les obligations investment grade. Nous sommes à présent particulièrement réticents vis-à-vis des « senior loans », et nos positions dans le haut rendement concernent en premier lieu les titres notés BB aux dépens de leurs homologues B et CCC.

Nous faisons preuve d'une grande sélectivité vis-à-vis des obligations investment grade (IG). Le resserrement du bilan de la Fed et la fin des achats d'actifs de la BCE risquent d'accroître la volatilité et de réduire la liquidité du crédit, sachant que les spreads IG ont déjà dépassé la barre des 200 pb en Europe et des 150 pb aux États-Unis, ce qui suggère un net ralentissement, mais pas une crise majeure. Nos positions sur ce segment affichent une préférence pour les obligations IG de qualité affichant de solides fondamentaux et des rendements attrayants.

Nous sommes peu enthousiastes vis-à-vis de la dette des marchés émergents, en raison du durcissement des conditions financières aux États-Unis et à l'échelle mondiale, de la dégradation des perspectives de croissance des pays émergents et de l'inflation en hausse.

Conclusion

Le marché est pris au piège entre deux scénarios divergents : une inflation durablement élevée ou un risque de plus en plus probant de récession. Tant que ce bras de fer continuera, les prévisions quant aux politiques menées par les banques centrales ne se stabiliseront pas et les marchés trouveront difficilement un plancher. Nous maintenons donc un positionnement défensif au sein du portefeuille et avons relevé notre exposition à la Chine, où les autorités monétaires ne sont pas prises entre le marteau et l'enclume du fait de l'inflation modérée des prix à la consommation.

Stratégie d'investissement

30/06/2022

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.