

Des taux d'intérêts durablement plus élevés



« Dans le numéro de juillet du BILBoard, nous abordions deux scénarios divergents dictant l'évolution du sentiment du marché pendant la majeure partie de 2022 : l'un anticipant une inflation durablement plus élevée, forçant les banques centrales à resserrer les taux aussi longtemps qu'il le faudrait pour ramener la hausse des prix sous contrôle, et l'autre basé sur la possibilité d'un revirement de la politique monétaire au regard de l'affaiblissement de la demande. Ce second thème ayant dominé cet été, les actifs risqués ont affiché des performances robustes ; mais seulement jusqu'au 26 août, date du colloque de la banque centrale américaine à Jackson Hole. »

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

Dans un discours à la tonalité restrictive, le Président de la Fed, Jerome Powell, a douché les espoirs de revirement plus accommodant en déclarant que la lutte pour ramener l'inflation à la normale ralentirait suffisamment l'économie pour infliger « quelques difficultés » aux ménages et aux entreprises, et qu'il était nécessaire de conserver encore « quelque temps » une politique monétaire restrictive afin d'empêcher un désancrage des anticipations d'inflation. La BCE et les autres banques centrales se confrontant à la même problématique, le thème de taux d'intérêts plus élevés pendant plus longtemps s'impose désormais sur les marchés internationaux.

Aperçu macroéconomique

Bien que la Fed ait relevé son taux de référence, précédemment proche de zéro, dans une fourchette de 2,25 %-2,5 % en moins de six mois, l'économie américaine résiste bien. Le marché de l'emploi se montre toujours très vigoureux, avec un taux de chômage à 3,7 %, légèrement au-dessus de son plus bas niveau depuis 50 ans, et presque deux offres d'emplois par chômeur américain. Il est estimé, parallèlement, que les ménages américains disposent encore d'environ six mois d'épargne accumulée pendant la pandémie. En témoigne le maintien des dépenses de consommation, défiant les indicateurs du sentiment des ménages. Ainsi, les ventes de détail essentielles (une bonne approximation de la consommation dans le calcul du PIB) se sont accrues de 0,8 % en juillet et, selon nous, la consommation devrait demeurer à ses niveaux actuels à court terme.

Une première réaction positive au fléchissement de l'inflation (l'IPC est passé de 9,1 % à 8,5 % en juillet), et plus spécifiquement au repli des

prix de l'essence, s'observe dès à présent chez les consommateurs. Le pouvoir d'achat progresse donc assez vite, alors que la confiance des consommateurs, mesurée par le Conference Board, commence déjà à rebondir et a atteint un plus haut sur 3 mois en août. Les données à haute fréquence, comme par exemple le nombre de réservations sur le service OpenTable ou encore le trafic aérien de passagers, dépeignent une tendance haussière convaincante, alors que l'enquête annuelle de l'association de l'aviation américaine, conduite chaque automne sur les voyages, révèle que 73 % des personnes interrogées prévoient des vacances après la fête du Travail, et que 52 % planifient un trajet en voiture. Habituellement, ce jour férié du 5 septembre aux États-Unis marque la fin de la saison des vacances ; or cette année, il semble que des escapades soient encore prévues jusqu'à l'automne, en grande partie grâce au reflux du prix des carburants. Ces faits contrastent avec le niveau préoccupant de l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services, ressorti à 43,7 en août.

Du côté des entreprises, le moral se redresse également. L'activité du secteur manufacturier progresse toujours à un taux stable, soutenue par le tassement de la hausse des prix des intrants et par le lent réaligement de l'offre et de la demande. Quant à la production industrielle, elle devrait se maintenir au cours des prochains mois à la faveur de la dissipation des pénuries de semi-conducteurs, sur fond de rebond de l'activité du secteur automobile (dernier domaine encore important de demande refoulée), où la production s'est accrue de pas moins de 6,6 % en juillet. L'augmentation de l'offre de véhicules neufs devrait par ailleurs avoir un effet positif sur la dynamique de l'inflation, dans la mesure où les voitures neuves et d'occasion représentent 10 % de l'IPC sous-jacent.

En bref, nous pensons que l'économie américaine tiendra bon dans un horizon de court terme et qu'elle renouera avec une croissance positive au troisième trimestre. Pour autant, puisque la Fed demeure engagée dans une politique monétaire restrictive, des failles apparaîtront probablement début 2023 sous la forme d'un ajustement du marché du travail, avec des taux d'intérêts plus élevés qui vont tempérer les projets d'investissements des entreprises alors que l'excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie finira par s'épuiser.

Dans la zone euro, nous prévoyons un début de récession technique dès cette année. Le point névralgique de la situation est la crise énergétique. La Russie couvrirait environ 40 % de la demande européenne en gaz avant le conflit en Ukraine. Aujourd'hui, l'hiver approche et toutes les livraisons russes par le gazoduc Nord Stream 1 ont été interrompues. Même si les niveaux des stocks sont confortables (près de 80 % pour l'ensemble du bloc), il faudra néanmoins que la demande diminue. L'incertitude entourant les livraisons d'énergie bouleverse les prix de gros du gaz et de l'électricité. Confrontés à la perspective de factures exorbitantes, les consommateurs mettent de côté des liquidités pour couvrir leurs dépenses essentielles, et les secteurs à forte intensité énergétique ferment des sites de production, ou réduisent leur production.

Les prix de l'énergie sont également une inconnue pour l'inflation, qui, pour l'instant, ne donne pas de signe d'essoufflement visible. En août, l'IPCH et l'IPP ont chacun atteint un nouveau sommet historique, à 9,1 % et 37,9 % respectivement.

Même si les gouvernements interviennent sur les marchés de l'énergie, l'accumulation récente de stocks record de produits finis, dans

le contexte d'entreprises incapables d'adapter la production face à la baisse de la demande, n'augure aucune amélioration sur ce front dans l'immédiat. Parallèlement, le revenu disponible des ménages continue d'être érodé par l'inflation record.

À l'Est, l'économie chinoise a subi plusieurs vents contraires au mois d'août : reprise du Covid-19 entraînant un confinement total ou partiel dans près de 70 villes, tassement de la demande mondiale en biens manufacturés, tensions continues dans le secteur immobilier, avec notamment un mouvement de refus de remboursements de crédits hypothécaires, et enfin une vague de chaleur intense ayant entravé le transport fluvial et entraîné des pannes d'électricité dans plusieurs centres industriels. Le seul aspect positif est que le pays fait exception dans le cycle de resserrement monétaire mondial. Avec une inflation de 2,7 % (en dessous de l'objectif annuel de 3 %), les autorités disposent toujours d'une marge de manœuvre pour prendre des mesures expansionnistes. C'est effectivement ce qui se produit, l'économie réelle bénéficiant encore des effets d'une récente série de mesures de relance d'une valeur de 44 milliards USD.

Stratégie d'investissement de la BIL

Au regard du contexte actuel, nous avons procédé à quelques ajustements importants par rapport à notre allocation d'actifs le 2 septembre.

Premièrement, nous avons ramené l'allocation aux actions de surpondérée à neutre en réduisant dans une même proportion nos positions en actions américaines et européennes. Ce faisant, nous avons renforcé notre sous-pondération de l'Europe, tandis que les États-Unis restent surpondérés, car la région est celle qui, selon nous, présente le meilleur dynamisme macroéconomique. Notre décision se fonde sur le constat que le rebond des actions s'essouffle dans le sillage des espoirs de revirement conciliant de la politique monétaire. Dès lors, les marchés actions devraient selon nous continuer de s'ajuster à la réalité macroéconomique et, au vu de la poursuite du durcissement des conditions financières, il convient de surveiller attentivement l'évolution des fondamentaux, notamment l'inflation et l'emploi. De plus, les analystes devraient maintenant commencer à réviser à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour 2023.

Parmi les secteurs, nous avons réduit notre surpondération des services aux collectivités européens, car l'environnement réglementaire actuel est trop instable (Bruxelles réfléchit actuellement à taxer les

bénéfices exceptionnels) pour qu'ils puissent offrir les caractéristiques défensives que nous recherchons. De plus, le niveau record des prix de l'énergie crée un dilemme pour les **valeurs européennes des services aux collectivités** : alors même qu'elles vendent l'électricité à des prix record, elles font face à une spirale des exigences de garanties demandées sur les marchés des contrats à terme nécessaires à la gestion de l'approvisionnement en énergie et en courant. La Finlande a prévenu que le secteur énergétique pourrait vivre un moment de type « Lehman » si les gouvernements ne fournissent pas des financements d'urgence. Nous sommes passés d'une sous-pondération à une position neutre sur les **valeurs industrielles européennes**, qui pourraient bénéficier de toute initiative visant à maîtriser les prix de l'énergie.

Nous surpondérons les **technologies de l'information** (qui restent le moteur de la croissance) et la **santé** (un secteur où les bénéfices sont solides et qui est moins exposé à bon nombre des principaux risques présents sur les marchés).

Au sein de l'allocation **obligataire**, nous privilégions les **obligations d'entreprises investment grade de qualité**, dont les ratios de rendement/risque nous paraissent attractifs : les entreprises restent bien financées et l'effet de levier a diminué dans l'ensemble de l'univers des titres investment grade au cours des 18 derniers mois.

Dans l'univers de la **dette souveraine**, après le brillant parcours de juillet, août a donné lieu à la plus forte correction mensuelle de l'histoire du marché (+72 pb pour le rendement du Bund allemand à 10 ans), qui est donc passé d'un mois sur l'autre d'une situation de surachat à celle de survente. D'un point de vue technique, un repli des rendements souverains est donc envisageable : c'est pourquoi nous avons opté pour un renforcement tactique de la durée de nos positions en emprunts d'État du noyau dur de l'UE (tout en maintenant un positionnement globalement sous-exposé en durée). Par ailleurs, nous avons continué de réduire notre exposition aux **obligations souveraines italiennes** : compte tenu des élections anticipées qui se dérouleront en septembre, nous préférons ne pas nous exposer à la volatilité qui pourrait être observée au cours de la campagne électorale et ensuite lors du processus de formation du gouvernement. La hausse des taux ramène par ailleurs le taux d'endettement de l'Italie sous le feu des projecteurs.

Nous sommes neutres sur l'**or**. S'il reste intéressant en tant que source de diversification, la hausse des taux réels et l'attrait d'autres valeurs refuge obligataires limitent sa progression.

Notre opinion à l'égard du **pétrole** est passée de neutre à positive. Dans un contexte dominé par la crise énergétique en Europe, le pétrole devrait bénéficier du manque relatif d'alternatives (faible capacité de production éolienne, centrales nucléaires fermées, etc.), d'autant que l'OPEP+ a accepté de réduire sa production de 100.000 b/j en octobre, revenant entièrement sur l'augmentation de sa production réalisée en septembre.

Sur les marchés des **devises**, nous avons changé de perspective concernant le yen, à l'égard duquel notre opinion passe de neutre à baissière. De toute évidence, la Banque du Japon est à contre-courant de la tendance mondiale au resserrement des politiques monétaires, créant des divergences qui mettent la devise sous pression. Notre opinion vis-à-vis du **yuan** est passée de positive à neutre, face aux vents contraires de l'assouplissement des conditions financières et des sorties de capitaux.

D'une manière générale, les **marchés d'actifs non cotés** sont mis en difficulté par l'accroissement des taux et de l'inflation. Il demeure néanmoins certains aspects positifs. Premièrement, dans l'univers des infrastructures, les opérations sont nombreuses et le secteur bénéficie d'investissements des pouvoirs publics. Le niveau élevé et persistant de l'inflation devrait soutenir les actifs d'infrastructures dont les flux de revenus sont souvent indexés sur les indices de prix. Par ailleurs, nous identifions un potentiel parmi les investissements secondaires en private equity, où apparaissent davantage d'opportunités et de décotes. Cela étant, le choix des partenaires demeure déterminant dans ce domaine.

Conclusion

Le maintien de la tonalité restrictive des banques centrales, la perspective de taux plus élevés plus longtemps et l'inflation largement supérieure à l'objectif forment un environnement difficile pour les investisseurs. Depuis le début de l'année, la performance des portefeuilles mixtes (composés de 60 % d'actions et de 40 % d'obligations) est très décevante, avec une inflation qui a complètement annihilé les bénéfices de la diversification. La créativité reste de mise afin d'établir une diversification adéquate – à cet égard, vous pouvez remarquer l'inclusion d'un volet dédié aux marchés non cotés au sein de notre processus d'allocation d'actifs. Ici aussi, la sélectivité également sera décisive, afin d'identifier les entreprises qui possèdent la capacité de défendre leurs marges et qui résistent le mieux à la dégradation des conditions macroéconomiques.

Stratégie d'investissement

02/09/2022

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.