

Tombent les feuilles d'automne



« Les arbres perdent leurs feuilles, les projections de croissance perdent de la vitesse et les prix des actions perdent eux aussi du terrain. La chute de ces dernières ne fait peut-être pourtant que commencer. Les marchés n'ont pas encore trouvé de plancher et ne pourront pas le faire tant que les investisseurs ne disposeront pas d'une meilleure visibilité sur le niveau cible des taux de références. Dans ces conditions, les marchés restent guidés par les thématiques des banques centrales et de l'inflation, et la volatilité devrait perdurer à court terme, jusqu'à l'apparition de signes plus convaincants d'une atténuation des tensions sur les prix. »

Lionel De Broux *Group Chief Investment Officer, BIL*

Macro

La croissance marque le pas alors que les banques centrales poursuivent leur lutte contre une inflation plus tenace que prévu. Le FMI prévoit désormais une croissance du PIB mondial de 3,2 % cette année et de 2,7 % en 2023, ce qui représente une dégradation de 0,2 % par rapport aux prévisions de juillet, avec les pays représentant environ un tiers de l'économie mondiale en contraction cette année ou la suivante.

La récession est à nos yeux déjà en train de frapper à la porte de la zone euro, dans un contexte de crise énergétique sans précédent, qui pèse sur la confiance, la consommation et la production. L'Allemagne est particulièrement impactée, à tel point que Markus Steilemann, patron du VCI, le lobby de l'industrie chimique, a mis en garde contre le risque de voir le pays se transformer en un « musée industriel ». Un programme d'aide du gouvernement de 200 milliards d'euros, comprenant un bouclier tarifaire pour les factures de gaz payées par les entreprises et les ménages, est certes dans les tuyaux, mais il n'apportera pas de solution dans l'immédiat, le plafonnement des prix pour l'industrie n'entrant en vigueur qu'en janvier. Pour ce qui est de l'Europe dans son ensemble, les prix de l'énergie pèsent lourdement sur le déficit commercial, sur la compétitivité des entreprises et sur le pouvoir d'achat des ménages. Cette situation pourrait se traduire par plusieurs années de croissance poussive, et pas uniquement par un ralentissement au cours de l'hiver à venir.

C'est aux États-Unis que nous observons la meilleure performance macroéconomique relative. Le marché du travail fait preuve d'un résis-

tance stupéfiante, le chômage étant tombé en septembre à 3,5 %, soit son plus bas niveau depuis 50 ans. Le marché du travail devrait tout de même se « refroidir » tout au long de l'année prochaine, à mesure du resserrement monétaire de la Fed ; nous en voyons déjà quelques prémices. Ainsi, les créations d'emplois (hors agriculture) ralentissent, tandis que le nombre de personnes entrant sur le marché du travail a fait une embardée, le phénomène de « Grande démission » prenant quelque peu l'eau face à une inflation galopante et à des taux d'intérêt de plus en plus élevés. Pour le moment, la dynamique favorable de l'emploi, l'épargne constituée lors de la pandémie et la baisse des prix de l'essence ont permis à la consommation américaine de rester soutenue. Mais nous pensons qu'elle finira elle aussi par s'affaiblir.

L'apparition de petites fissures dans les données américaines pourrait toutefois ne pas être perçue comme une mauvaise chose par les marchés, car elles pourraient indiquer que les efforts déployés par la Fed pour éviter une surchauffe économique portent leurs fruits. Dans l'immédiat, les bonnes nouvelles économiques sont considérées comme des mauvaises nouvelles financières en réduisant à néant les espoirs d'un changement de cap (accommodant) de la banque centrale américaine.

En ce qui concerne l'inflation, les statistiques américaines montrent des signes de refroidissement, mais ce dernier n'est pas aussi rapide qu'espéré par le marché. Le taux d'inflation est ressorti à 8,2 % en glissement annuel en octobre (contre 8,1 % attendu), mais dans les détails on observe des pressions inflationnistes de plus en plus ancrées, avec une inflation de base - qui exclut les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie - à son plus haut niveau depuis 1982

à 6,6 %. L'inflation continue de battre des records dans la zone euro (avec une pointe récente à 10 %) sur fond d'évolution erratique des prix de l'énergie. Compte tenu de la généralisation de la hausse des prix, il faudra plus de temps aux banques centrales pour ramener l'inflation dans les limites de leurs objectifs ; la Fed et la BCE estiment toutes deux que cela ne sera pas possible avant 2025 dans leurs juridictions respectives.

À l'est, le rebond économique de la Chine est modéré malgré les mesures de relance calibrées. La politique zéro Covid est fermement maintenue et 313 millions de personnes seraient désormais soumises à un confinement total ou partiel. Nous ne prévoyons pas d'inflexion majeure de la politique relative au Covid-19 avant le Congrès national du peuple qui se tiendra en mars 2023 et, dès lors, nous nous attendons à ce que les perspectives macroéconomiques restent difficiles.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Actions

Malgré des fluctuations marquées, les corrélations entre les actions restent assez faibles, ce qui signifie qu'il n'y a pas encore eu de capitulation et qu'il semble que les actions n'aient pas encore trouvé leur point bas. Pour qu'elles puissent y parvenir, il faudrait probablement au préalable que les acteurs soient davantage convaincus par la trajectoire à venir des taux d'intérêt. À l'heure actuelle, les anticipations de taux sont aussi changeantes que la météo et influencées par toutes sortes de facteurs, des données macroéconomiques publiées

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

aux commentaires des banquiers centraux, en passant par la sphère politique (à l'image de la crise du « mini-budget » au Royaume-Uni). Il en résulte un paysage volatil pour les investisseurs en actions. Dans le même temps, nous disons au revoir au phénomène « TINA » (pour « there is no alternative », il n'y a pas d'alternative [aux actions]) maintenant que les obligations proposent des rendements plus attrayants (pour dire bonjour à « TARA » : « there are real alternatives », il existe des alternatives réelles). Pour compléter ce cocktail pénible pour les actions, nous nous attendons également à ce que les attentes en matière de bénéfices commencent à se dégrader.

Dans ce contexte, nous avons accru la sous-pondération des actions en diminuant notre exposition aux actions chinoises. La Chine a du mal à maintenir son rythme de croissance, même en stimulant son économie par diverses mesures de relance. Nous n'identifions aucun facteur majeur susceptible de permettre un rebond du marché à court terme qui justifierait de conserver une surpondération dans le contexte de volatilité actuel.

Notre portefeuille d'actions affiche ainsi une exposition neutre à la Chine et au Japon, une sous-pondération des marchés émergents et de l'Europe, et une surpondération des États-Unis.

S'agissant des secteurs, nous surpondérons désormais le secteur des services aux collectivités aux États-Unis. Les valorisations sont devenues plus attrayantes et ce secteur défensif est appelé à bénéficier grandement de la loi américaine sur la réduction de l'inflation, qui prévoit le plus gros investissement en faveur du climat et de la transition énergétique de l'histoire des États-Unis, avec une enveloppe de quelque 369 milliards USD. Nous continuons de surpondérer les technologies de l'information, en évitant les sociétés non rentables et en nous concentrant sur les sociétés dont les bénéfices sont stables et résilients, avec des bilans plus solides et des marges plus confortables. Le secteur devrait rester soutenu sachant que les budgets informatiques des grandes entreprises pour les 12 prochains mois demeurent ambitieux. Dans le même temps, le secteur technologique dans son ensemble présente le bilan le plus solide, grâce à l'accumulation d'importantes liquidités. Il peut alors être intéressant de procéder à des acquisitions (achat de bénéfices) et à des rachats d'actions propres (qui font augmenter le BPA). Enfin, les ratios de la dette totale par rapport à l'EBIT et des charges d'intérêts nettes par rapport à l'EBIT sont les plus faibles de tous les secteurs. Notre dernier secteur de prédilection est celui de la santé en Europe, un choix défensif qui bénéficie de la vigueur du dollar

(par rapport à l'euro et à la livre sterling) dans la mesure où 35 % des ventes sont réalisées sur le marché américain.

Nous avons réduit notre exposition au secteur américain de la santé, qui pourrait pâtir de la loi sur la réduction de l'inflation, qui prévoit de réformer la tarification des médicaments sur ordonnance à hauteur d'une économie estimée à 265 milliards USD.

Obligations

Au sein de l'allocation obligataire, nous privilégions les obligations d'entreprises investment grade de qualité, en mettant l'accent sur les titres à durée courte. Nous pensons que le segment investment grade a désormais intégré un plus grand risque de récession que les autres segments du marché obligataire, les émetteurs de qualité combinant de manière intéressante des fondamentaux solides et des rendements attrayants.

Les obligations souveraines restent prises entre deux feux, alors que les banques centrales donnent la priorité à la stabilité des prix et mettent un terme au soutien disproportionné accordé aux marchés obligataires. Les marchés financiers en concluent que la BCE sera en pilotage automatique en ce qui concerne le relèvement des taux pendant encore deux réunions, ou aussi longtemps qu'il le faudra pour ramener les taux à un niveau neutre. Un taux neutre autour de 2 % implique encore 125 pb de hausse des taux (un niveau qui devrait être atteint en décembre). Dans le même temps, une quatrième hausse de 75 pb de la Fed est anticipée lors du FOMC du 2 novembre et les marchés monétaires prévoient un taux terminal d'environ 4,5 %, ce qui est conforme au graphique à points (dot plot) de la Fed. Le marché semble toutefois continuer à défier la Fed à un horizon plus lointain, puisqu'il a intégré une baisse des taux pour la fin 2023. Plusieurs gouverneurs de la Fed ont rejeté cette éventualité, laissant entendre le maintien de taux durablement plus élevés. La communication de la BCE ressemble de plus en plus à celle de la Fed, et même si les responsables ont admis qu'une récession est possible, cela ne les dissuade pas de mener une politique monétaire offensive. Selon Christine Lagarde, la stabilité des prix est la boussole de la BCE et cette dernière « ne se fierait qu'à cette boussole dans sa lutte contre l'inflation, en vue d'offrir des prix stables aux citoyens européens ».

Dans ce contexte encore assez agité, nous avons continué de réduire notre exposition aux obligations d'entreprises à haut rendement. Même si les rendements peuvent sembler attrayants à la faveur

d'un effet d'optique, le rapport risque/rendement est devenu moins intéressant et seuls des émetteurs de renom à même de payer des coupons élevés sont désormais présents sur le marché. Pour couronner le tout, le cycle de révision des ratings à la hausse/à la baisse s'est inversé, les prévisions de défaillance se détériorent et les obligations notées CCC sous-performent à nouveau, ce que certains interprètent comme un signal d'alerte.

Nous sommes pessimistes à l'égard de la dette des marchés émergents. Un billet vert fort constitue un véritable fléau pour les marchés émergents, puisqu'il gonfle le coût du service de la dette et les factures des importations. La dégradation des perspectives de croissance des pays émergents et l'inflation en hausse devraient selon nous entraver la performance future de la dette émergente en devise locale.

Autres

Nous sommes neutres sur l'or. À court terme, le prix de l'or reste sous pression en raison de la hausse des rendements réels américains et de l'attrait d'autres valeurs refuges obligataires, mais l'effet de change induit par un dollar fort permet au métal jaune d'inscrire une performance correcte. À plus long terme, l'or demeure une option intéressante à des fins de diversification de portefeuille et de réserve de valeur.

Nous restons optimistes à l'égard du pétrole. 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 2.000.000 b/j.

Conclusion

Par conséquent, les anticipations concernant les hausses de taux des banques centrales (principalement de la Fed) et les probables révisions à la baisse des prévisions de croissance des bénéfices des entreprises vont selon nous continuer de dicter l'évolution des marchés. Le contexte reste très incertain et, à ce titre, nous avons poursuivi notre réorientation vers une composition de portefeuille plus conservatrice, en réduisant davantage l'exposition aux actifs plus risqués (à savoir les actions et les obligations à haut rendement) au profit de la trésorerie et des équivalents de trésorerie et une allocation en action sur des secteurs plus défensifs.

Stratégie d'investissement

12/10/2022

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	▼						
Trésorerie et équivalents de trésorerie			▲								

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.