

Des regards tournés vers l'Est



« À l'occasion du premier Comité d'allocation d'actifs de l'année, nous avons conservé une approche prudente, privilégiant les obligations d'entreprises de qualité supérieure et une position sous-pondérée sur les actifs à risque, dans l'attente d'une meilleure visibilité sur l'évolution des politiques monétaires dans les pays occidentaux. À l'Est, la réouverture de la Chine aura des répercussions économiques importantes, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays. Face au soutien fervent de Pékin aux entreprises et à l'imposante accumulation d'épargne des ménages, nous avons renforcé notre exposition aux actions émergentes et chinoises. »

Lionel De Broux *Group Chief Investment Officer, BIL*

Macro

La Chine pourrait être une importante source de surprise et de volatilité en 2023. À court terme, la fin de la politique « zéro Covid » sera synonyme d'incertitude. Les données en provenance d'autres économies asiatiques laissent à penser que la croissance restera probablement faible au cours du trimestre suivant la réouverture, sur fond de hausse des cas de Covid et de prudence accrue. Les usines ayant des difficultés à poursuivre leurs activités en raison de l'absence de travailleurs malades, on peut s'attendre à des répercussions négatives sur l'offre mondiale. Dans une optique à plus long terme, la levée des mesures sanitaires ouvre en définitive la voie à une relance de l'économie. À l'instar de ce qui s'est passé aux États-Unis à la suite des confinements décidés pour lutter contre la pandémie, les consommateurs chinois ont accumulé un excédent d'épargne considérable (autour de 830 milliards de dollars selon les estimations), ce qui laisse supposer une importante demande refoulée. Dans le même temps, le gouvernement s'est engagé, ce qui est rare, à « renforcer significativement la confiance du marché » et a relancé le slogan du « double soutien inébranlable » – un engagement à soutenir « sans faille » les entreprises publiques et privées. Avec une inflation de 1,8 %, en dessous de l'objectif de 2 %, Pékin dispose encore d'une marge de manœuvre

pour prendre des mesures expansionnistes. La croissance du PIB devrait progresser et passer de 3 % en 2022 à 5 % en 2023.

Pour les économies occidentales, la réouverture de la Chine pourrait se révéler un obstacle ou une aubaine : en fonction du calendrier, cette réouverture pourrait soit injecter de la demande dans une économie mondiale encore inflationniste, soit donner un coup de fouet bienvenu à la croissance à un moment où d'autres régions s'essoufflent.

Voilà qui nous amène à évoquer une autre source majeure d'incertitude : l'inflation sous-jacente. Si le rétablissement des chaînes d'approvisionnement et la baisse des coûts de l'énergie ont permis à l'inflation globale de s'éloigner de ses sommets, les niveaux de l'inflation de base se révèlent plus rigides. La principale inquiétude est que les pressions sur les prix seront difficiles à éliminer dans le secteur des services, puisqu'une période de croissance plus modeste et de chômage plus élevé sera nécessaire.

Alors que le durcissement de la politique monétaire pèse désormais sur la demande des entreprises et des ménages des deux côtés de l'Atlantique, les marchés du travail y sont restés incroyablement résistants. Le taux de chômage aux États-Unis est retombé à 3,5 %, son niveau le plus bas depuis 50

ans, tandis que son homologue de la zone euro affiche un plus bas record de 6,5 %. Le risque est que, dans les économies qui ralentissent mais ne s'effondrent pas, les travailleurs se sentent libres de réclamer des salaires plus importants sans craindre de perdre leur emploi (en témoignent les pressions exercées actuellement par le syndicat allemand Verdi). Ce phénomène pourrait induire la spirale inflationniste que les banques centrales cherchent si désespérément à éviter. Dans ce contexte, les données relatives à la croissance des salaires détermineront essentiellement si les banques centrales doivent poursuivre leur resserrement monétaire ou si elles peuvent se permettre de marquer une pause et de laisser leurs mesures précédentes se diffuser dans l'économie réelle. Si les marchés du travail parviennent à se détendre sans qu'il y ait une hausse massive du chômage, une grave récession pourrait être évitée. C'est pour cette raison que les marchés se sont redressés en janvier après la publication d'un rapport sur l'emploi « ni trop chaud, ni trop froid » aux États-Unis, qui a révélé un ralentissement de la croissance de l'emploi, mais pas d'effondrement.

Changements dans l'allocation des actifs

Les attentes des marchés à terme concernant des baisses de taux de la Fed et de la BCE cette année sont à nos yeux bien trop optimistes, en particulier

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

ici en Europe, de sorte qu'une déception est fort probable. Tant que nous n'aurons pas obtenu davantage de visibilité sur la trajectoire de la politique monétaire, la volatilité fera partie intégrante des marchés et nous optons pour le maintien d'une allocation prudente tout en restant attentifs aux nouvelles opportunités.

La réouverture de la Chine semble apporter une opportunité majeure cette année. Nous avons commencé à construire une exposition aux actions chinoises, avec l'adoption d'une surpondération globale, tout en ajoutant en parallèle d'autres actions émergentes, car nous pensons que la réouverture produira un effet de halo dans toute la région.

Dans le prolongement de cette position, nous avons également revu à la hausse notre opinion sur le secteur des matériaux, de neutre à positive. Ce secteur est devenu relativement bon marché et devrait être l'un des principaux gagnants de la réouverture de la Chine, qui dopera la demande de toutes sortes de matières premières, notamment de produits miniers comme le cuivre. Nous maintenons également une surpondération de l'énergie, la renaissance de la Chine allant de pair avec une consommation accrue de pétrole. Cela étant, la réouverture de la Chine sera progressive, et l'impact profond sur la demande de matières premières se fera très probablement sentir au second semestre.

Ces positions sont contrebalancées par des surpondérations dans des secteurs plus défensifs comme les services aux collectivités américains et les soins de santé européens. Notre exposition aux technologies de l'information est neutre, mais au sein de ce secteur, nous apprécions le sous-secteur des semi-conducteurs, dont les entreprises ont su rapidement s'adapter au ralentissement de l'environnement économique, évitant ainsi les excédents de stocks.

Notre positionnement sur les actions américaines est neutre, tandis que nous sous-pondérons l'Europe.

Malgré l'assombrissement du tableau macroéconomique, les investisseurs en actions n'ont pas encore renoncé, et il semble que nous soyons au cœur d'un rebond du marché baissier - un rebond à la viabilité discutable.

Sur les marchés obligataires, nous privilégions les obligations investment grade de qualité supérieure. Nous avons dans cette optique ajouté des obligations hypothécaires danoises, en nous concentrant sur celles dont le prix est proche du pair (séries 4 % et 5 %), qui offrent des perspectives de rendement intéressantes. Le marché des obligations hypothécaires danoises est l'un des plus anciens et des plus stables au monde, puisqu'il remonte à 1797 et qu'il n'a jamais connu de défaillance (notation AAA).

Nous avons également transféré une partie de notre exposition aux obligations à haut rendement vers des obligations contingentes convertibles (« CoCos »). Le haut rendement a commencé l'année 2023 sur une tendance favorable ; toutefois, et comme pour les actions, le marché n'a peut-être pas encore pris la pleine mesure du paysage économique plus délicat et du risque de récession. Les tendances en matière de notation sont à la baisse et les dégradations sont désormais largement supérieures aux relèvements. Par prudence, nous avons déplacé une partie de l'exposition vers des émissions « CoCos », qui offrent des coupons attractifs (ces titres dégagent globalement un rendement de 7,7 % pour une durée restreinte). Avec la disparition du soutien apporté par le programme TLTRO, les banques se sont attachées à émettre de nouveaux titres de créance, dont des CoCos. Nous remarquons que les banques sont généralement encore bien capitalisées et que leurs bilans sont solides. S'agissant des instruments à haut rendement classiques que nous détenons encore, nous donnons la préférence au segment BB.

Nous conservons une allocation neutre à l'or, qui a profité de la baisse des rendements obligataires et de l'affaiblissement du dollar dernièrement. À plus long terme, le métal jaune pourrait subir des pressions si

le marché du travail américain reste tendu et si l'IPC de base surprend à la hausse, ce qui se traduirait par un raffermissement du dollar.

Conclusion

La Chine vient de célébrer l'entrée dans l'année du lapin. Nos collègues chinois nous ont expliqué que cette période pouvait être considérée comme peu favorable aux personnes nées durant les précédentes années du lapin, leur apportant le « Fan Tai Sui », c'est-à-dire des revers, des hauts et des bas, et une alternance de coups de chance et de malchance. « Fan Tai Sui » semble être une parfaite formule passe-partout pour décrire ce que les marchés pourraient eux aussi nous réserver, du moins au premier trimestre, avec une réouverture de la Chine qui risque d'être mouvementée dans les premiers temps, et des banques centrales occidentales aux prises avec les attentes de changement de cap monétaire du marché.

Les natifs de l'année du lapin sont souvent présentés comme des personnes rapides, agiles et vigilantes. Alors que la volatilité devrait rester intense jusqu'à l'apparition de signes de ralentissement de la croissance salariale aux États-Unis et en Europe, d'une détente de l'inflation sous-jacente et d'une clarification de l'orientation des politiques des banques centrales, les investisseurs devront eux aussi absolument faire preuve de ces mêmes qualités. Mais nous ne pouvons pas nous contenter d'être attentifs aux risques, nous devons également nous intéresser aux opportunités qui se présentent, l'une des plus évidentes étant le retour de la Chine.

Stratégie d'investissement

24/01/2023

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.