

Perspectives semestrielles 2023

MODE D'ATTERRISSAGE



BANQUE
INTERNATIONALE
À LUXEMBOURG

INTRODUCTION



Lionel De Broux
CHEF DU GROUPE
DIRECTEUR DES INVESTISSEMENTS

Au 2 juin 2023

PRÉPARATION À L'ATERRISSAGE

Nos Perspectives d'investissement pour 2023, publiées en décembre, avaient pour titre « Préparez-vous à l'atterrissage ». À l'heure où les banques centrales resserrent leur politique monétaire dans le but de juguler l'inflation, tout le monde se demande si elles seront en mesure d'orchestrer un « atterrissage en douceur » pour leurs économies respectives, à savoir une situation de récession modérée, sans pic significatif du taux de chômage et avec juste assez de destruction de la demande pour freiner l'inflation.

À mi-parcours de l'année 2023, la procédure d'atterrissage a commencé, tout particulièrement aux États-Unis, où nous prévoyons une récession limitée plus tard dans l'année. L'économie européenne a pu compter sur des mesures de relance budgétaire, sur l'absence de crise énergétique et sur le renforcement des chaînes d'approvisionnement, mais cela n'a pas suffi à soutenir le secteur manufacturier. En conséquence, nous constatons de fortes disparités entre les pays, puisque l'Allemagne est déjà en récession, tandis que les économies qui s'appuient davantage sur les services se portent mieux. Plus tard dans l'année, l'Europe pourrait recevoir un coup de pouce de la Chine - si sa réouverture est pleinement concrétisée - dans la mesure où il s'agit de l'un de ses principaux marchés d'exportation. La Chine représente en effet une lueur d'espoir pour l'économie mondiale en ce sens qu'elle fait figure d'exception dans le cycle de resserrement mondial. En outre, son redémarrage économique consécutif à la fin de sa politique « zéro Covid » pourrait être en train de s'amorcer, au moment même où la dynamique s'essouffle dans le reste du monde, sur fond de durcissement des conditions financières.

À mi-parcours de l'année 2023, la procédure d'atterrissage a commencé, tout particulièrement aux États-Unis, où nous prévoyons une récession limitée plus tard dans l'année. L'économie européenne a pu compter sur des mesures de relance budgétaire, sur l'absence de crise énergétique et sur le renforcement des chaînes d'approvisionnement, mais cela n'a pas suffi à soutenir le secteur manufacturier.

Les bénéfices des entreprises dépassent les attentes, mais diminuent en valeur absolue, et pour ce qui est du reste de l'année, l'heure est à l'inquiétude.

À l'heure actuelle, le paysage de l'investissement, considéré avec un peu de recul, révèle un tableau contrasté qui ne plaît ni aux pessimistes ni aux optimistes. L'inflation globale marque le pas, mais la majorité des banques centrales des pays développés sont confrontées au même problème : l'inflation sous-jacente s'avère plus tenace que prévu et reste bien supérieure à leur objectif de 2 %. La croissance s'est clairement éloignée des sommets atteints après la pandémie, mais les marchés du travail sont extrêmement tendus et les dépenses de consommation résistent plutôt bien. Les bénéfices des entreprises dépassent les attentes, mais diminuent en valeur absolue, et pour ce qui est du reste de l'année, l'heure est à l'inquiétude. Les turbulences bancaires - qui ont conduit à l'effondrement de trois établissements financiers de premier plan - se sont stabilisées, mais nous approchons de la fin des cycles de relèvement des taux des banques centrales et le durcissement des conditions de crédit commence à se faire sentir. Nous ne saurons qu'a posteriori si le resserrement a été excessif.

Les marchés ne parviennent pas à déterminer si le verre est à moitié plein ou à moitié vide. Ils ne cessent de retomber dans leurs travers et de supposer que les tensions du marché ou l'accroissement du risque de récession obligeront la Fed et les autres banques centrales à baisser prochainement leurs taux d'intérêt, jusqu'à ce que des données robustes viennent les faire douter.

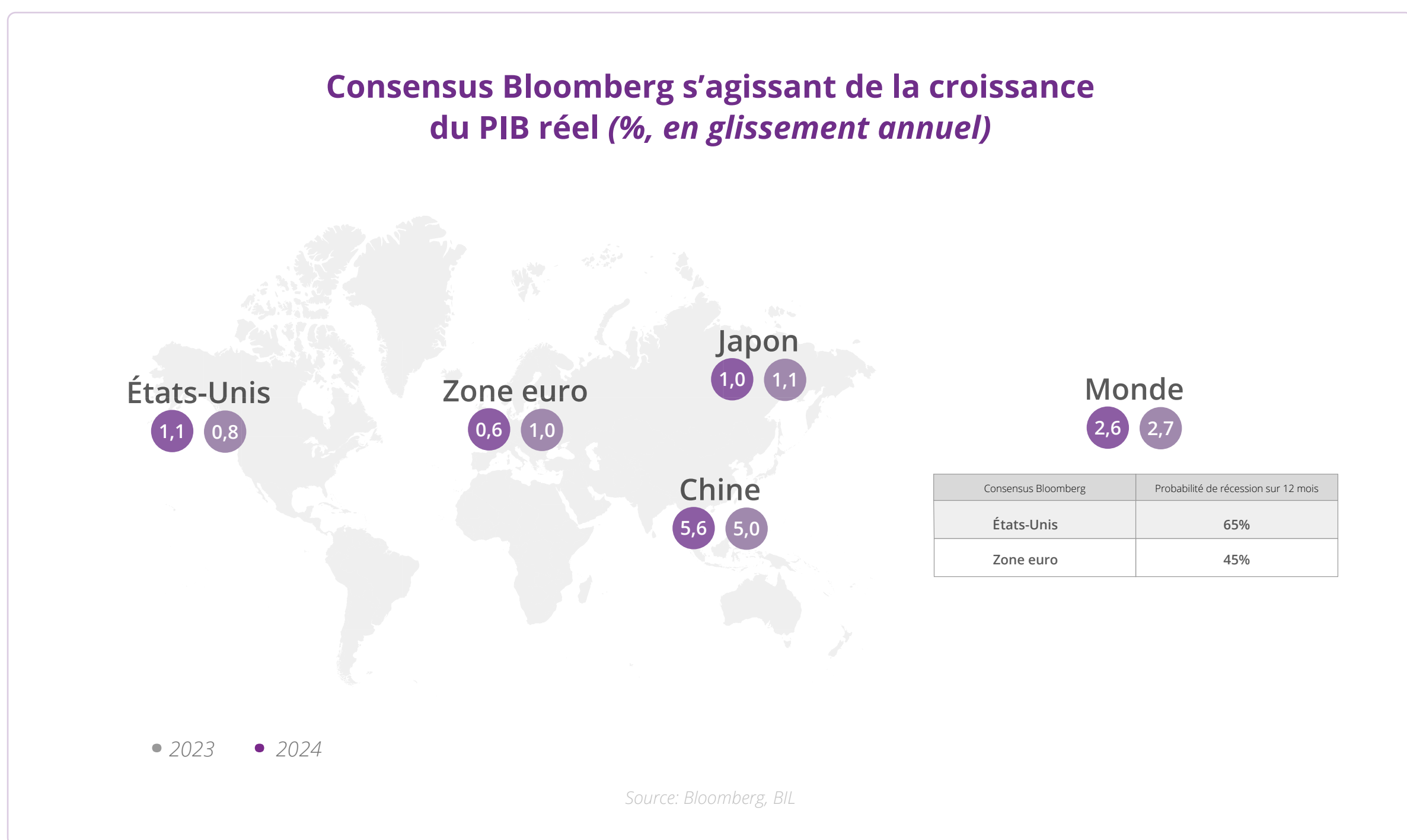
Les banques centrales, quant à elles, cherchent encore à savoir si les taux devront rester durablement plus élevés, bien conscientes qu'elles ne peuvent pas encore crier victoire dans leur lutte contre l'inflation. S'il était laissé libre cours à l'optimisme des marchés concernant les baisses de taux, les conditions financières pourraient s'assouplir, ce qui réduirait à néant une partie des progrès accomplis jusqu'à présent dans la lutte contre l'inflation. En outre, les décideurs politiques tiennent absolument à éviter de revivre ce qui s'est passé dans les années 1970, lorsque la politique de « stop-and-go » de la Fed a engendré une spirale inflationniste qui a mis des années avant d'être enrayerée (Annexe 1.1).

La divergence qui subsiste entre la trajectoire de politique monétaire suggérée par le marché et celle que les décideurs politiques ont définie dans leurs orientations prospectives est source de déception et de volatilité potentielle sur les marchés financiers. Cette réalité, ainsi que l'assombrissement des perspectives de croissance mondiale et l'absence de certitude quant au scénario d'atterrissage (celui-ci se fera-t-il en douceur ou sera-t-il plutôt brutal) déterminent le positionnement défensif de notre portefeuille à l'approche du second semestre.



Lionel De Broux
DSI du groupe, BIL

PAYSAGE MACROÉCONOMIQUE

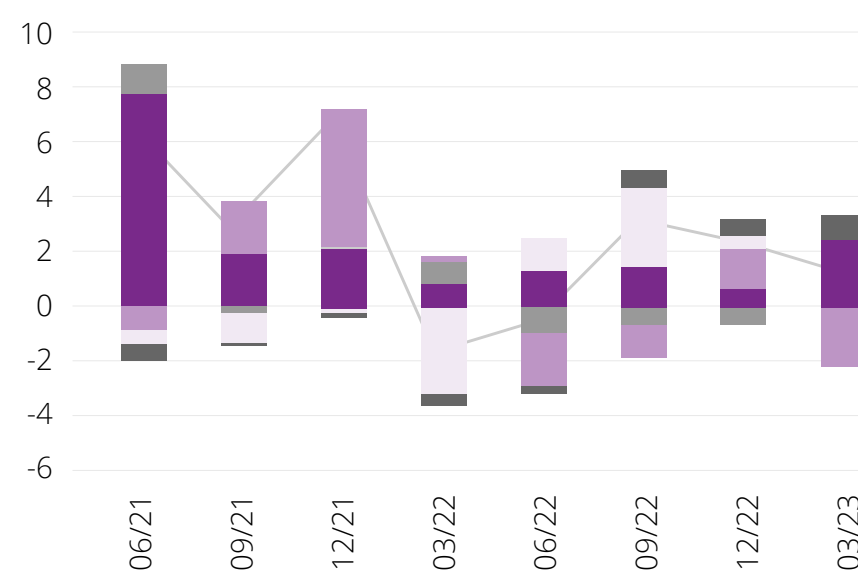


ÉCONOMIE AMÉRICAINE : LE VOYANT « ATTACHEZ VOS CEINTURES » EST ALLUMÉ

Quelques facteurs clés ont en effet permis d'éviter un décrochage économique: la consommation, un marché de l'emploi vigoureux et les dépenses publiques.

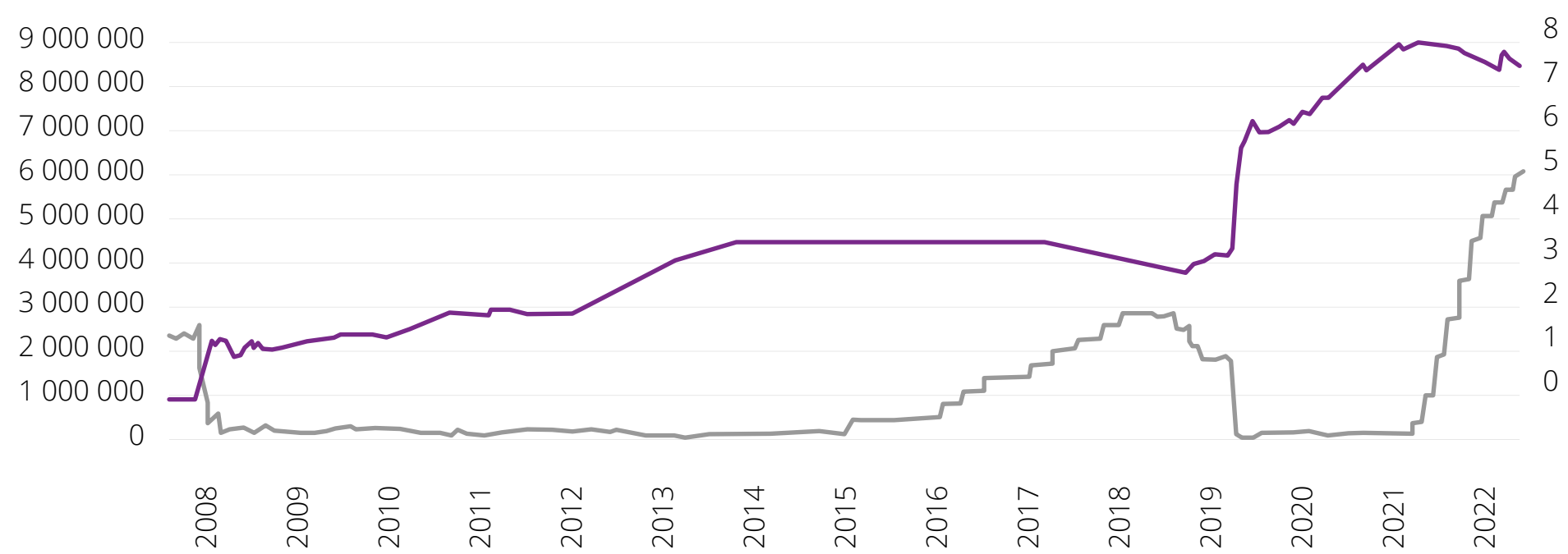
La Réserve fédérale compte désormais quelque 500 pb de hausses des taux à son actif. L'activité économique américaine a néanmoins bien résisté jusqu'à présent. Quelques facteurs clés ont en effet permis d'éviter un décrochage économique : la consommation, un marché de l'emploi vigoureux et les dépenses publiques. Le durcissement des politiques monétaires commence pourtant à produire ses effets, le signe le plus évident étant la forte décélération de la croissance d'un trimestre à l'autre, de 2,6 % à 1,3 % au premier trimestre 2023.

Contribution à la croissance du PIB américain (rythme trimestriel)



• Consommation • Stocks • Exportations nettes • Dépenses publiques • Investissement en immobilisations — Croissance du PIB réel

Le durcissement des politiques pèse sur l'économie américaine



• Bilan de la Fed (en millions de USD) • Taux effectifs de la réserve fédérale (%) (à gauche)

Source: Bloomberg, BIL

...les facteurs qui soutiennent les dépenses de consommation aux États-Unis paraissent de plus en plus fragiles.

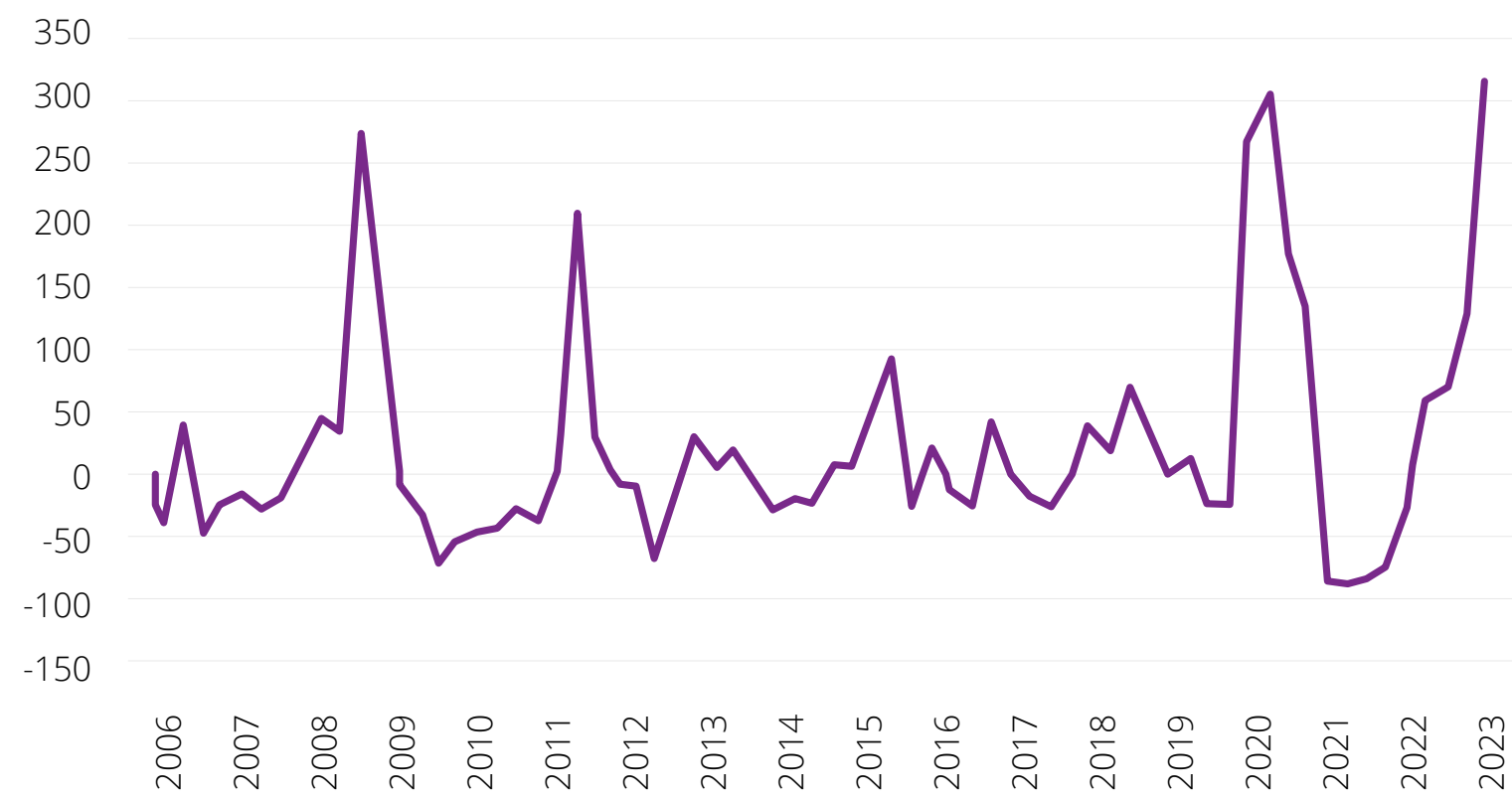
La croissance de l'emploi ralentit, la hausse des salaires semble avoir atteint son point haut et les licenciements augmentent.

La consommation constitue environ 70 % du PIB américain et, de ce fait, sa vigueur persistante a dopé la croissance. Néanmoins, les facteurs qui soutiennent les dépenses de consommation aux États-Unis paraissent de plus en plus fragiles. Tout d'abord, le consommateur américain moyen a dilapidé la majeure partie des économies qu'il avait accumulées pendant le confinement. Nombreux sont ceux qui se sont tournés vers les cartes de crédit pour continuer à dépenser dans un contexte d'inflation élevée, et la dette liée aux cartes de crédit culmine à un sommet historique de 986 milliards USD (en hausse de 17 % par rapport à la même période l'année précédente). Cette situation paraît de moins en moins tenable, les banques commençant à se concentrer sur le renforcement de leurs liquidités plutôt que sur l'expansion de leur portefeuille de prêts. Les critères d'octroi de prêts sont déjà beaucoup plus stricts et les coûts de crédit, extrêmement élevés (le TAEG moyen aux États-Unis est actuellement de 29,2 %). Les taux de défaut de paiement ne se sont pas envolés, mais commencent à augmenter.

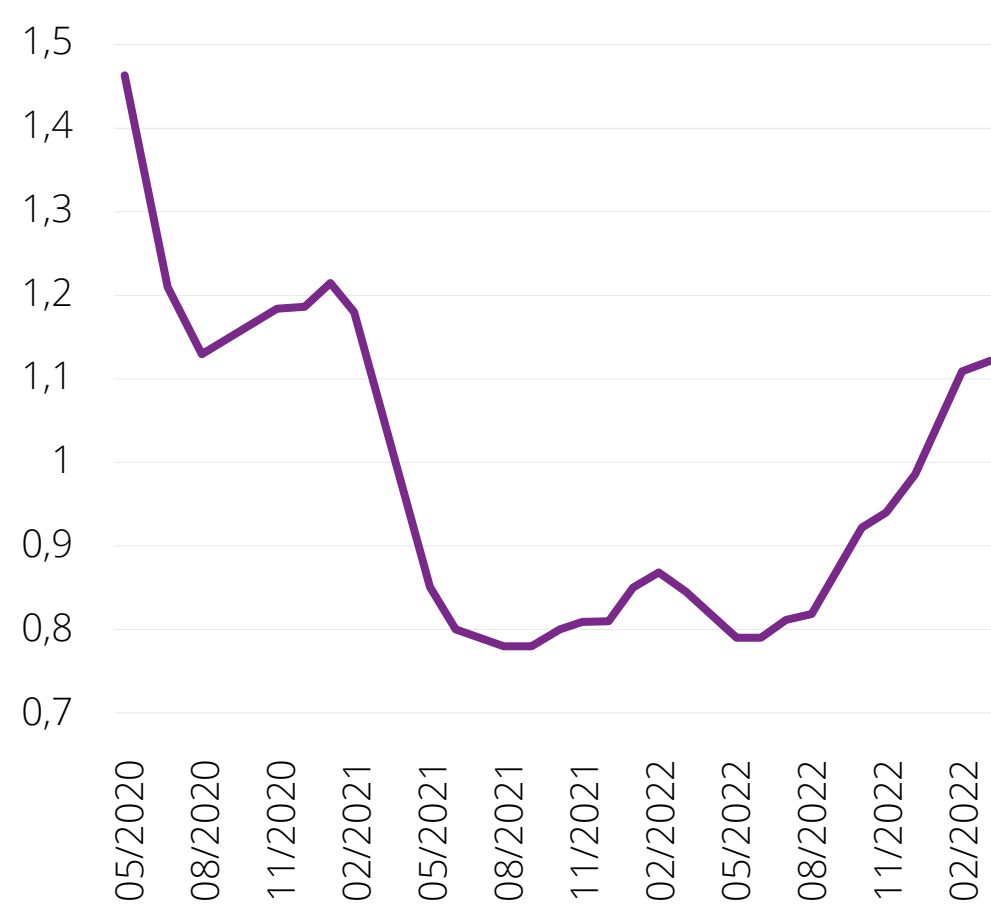
Les consommateurs ont pu compter sur un autre soutien essentiel : les mesures de relance prises par les pouvoirs publics. Ce soutien s'est fait sentir jusqu'en 2023 et, comme le montre l'Annexe 1.2, a clairement stimulé la consommation pendant les mois au cours desquels les aides ont été versées. En revanche, au fil de l'année 2023, les mesures politiques ont commencé à se muer en vents contraires, avec l'expiration au printemps de plusieurs dispositifs (tels que le Supplemental Nutrition Assistance Program et les règles Medicaid plus généreuses). Pour la suite, nous pouvons supposer que la marge de manœuvre en matière de nouvelles mesures de soutien budgétaire est faible, les discussions sur le plafond de la dette ayant largement attiré l'attention sur le montant des dépenses publiques. Selon les estimations, la réduction des dépenses fédérales pour 2024 pourrait se situer entre 0,1 % et 0,5 % du PIB.

La vigueur du marché de l'emploi a également encouragé la poursuite des dépenses. Si le taux de chômage s'établit à 3,7 %, les nouvelles données indiquent que le marché de l'emploi, hier en pleine effervescence, l'est un peu moins aujourd'hui. La croissance de l'emploi ralentit, la hausse des salaires semble avoir atteint son point haut et les licenciements augmentent.

Annonces Challenger de suppressions d'emplois aux États-Unis (%, en g.a.)



Impayés de cartes de crédit aux États-Unis

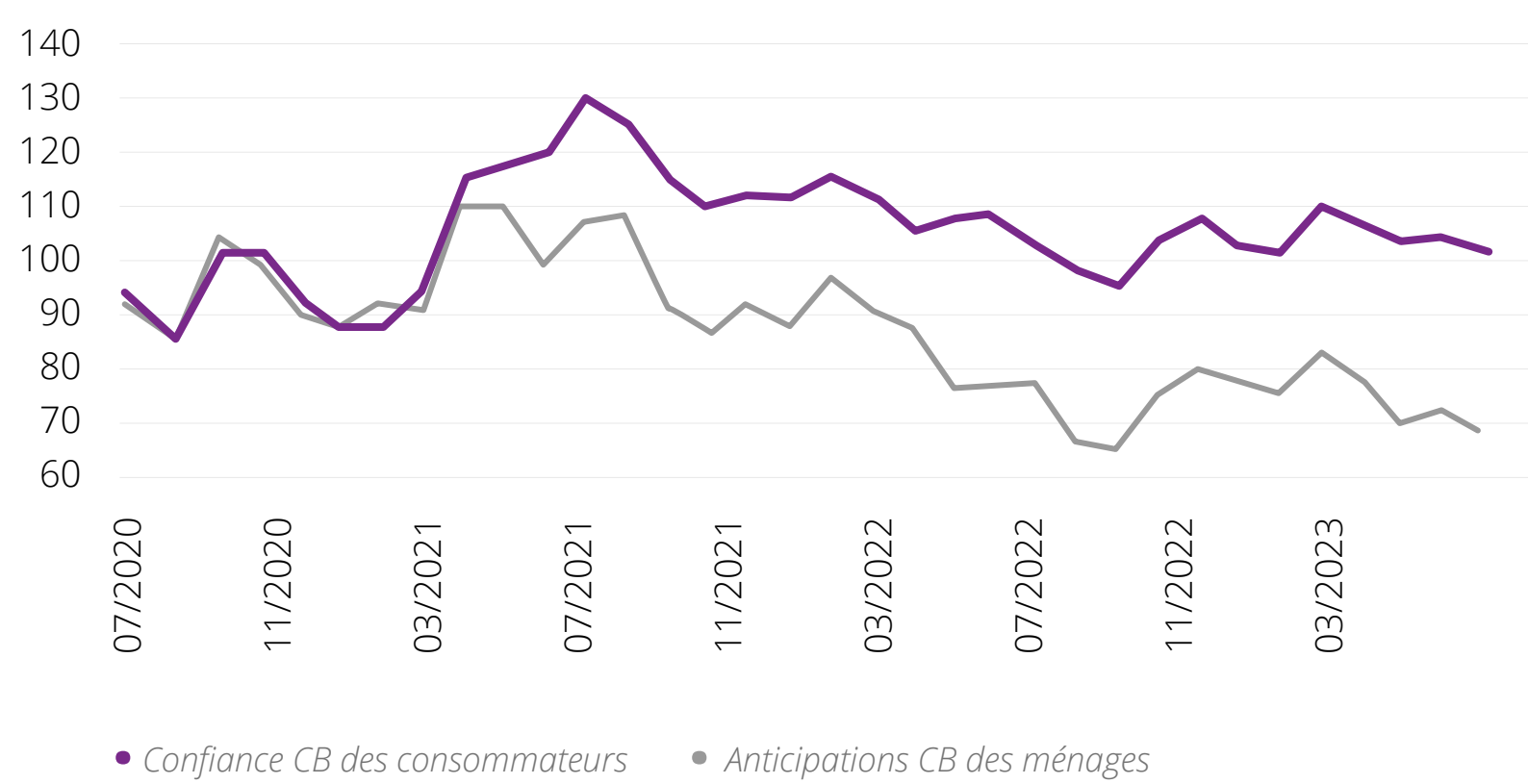


Source: Bloomberg, BIL

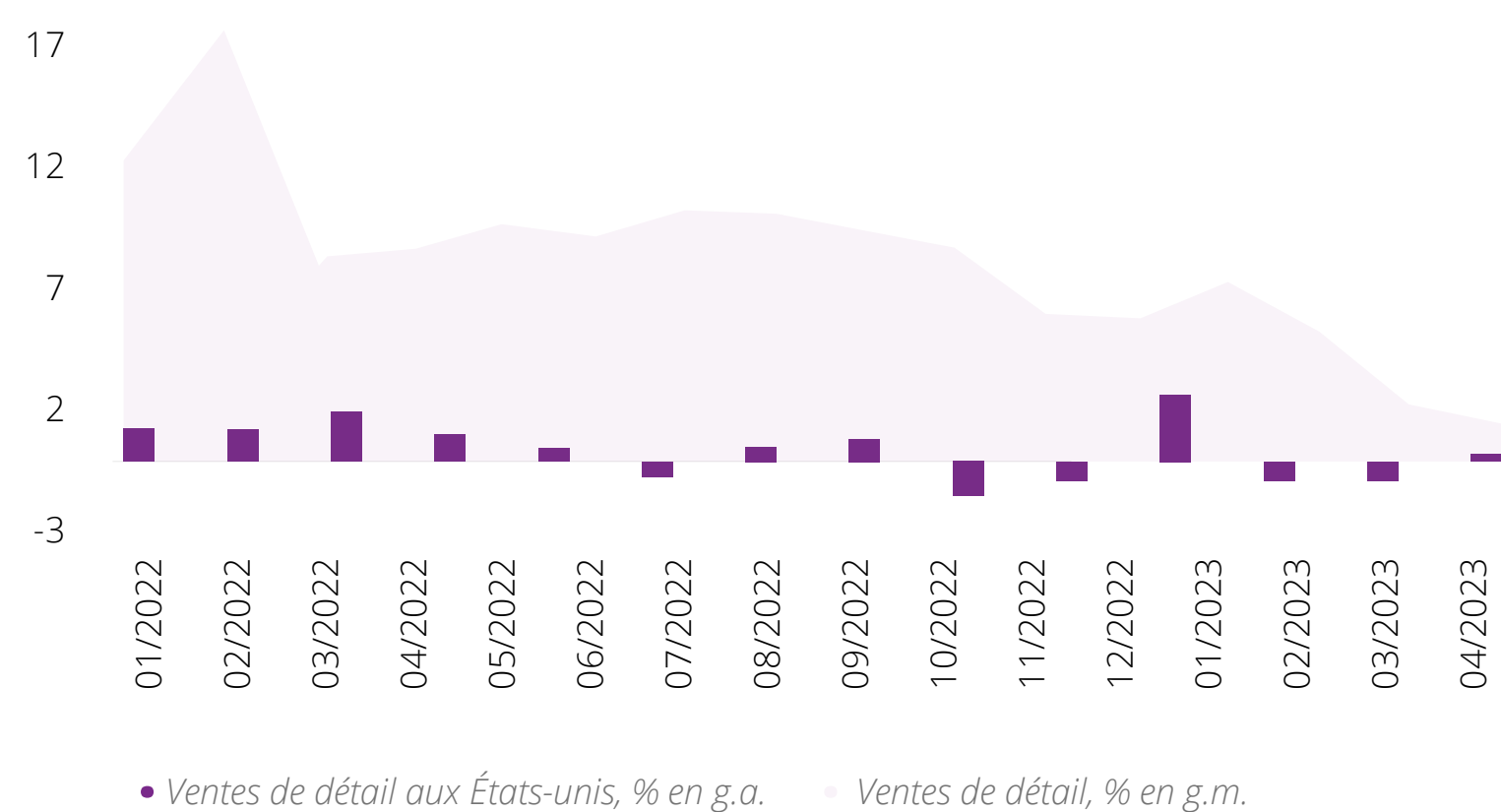
Au vu de ce qui précède et des résultats de sondages révélant que plus de la moitié des Américains vivent sur leur paie, sans la moindre épargne, il n'est pas surprenant que la confiance des ménages (et en fin de compte la consommation) décline, la demande de services constituant le dernier bastion de résistance.

Confiance des consommateurs calculée par le Conference Board

Un indice des attentes <80 annonce souvent une récession pour l'année à venir



Ventes de détail aux États-Unis



Source: Bloomberg, BIL

Les entreprises doivent composer avec les conditions d'octroi de prêts les plus strictes jamais observées depuis la crise de 2008.

Nous ne devons par ailleurs pas sous-estimer l'impact à venir des dispositifs de relance économique qui ont déjà été adoptés.

...la Fed concentre désormais ses efforts sur l'inflation « super core », qui ne tient pas compte de l'alimentation, de l'énergie et du logement.

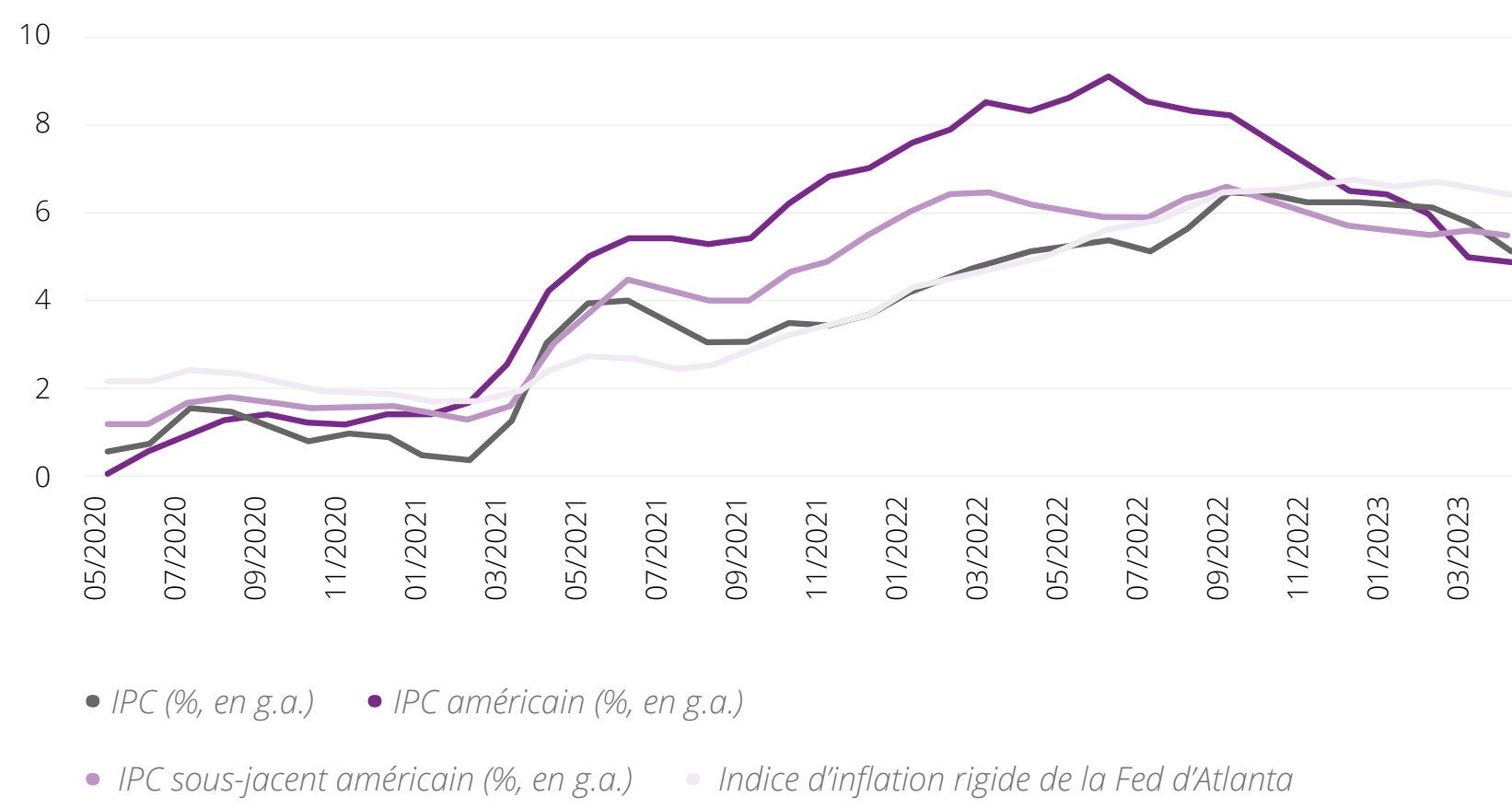
Alors que le moteur de la croissance américaine, à savoir les dépenses de consommation, s'essouffle, l'impulsion donnée par les entreprises semble limitée. Les entreprises doivent composer avec les conditions d'octroi de prêts les plus strictes jamais observées depuis la crise de 2008, auxquelles s'ajoute un recul de la demande. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont été réduits (Annexe 1.3) et les entreprises qui sont passées d'une logistique « juste à temps » à une logistique « au cas où » se concentrent désormais sur la réorganisation de leurs chaînes d'approvisionnement et sur l'élimination de leurs surplus de stocks. Les stocks ont amputé la croissance du premier trimestre d'environ 2,6 pp et, dans le même temps, les entreprises ont réduit leurs dépenses d'équipement face à la montée des pressions sur leurs marges bénéficiaires. La confiance des petites entreprises (qui emploient environ la moitié de la main-d'œuvre américaine) s'établit à son plus bas niveau depuis 13 ans.

Certains secteurs devraient toutefois être relativement épargnés. Nous ne devons par ailleurs pas sous-estimer l'impact à venir des dispositifs de relance économique qui ont déjà été adoptés. Les sociétés se sont déjà engagées à investir plus de 200 milliards USD dans des projets manufacturiers américains depuis que le gouvernement a adopté l'IRA et la loi CHIPS, qui prévoient des subventions pour certains investissements dans la production. Le montant consacré à des projets liés aux technologies propres et aux semi-conducteurs est près de deux fois supérieur aux sommes engagées dans ces secteurs en 2021, et presque 20 fois plus élevé qu'en 2019.

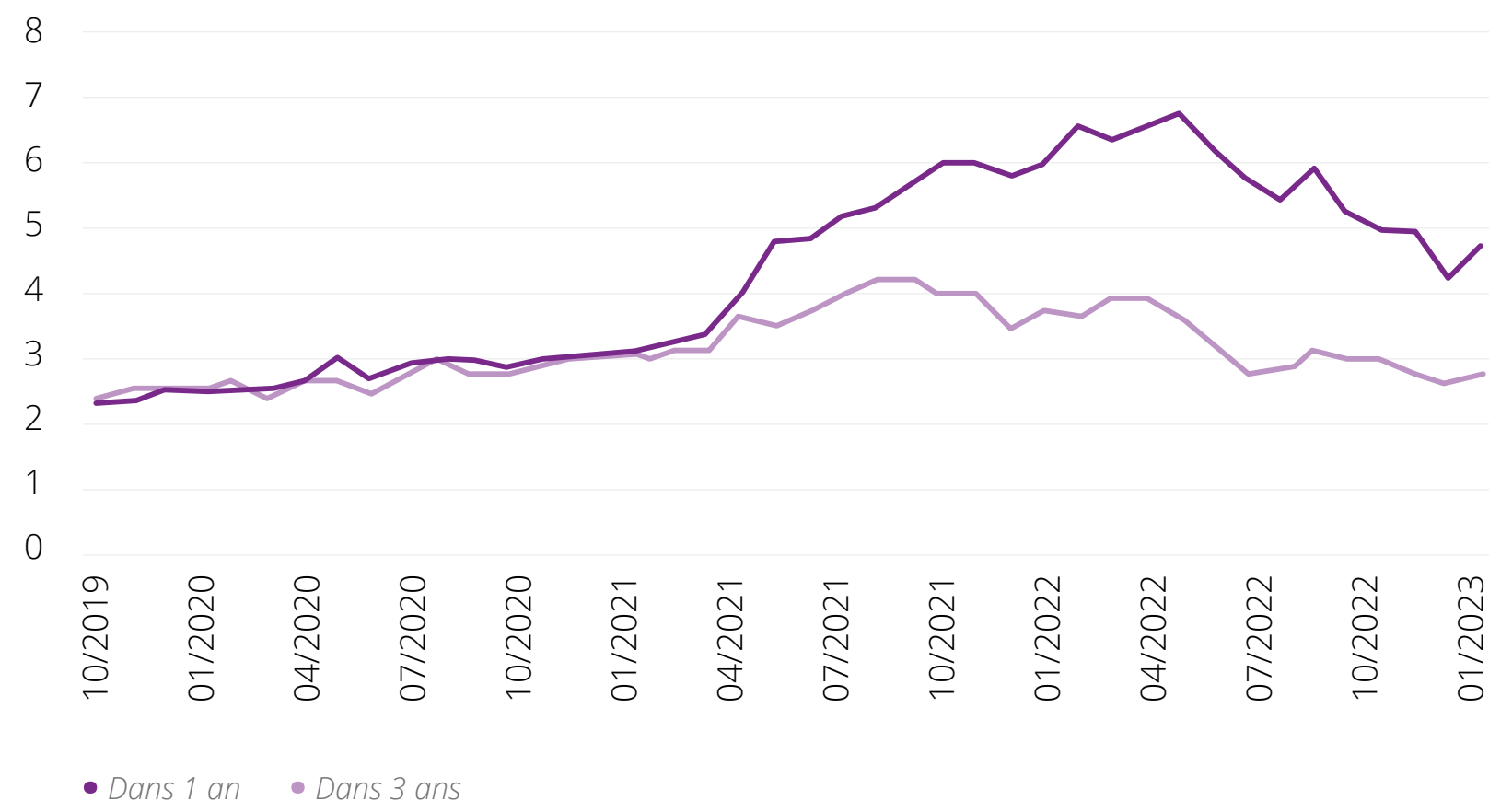
Qu'en est-il de l'inflation ? Parallèlement au ralentissement de l'économie, le taux d'inflation globale est passé d'un pic de 9,1 % en juin 2022 à 4,9 % aujourd'hui. Le coût du logement (qui représente environ un tiers du panier global de l'IPC) a finalement commencé à ralentir en avril et les données sur les loyers privés suggèrent que le déclin se poursuivra. Dans ce contexte, la Fed concentre désormais ses efforts sur l'inflation « super core », qui ne tient pas compte de l'alimentation, de l'énergie et du logement. Cette mesure, qui se focalise sur les prix résistants des services, a augmenté de 0,1 % en avril (ressortant à 3,7 % en glissement annuel). La « dernière ligne droite » pour ramener ce chiffre à 2 % pourrait être particulièrement ardue, étant donné que la demande persistante de services incite les entreprises à continuer d'augmenter leurs prix.

La Fed a donc raison de se montrer vigilante. Le risque d'inflation ne s'est pas entièrement dissipé. Les attentes des consommateurs en matière d'inflation ont récemment augmenté, nous adressant un rappel prudent à cet égard. Même si nous pensons que les hausses des taux de la Fed sont terminées, la banque centrale ne devrait pas relâcher sa vigilance et assouplir sa politique à court terme. Cette attitude ferme fera probablement basculer l'économie dans une récession modérée cette année.

Inflation aux États-Unis (% , en g. a.)



Anticipations d'inflation des ménages, Fed de NY



Source: Bloomberg, BIL

...l'économie vole à basse altitude, le consensus s'attendant à une pâle croissance du PIB réel de 0,5 % cette année.

Malheureusement, beaucoup espèrent encore que la Fed prendra un virage accommodant vers la fin de l'année, ce qui pourrait être source de déception : seules les données macroéconomiques à venir permettront de déterminer si ces espoirs sont fondés ou non.

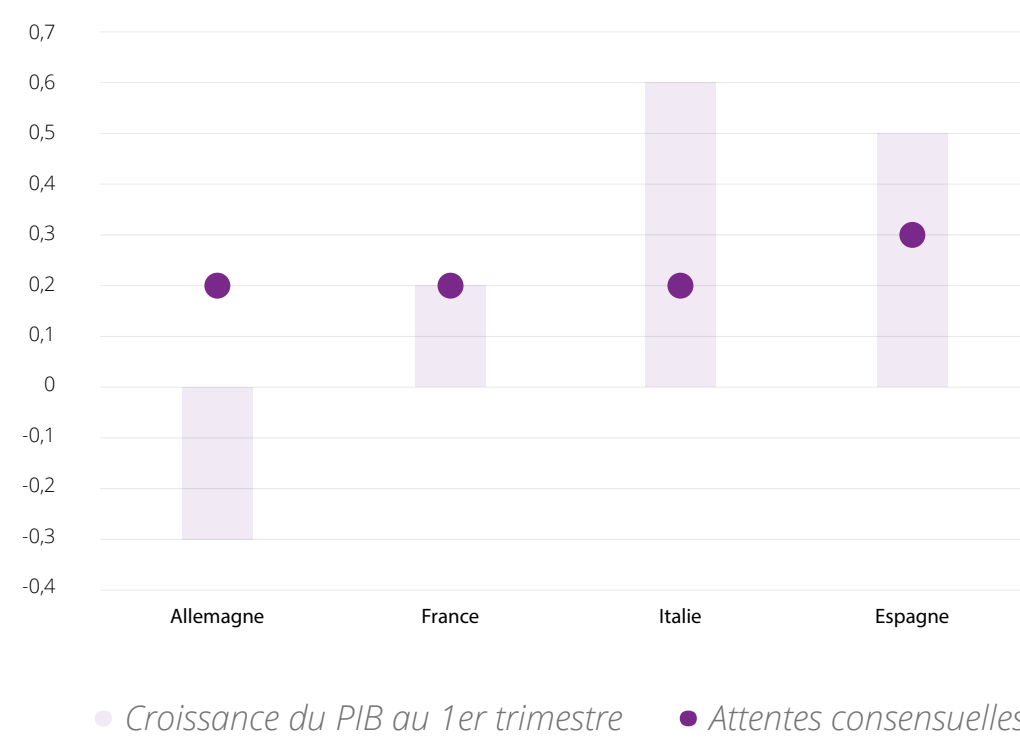
ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO – LE VOL SE POURSUIT, MAIS À BASSE ALTITUDE

L'Europe a connu une légère récession cet hiver. A présent, l'économie vole à basse altitude, le consensus s'attendant à une pâle croissance du PIB réel de 0,5 % cette année.

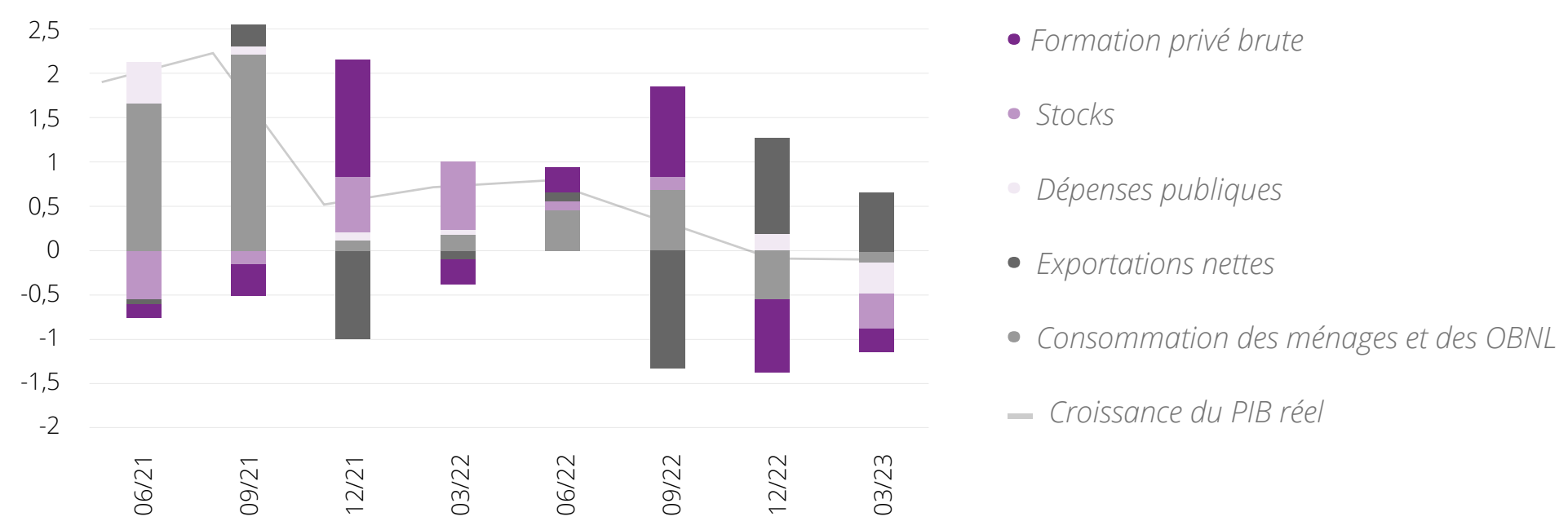
La croissance est très déséquilibrée, tirée presque exclusivement par le secteur des services, tandis que l'industrie manufacturière a du mal à maintenir sa production face au recul de la demande. Malgré la normalisation des chaînes d'approvisionnement et la baisse marquée des coûts de l'énergie (qui ont lourdement pesé sur les industries à forte intensité énergétique), le secteur des services affiche la plus forte surperformance par rapport au secteur manufacturier depuis 2009.

La croissance est très déséquilibrée, tirée presque exclusivement par le secteur des services...

Croissance du PIB réel en glissement trimestriel (%) – Par région



Contribution à la croissance du PIB de la zone euro (pp, en glissement trimestriel)



Source: Bloomberg, BIL

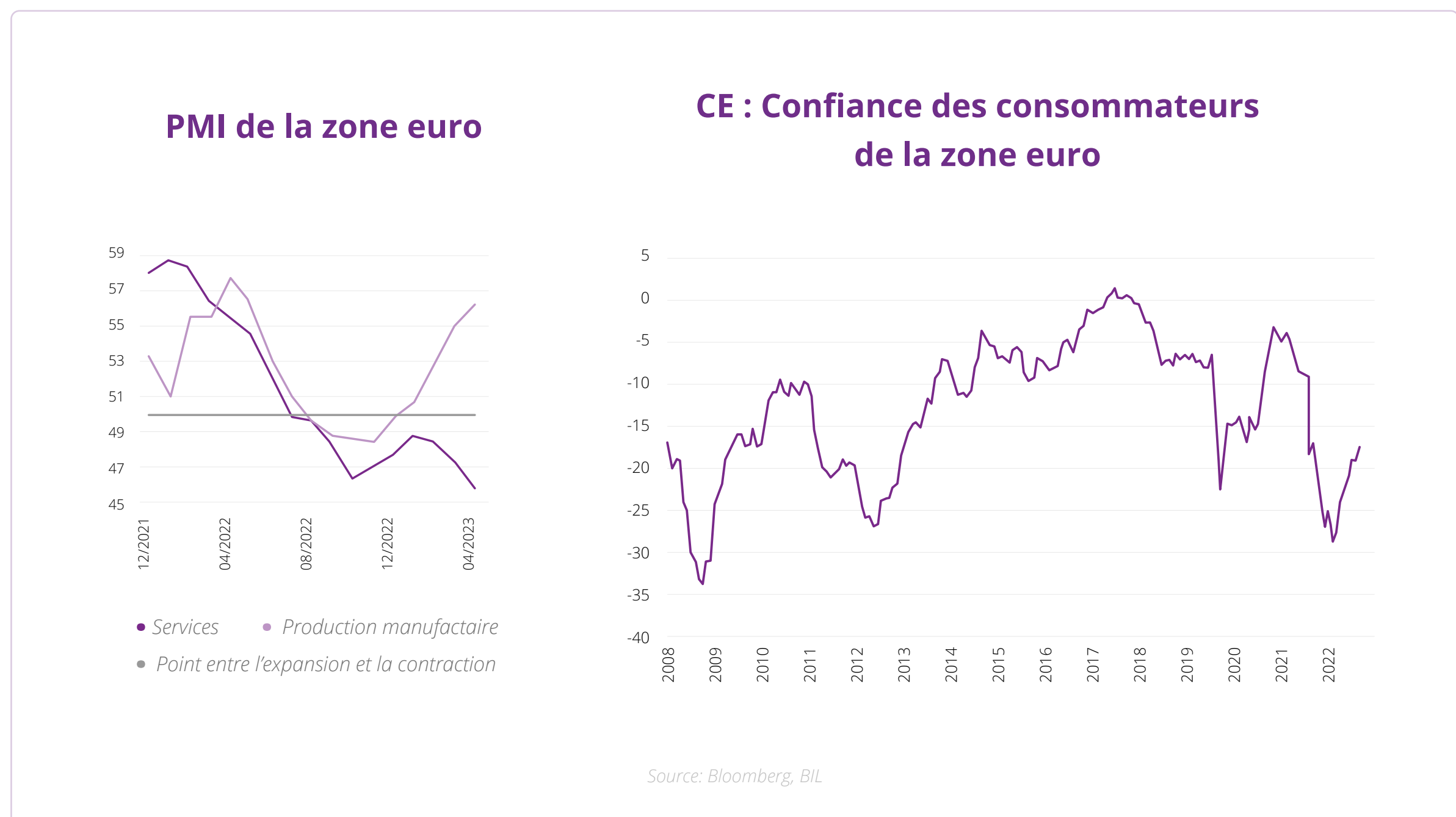
Pour l'heure, ce sont les pays du Sud qui tirent la croissance de la zone euro.

Les données des enquêtes suggèrent que l'essor du tourisme devrait continuer à soutenir la croissance à l'avenir.

Les données régionales témoignent également de cette réalité. L'Allemagne a été mise à mal par la faiblesse de son important secteur manufacturier et connaît déjà une récession. La morosité de la consommation et de l'activité industrielle fait craindre une récession durable. Son salut pourrait toutefois venir de la solidité de son marché du travail, qui soutient la demande intérieure, et de la réouverture de la Chine, laquelle stimulera la demande extérieure. Ainsi, nous envisageons pour 2023 un scénario de stagnation, plutôt que de ralentissement majeur, pour la plus grande économie d'Europe.

Pour l'heure, ce sont les pays du Sud qui tirent la croissance de la zone euro. Les investissements fixes et les exportations de l'Espagne, ainsi que le rebond de l'industrie et des services en Italie, ont permis de renforcer leurs performances économiques. Les données des enquêtes suggèrent que l'essor du tourisme devrait continuer à soutenir la croissance à l'avenir.

La confiance des consommateurs au sein de la zone euro s'est légèrement redressée, mais reste bien en deçà de sa moyenne à long terme. Elle pourrait s'améliorer au second semestre, sur fond de recul de l'inflation globale conjugué à un marché de l'emploi toujours vigoureux.



LE POINT SUR LA SITUATION ÉNERGÉTIQUE DE L'EUROPE

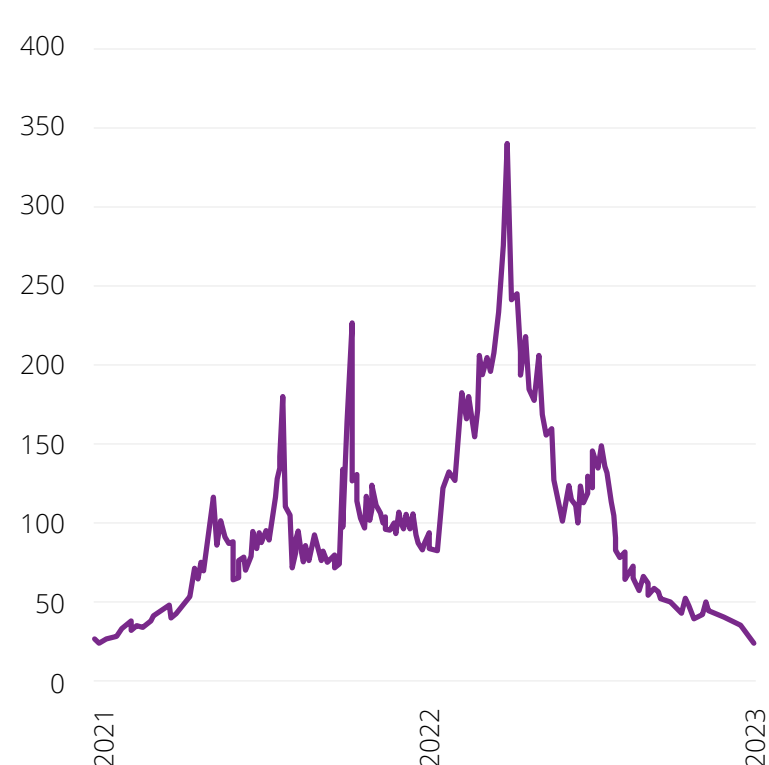
Si le conflit entre la Russie et l'Ukraine fait encore planer une lourde menace sur le continent européen, il est rassurant de constater qu'une crise énergétique a pu être évitée.

Si le conflit entre la Russie et l'Ukraine fait encore planer une lourde menace sur le continent européen, il est rassurant de constater qu'une crise énergétique a pu être évitée.

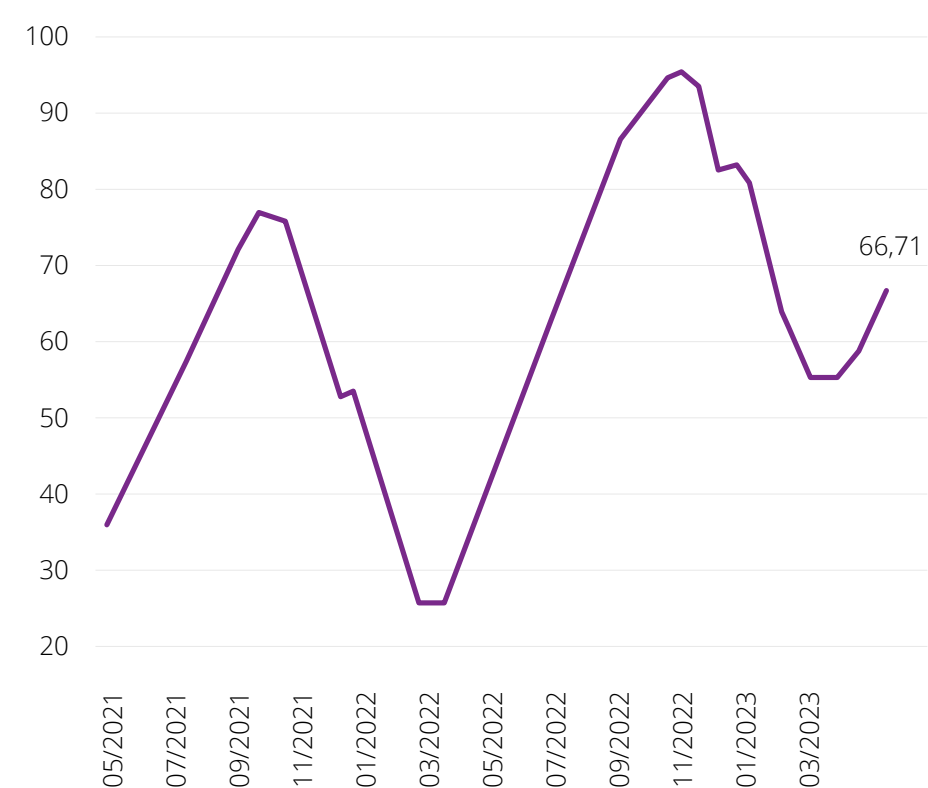
Lorsque la Russie a réduit l'approvisionnement en gaz de l'Europe en exigeant des paiements en roubles, en fermant le robinet vers plusieurs pays et en suspendant les gazoducs Yamal-Europe et Nord Stream, le continent a dû faire face à d'importantes répercussions négatives immédiates. Les prix du gaz ont été multipliés par plus de dix, d'où une inflation, une baisse des revenus et des bénéfices des entreprises et un ralentissement de la croissance économique.

Toutefois, la tentative du Kremlin visant à faire du gaz une arme a donné lieu à un ajustement extraordinaire. Bien que l'approvisionnement par gazoduc ait chuté de 85 % par rapport aux niveaux observés avant l'invasion de l'Ukraine, l'Europe est parvenue à éviter une crise et un rationnement de l'énergie, grâce à l'augmentation de l'approvisionnement en gaz naturel liquéfié (GNL) transporté par bateau, à un hiver clément et aux efforts déployés sur tout le continent pour réduire la consommation.

Contrats à terme sur le gaz naturel néerlandais EUR/ MWh



Niveaux de stockage de gaz en Europe (% de remplissage)



Source: Bloomberg, Eurostat, BIL

...mais l'AIE suggère que les efforts de réduction de la demande de gaz en Europe devraient permettre de faire face à une coupure totale du gaz russe l'hiver prochain, même dans un scénario de tensions.

Se pose maintenant la question de ce qu'il adviendra de l'hiver 2023-2024.

Les conditions climatiques joueront un rôle crucial. Un été trop chaud ne serait pas une bonne chose, car il entraînerait une augmentation de la demande d'électricité pour les systèmes de climatisation, tandis qu'un hiver trop froid n'est évidemment pas non plus souhaitable. D'autres facteurs clés entrent également en ligne de compte, à savoir la vigueur de la demande de GNL liée à la réouverture de l'économie chinoise et la rapidité avec laquelle les industries à forte consommation d'énergie accélèrent leur activité face à la baisse des prix du gaz naturel.

Il n'y a pas grand-chose à faire concernant la météo, mais l'AIE suggère que les efforts de réduction de la demande de gaz en Europe devraient permettre de faire face à une coupure totale du gaz russe l'hiver prochain, même dans un scénario de tensions. En attendant, le stockage du gaz augmente déjà. Il est actuellement prévu de remplir les installations de stockage à 90 % d'ici le 1er novembre, mais l'UE devrait idéalement viser un taux de 100 %.

Début mai encore, il existait une énorme différence de prix entre le gaz destiné à être livré en été et celui destiné à être livré en hiver. Les prix du gaz en été sont tombés aux alentours de 30-35 tandis que ceux du gaz en hiver sont restés à plus de 50. Cet écart témoigne de la fragilité persistante du marché, qui pourrait donner lieu à une nouvelle crise dans le courant de l'année. Cette structure de prix invite les décideurs politiques à ne pas se reposer sur leurs lauriers.

L'offre au cours des prochains mois devrait rester correcte, ce qui devrait permettre à l'Europe de poursuivre ses objectifs de stockage d'ici à l'hiver prochain, surtout si l'activité économique vient à décevoir. Les niveaux de stockage sont déjà plus élevés que la normale.



LA PERSISTANCE DE L'INFLATION MAINTIENT LA PRESSION SUR LA BCE

La baisse des prix de l'énergie a permis à l'inflation globale de refluer d'un sommet de 10,6 % en octobre 2022 à 7 % aujourd'hui. Bien que des progrès aient été accomplis, la BCE n'est manifestement pas au bout de ses peines dans la lutte contre les tensions sur les prix. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, la croissance des salaires en Europe se poursuit, les travailleurs et les syndicats cherchant à récupérer la perte de pouvoir d'achat. Le fait que les marchés du travail soient tendus sur l'ensemble du continent joue en leur faveur. Le taux de chômage n'a en effet jamais été aussi bas dans la zone euro (6,5 %).

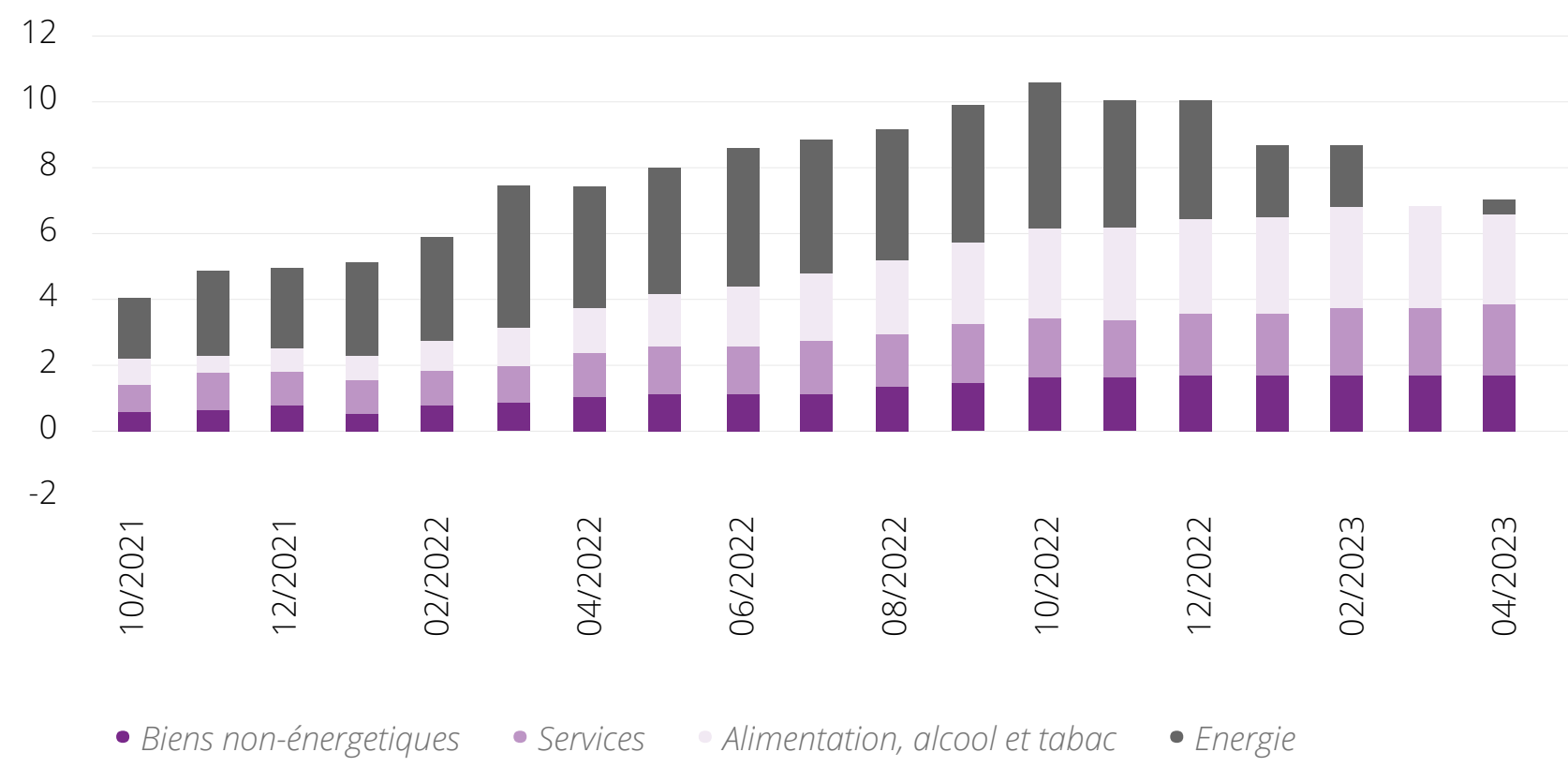
...la BCE n'est manifestement pas au bout de ses peines dans la lutte contre les tensions sur les prix. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, la croissance des salaires en Europe se poursuit, les travailleurs et les syndicats cherchant à récupérer la perte de pouvoir d'achat.

Pour un grand nombre d'entreprises européennes, en particulier en Allemagne, les pénuries de main-d'œuvre succèdent aux goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement comme principal obstacle à la production. Dès lors, le risque d'une spirale des salaires et des prix (par laquelle des salaires plus élevés conduisent les sociétés à facturer des coûts plus conséquents, ce qui pousse les travailleurs à demander de meilleurs salaires) est en train de devenir bien réel. Selon la BCE, les pressions salariales alimentent déjà l'inflation sous-jacente. Alors qu'avant la pandémie, les articles sensibles aux salaires ne contribuaient qu'à hauteur d'environ 0,5 point de pourcentage à l'inflation sous-jacente, cette contribution a plus que doublé au cours des derniers mois. Ce n'est pas tellement problématique pour les biens, car les salaires ne représentent que 20 % environ des coûts directs des intrants pour les entreprises manufacturières. En revanche, ils constituent environ 40 % des coûts directs pour les fournisseurs de services, et l'inflation des services représente près des deux tiers de l'inflation sous-jacente ! Et comme indiqué précédemment, la croissance européenne repose sur le secteur des services.

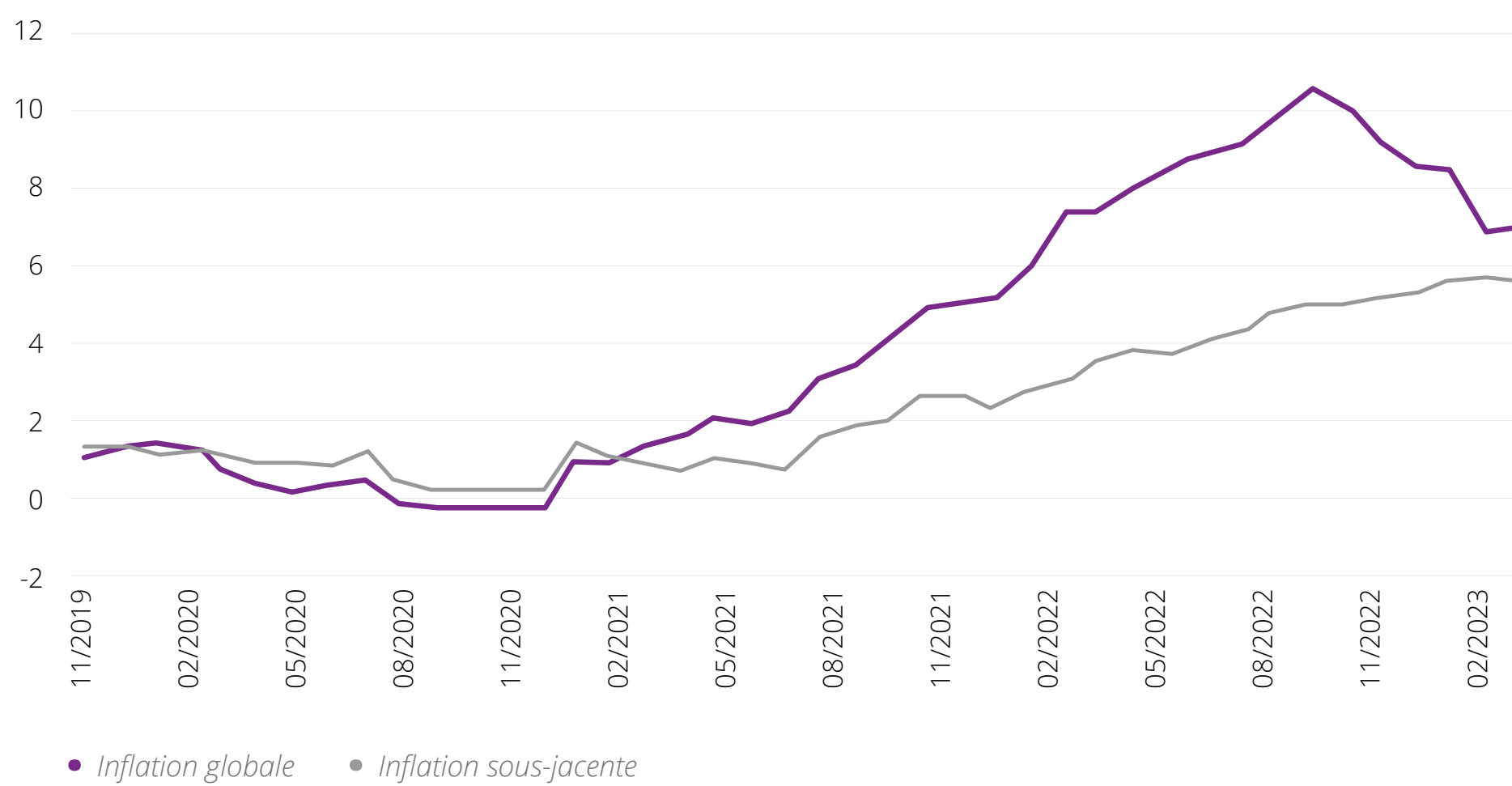
...les pressions salariales alimentent déjà l'inflation sous-jacente.



Contributions à l'inflation de la zone euro en points de pourcentage



Inflation de la zone euro (en glissement annuel)



Source: Bloomberg, Eurostat, BIL

...les orientations prospectives de la BCE suggèrent une position restrictive, soulignant que les taux continueront à augmenter dans les prochains mois.

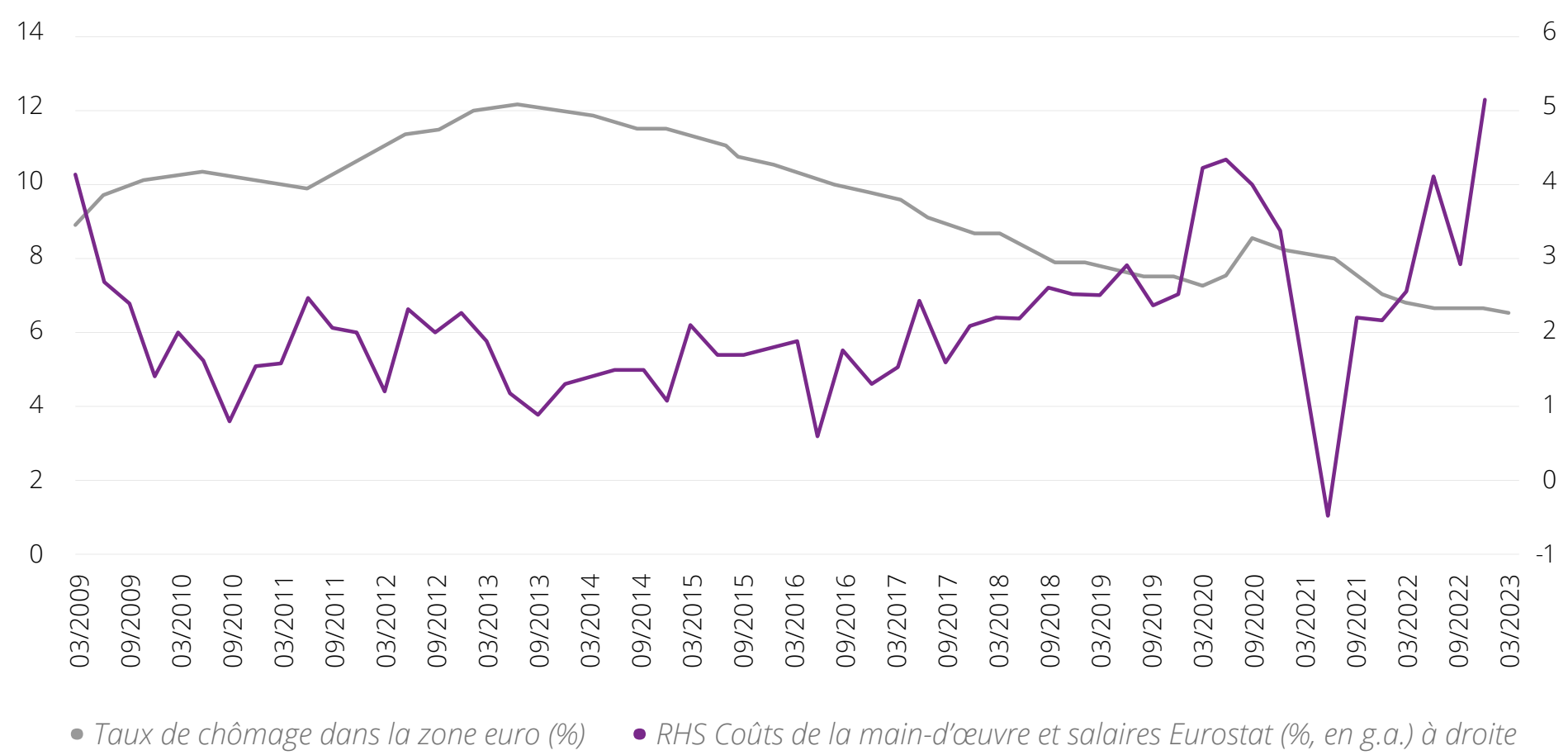
Dans ce contexte, les orientations prospectives de la BCE suggèrent une position restrictive, soulignant que les taux continueront à augmenter dans les prochains mois. Sa présidente, Christine Lagarde, l'a confirmé « nous avons encore du chemin à parcourir et nous ne marquons pas de pause [dans les hausses des taux] ». Les réinvestissements dans le cadre du Programme d'achat d'actifs de la banque centrale devraient s'interrompre à partir de juillet.

D'ores et déjà, le durcissement des conditions financières commence à se faire sentir. C'est particulièrement perceptible dans le secteur de l'immobilier, où les taux hypothécaires ont fortement augmenté depuis le début de l'année 2022. En conséquence, la demande a ralenti tout comme les prix. Les données de l'office européen des statistiques, Eurostat, montrent que les prix de l'immobilier ont reculé pour la première fois depuis 2015, et le FMI a mis en garde contre des corrections « désordonnées » des prix de l'immobilier en cas de réévaluation des risques d'inflation par les marchés et de resserrement plus important que prévu des conditions financières. De telles baisses de prix auraient des effets néfastes sur les finances des ménages.

Compte tenu du fléchissement de la demande, l'indice PMI de la zone euro dans le secteur de la construction s'établit en dessous de 50 depuis le printemps 2022, signe d'une période de contraction prolongée. Plus récemment, parmi les grandes économies de la zone euro, c'est l'Allemagne qui a pris le plus de retard. Partout dans la zone euro, le logement est la principale entrave aux chantiers de construction dans leur ensemble, bien qu'il y ait eu de nouvelles contractions dans les projets commerciaux et d'infrastructures. Les entreprises du secteur continuent de réduire leur production du fait de la diminution continue des nouvelles commandes et ont à nouveau revu à la baisse leurs achats d'intrants, supprimé des emplois et fait part de perspectives d'avenir peu optimistes.

Malgré ces difficultés et contrairement aux États-Unis, les marchés des futures ne prévoient pas de baisse significative du taux de la BCE cette année, car les pressions inflationnistes restent tenaces. Les marchés continuent de tabler sur un taux directeur maximum de 3,70 % d'ici septembre, avec deux relèvements de 25 pb en juin et en juillet respectivement.

Chômage et croissance des salaires dans la zone euro



Source: Bloomberg, BIL

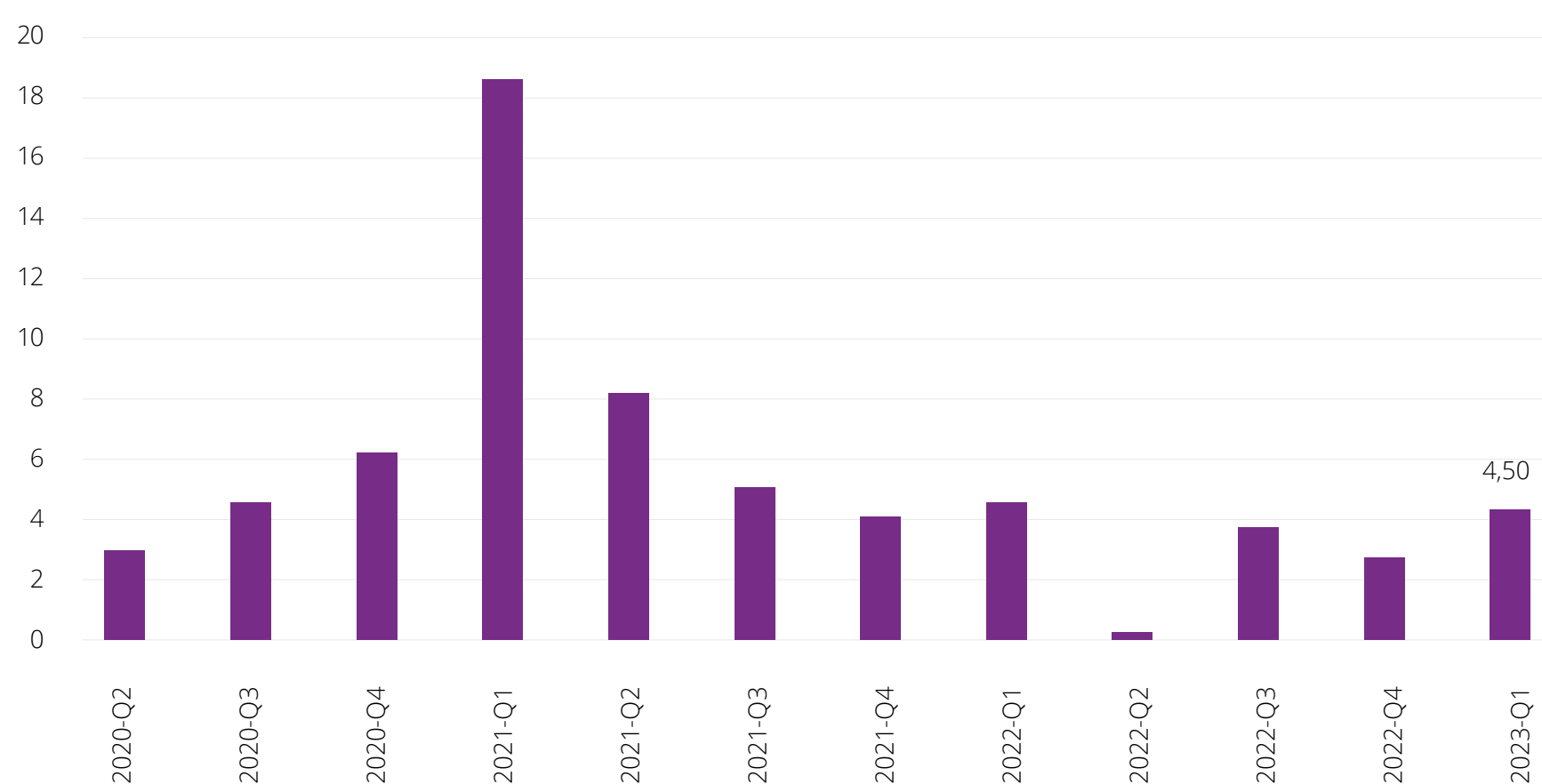
CHINE – DÉGIVRAGE DES AILES EN COURS

Alors que la croissance marque le pas dans le reste du monde, l'économie chinoise se prépare quant à elle au décollage. Après les confinements imposés par la politique « zéro Covid », son rebond s'est jusqu'à présent avéré décevant et plus lent que beaucoup ne l'avaient prévu. Nos analystes sur le terrain expliquent qu'après le choc prolongé de la pandémie, qui a entraîné la fermeture de nombreuses entreprises et entamé la confiance des consommateurs, il est logique qu'il faille patienter au moins quelques trimestres avant que tous les rouages de l'économie chinoise ne fonctionnent à nouveau de manière satisfaisante.

...l'économie chinoise se prépare quant à elle au décollage. Après les confinements imposés par la politique « zéro Covid », son rebond s'est jusqu'à présent avéré décevant et plus lent que beaucoup ne l'avaient prévu.

L'économie chinoise a déjà progressé de 4,5 % au premier trimestre par rapport à la même période l'an dernier, après une croissance modeste de 2,9 % au quatrième trimestre 2022. La croissance du PIB devrait encore s'accélérer au deuxième trimestre, portée par d'importants effets de base dus au confinement de Shanghai au deuxième trimestre 2022. Globalement, l'objectif de croissance du PIB pour l'année est d'environ 5 %, les dirigeants mettant l'accent sur la stabilité économique et la nécessité de relancer la consommation des ménages. Le consensus s'attend à ce que la Chine dépasse cet objectif, avec une croissance d'environ 5,6 % sur l'ensemble de l'année.

Taux de croissance du PIB chinois, en glissement annuel



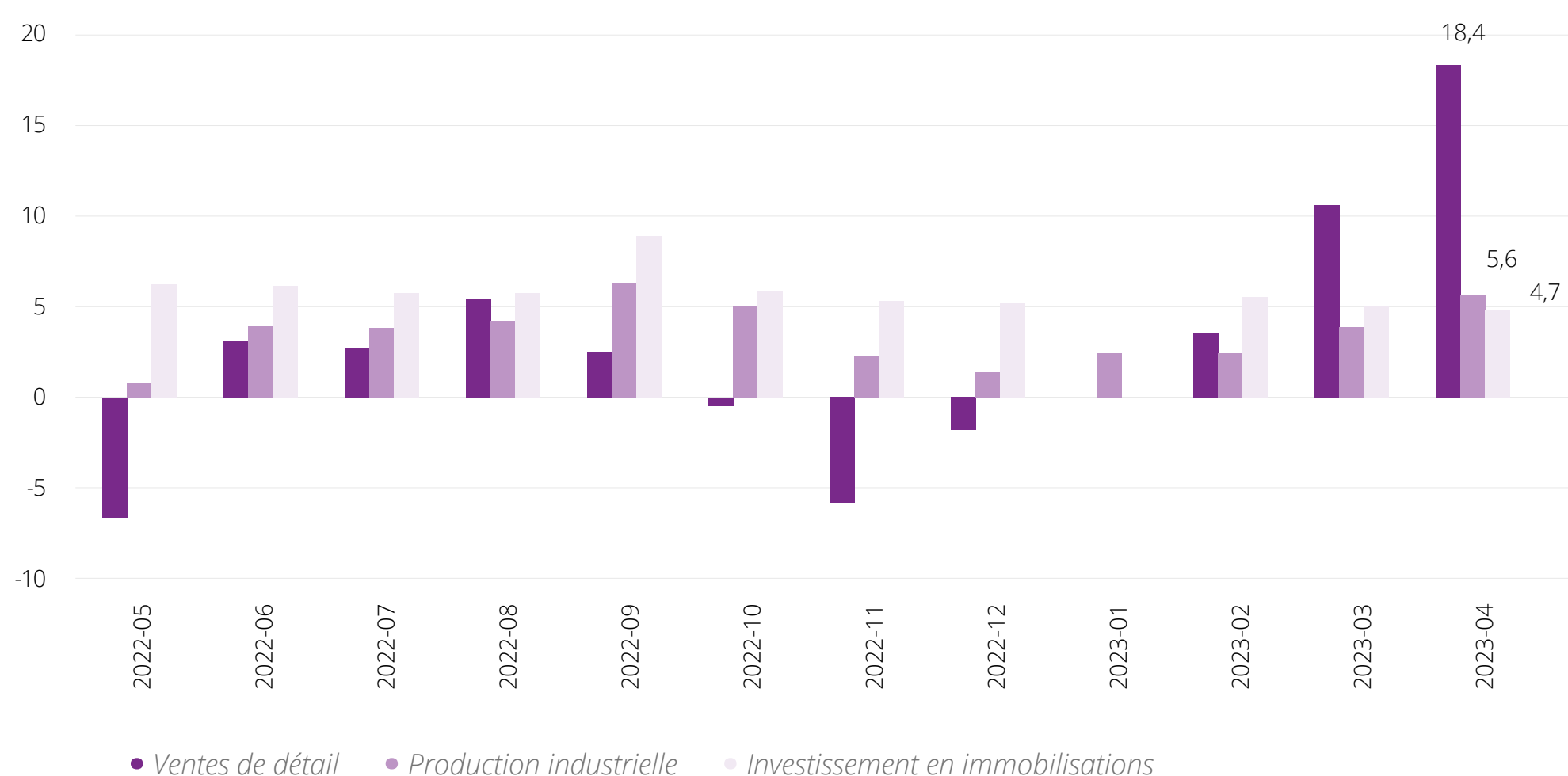
Source: Bloomberg, BIL

Pour l'heure, certains signes encourageants laissent penser que les consommateurs chinois commencent à dépenser davantage. La confiance des consommateurs est encore loin d'atteindre son niveau moyen d'avant la pandémie. Les estimations varient concernant le niveau de l'excédent d'épargne que les ménages ont accumulé et qui n'a pas encore été dépensé : pour Goldman Sachs, cette somme s'élève à environ 3 000 milliards CNY (437 milliards USD). La demande refoulée sera libérée lentement, d'abord au niveau des services, puis progressivement au niveau des biens. Les rapports des sociétés européennes font cependant déjà état d'un rebond significatif de la demande s'agissant des produits de luxe.

...les consommateurs chinois commencent à dépenser davantage.

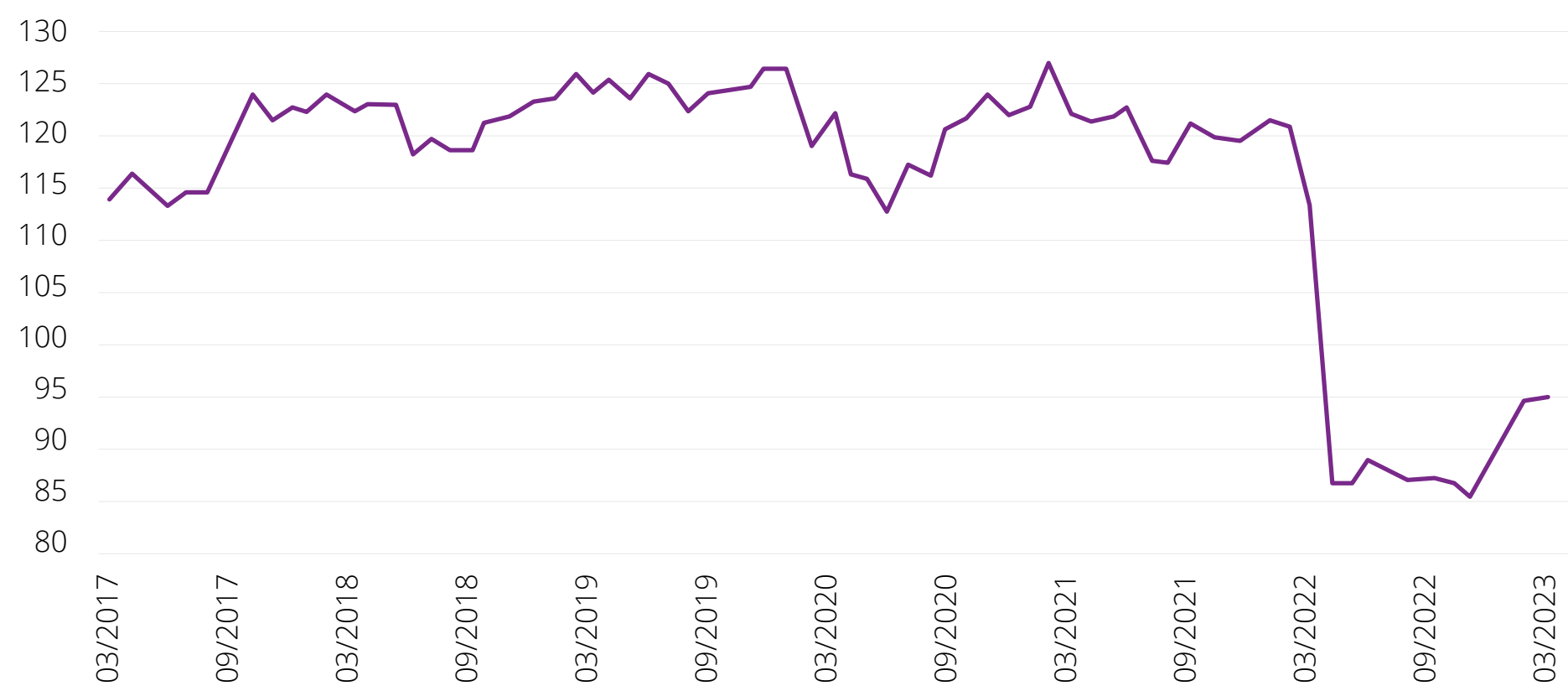
Du côté des entreprises, les investissements en immobilisations sont à la traîne et ont même affiché une tendance à la baisse au cours des derniers mois. Les prix des barres d'armature en acier en Chine ont récemment atteint leur niveau le plus bas en trois ans, soulignant le caractère poussif de la croissance, en particulier dans le secteur immobilier, qui demeure un risque majeur et une source potentielle de volatilité, au même titre que les tensions commerciales et le découplage technologique.

Les ventes au détail et la production industrielle suivent une tendance haussière, tandis que les investissements en immobilisations ont récemment marqué le pas (% , en g. a.)

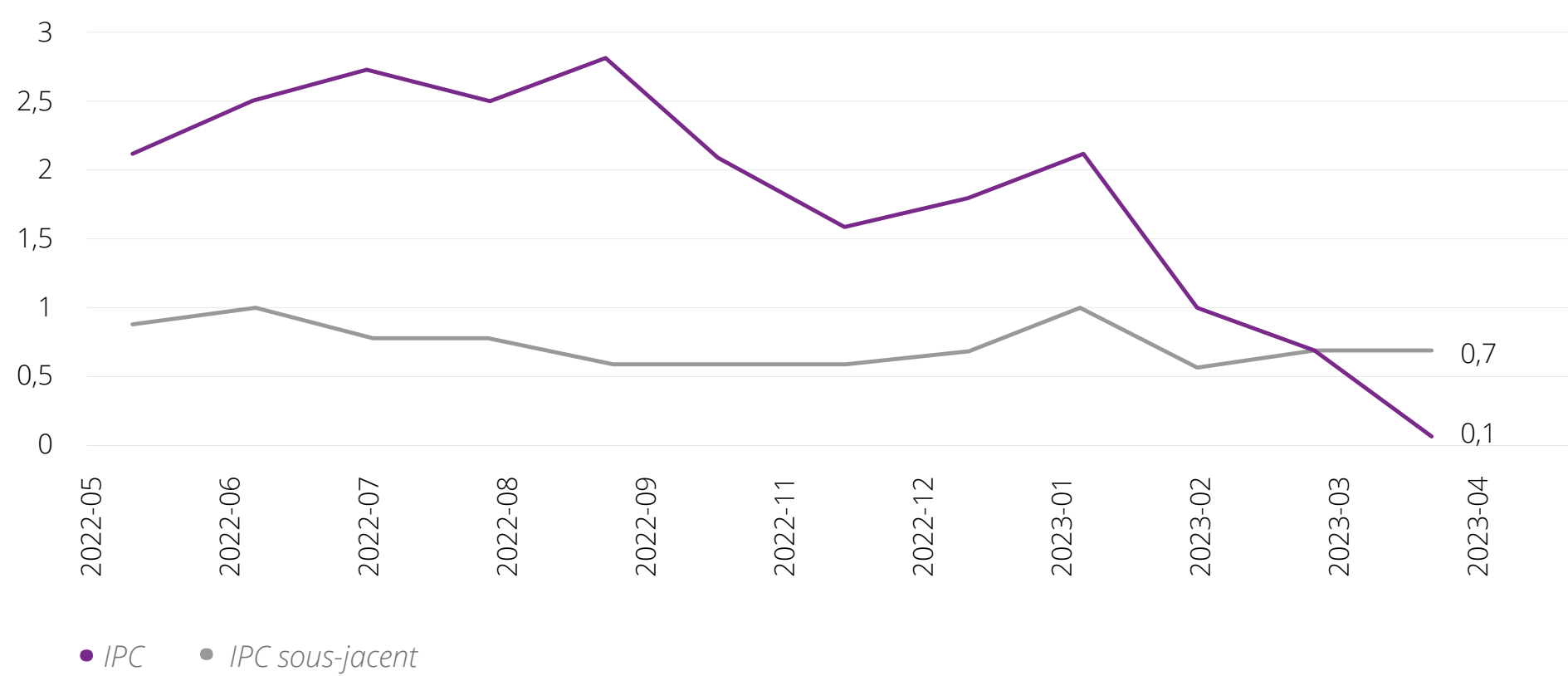


Source: Bloomberg, BIL

Indice de confiance des consommateurs chinois



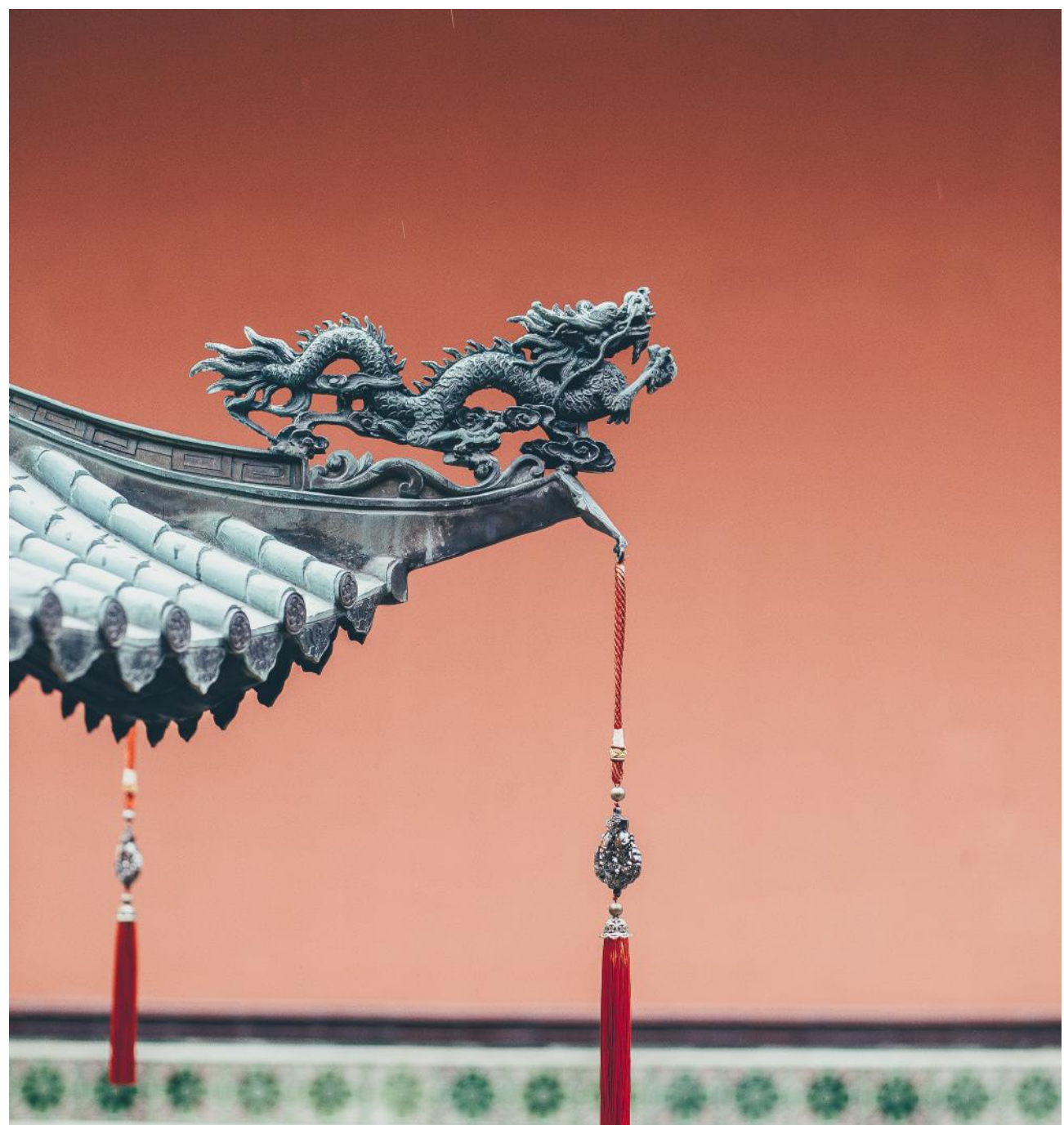
IPC et IPC sous-jacent, en g.a.



Source: NBS, Bloomberg, BIL

La principale source d'optimisme au sujet de la Chine tient au fait que le pays fait exception dans le cycle de resserrement monétaire mondial, avec une inflation de seulement 0,2 % ...

La principale source d'optimisme au sujet de la Chine tient au fait que le pays fait exception dans le cycle de resserrement monétaire mondial, avec une inflation de seulement 0,2 % pour un objectif d'environ 3 %. Non concernés par la problématique de l'inflation qui sévit dans les économies occidentales, les décideurs politiques disposent d'une certaine latitude pour relancer l'activité. À l'heure actuelle, le pays bénéficie de conditions de crédit favorables (mesures mises en œuvre afin de réduire les coûts de financement pour les prêteurs et d'encourager les dépenses, telles que le plafonnement des taux sur certains dépôts) et la Banque populaire de Chine (PBoC) devrait veiller à maintenir des liquidités abondantes et des conditions de crédit accommodantes au cours des prochains mois. La possibilité d'un nouvel assouplissement monétaire s'est accrue à la suite de la publication de données de croissance plus faibles que prévu en avril et en mai.



Les politiques macroéconomiques devraient rester incitatives cette année, dans le but de stimuler la demande et de rendre la reprise plus pérenne.

Les politiques macroéconomiques devraient rester incitatives cette année, dans le but de stimuler la demande et de rendre la reprise plus pérenne. La réunion du Politburo qui s'est tenue à la fin du mois d'avril laisse entendre que le gouvernement pourrait exploiter doublement les politiques adoptées lors du Congrès populaire national de mars, plutôt que de mettre en place de nouvelles mesures de relance. L'objectif politique semble être de favoriser la dynamique intrinsèque de l'économie en encourageant l'investissement privé, en créant des emplois, en stabilisant le commerce extérieur et l'investissement, et en soutenant les nouveaux moteurs de croissance, tels que les véhicules fonctionnant avec des énergies nouvelles et l'intelligence artificielle.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DE LA BIL

...nous sous-pondérons actuellement les actions et les obligations des marchés développés, en mettant l'accent sur la qualité et en privilégiant la liquidité ...

Face au ralentissement de la croissance et au durcissement des conditions de crédit dans les économies occidentales, nous pensons qu'il est temps de faire le dos rond et de se préparer à des trimestres volatils. Ainsi, nous sous-pondérons actuellement les actions et les obligations des marchés développés, en mettant l'accent sur la qualité et en privilégiant la liquidité (via des quasi-liquidités, ou en investissant dans des sociétés dotées d'une trésorerie abondante).



ACTIONS

La trajectoire des marchés d'actions au second semestre sera largement dictée par les résultats et les marges bénéficiaires des sociétés.

Les investisseurs ne sont visiblement pas convaincus par les bons résultats du premier trimestre et restent majoritairement soucieux de l'évolution pour le reste de l'année.

Malgré le resserrement des conditions financières et l'assombrissement des perspectives de croissance, les actions résistent plutôt bien cette année. Aux États-Unis, le rebond des actions a été porté par une poignée de géants du secteur technologique (le S&P 500 ressemblant de plus en plus à un S&P 10), car les investisseurs se sont tournés vers des sociétés à fort potentiel bénéficiaire et exposées à l'intelligence artificielle, délaissant les secteurs cycliques sensibles à la conjoncture économique. Les secteurs défensifs et de croissance ont été les grands gagnants, tandis que les stratégies « value » ont sous-performé. À titre d'exemple, l'indice S&P Value a progressé de 3,3 % cette année, contre un gain de 11 % pour son homologue axé sur la croissance. Les actions européennes ont abandonné une partie de leurs gains vers la fin du mois de mai, en grande partie sur fond de rumeurs d'une nouvelle vague de Covid en Chine, mais aussi d'inquiétudes au sujet du plafond de la dette américaine. En raison de l'actualité, les anciennes coqueluches du marché (essentiellement dans le secteur du luxe) ont été délaissées par les investisseurs.

La trajectoire des marchés d'actions au second semestre sera largement dictée par les résultats et les marges bénéficiaires des sociétés. La quasi-totalité des sociétés ayant désormais publié leurs résultats pour le premier trimestre aux États-Unis et en Europe, nous avons une idée plus précise de ce à quoi nous devons nous attendre.

Il en ressort que, si les bénéfices ont mieux résisté que prévu jusqu'à présent, le spectre de la récession se rapproche.

En Europe, les bénéfices ont une fois de plus été supérieurs aux attentes, à la faveur d'une hausse des prix et d'un contrôle efficace des coûts. Jusqu'à présent, les entreprises sont parvenues à augmenter leurs prix sans perdre trop de volume, ce qui leur a permis de dégager des marges opérationnelles plus généreuses que prévu. Ces marges supérieures aux prévisions sont assez généralisées et ne se concentrent pas dans un seul secteur : 72 % des sociétés ont ainsi dépassé les attentes en la matière. La réouverture de la Chine profite à certains acteurs de la consommation, en particulier dans le segment du luxe, tandis que d'autres sociétés exposées à ce pays ont publié des chiffres décevants du fait de la faiblesse des volumes. Cet impact témoigne d'une reprise économique chinoise à plusieurs vitesses. Les banques ont rassuré quant aux flux de dépôts et à l'exposition à l'immobilier commercial. Les sociétés européennes ont enregistré un taux de

...le resserrement du crédit et le risque d'une crise du crédit sont toujours d'actualité. Voilà qui pourrait encore peser sur la croissance...

croissance du BPA impressionnant de +15 %, contre -1,3 % attendu. Les acteurs de la finance, de l'industrie et des services aux collectivités ont été les principaux artisans de cette évolution inattendue. Malgré une nette amélioration des bénéfices en Europe, ces derniers n'ont pas suffi à faire vraiment décoller l'indice, qui a évolué à l'intérieur d'une fourchette de moins de 2 % entre le 14 avril et le 23 mai. Les investisseurs ne sont visiblement pas convaincus par les bons résultats du premier trimestre et restent majoritairement soucieux de l'évolution pour le reste de l'année.

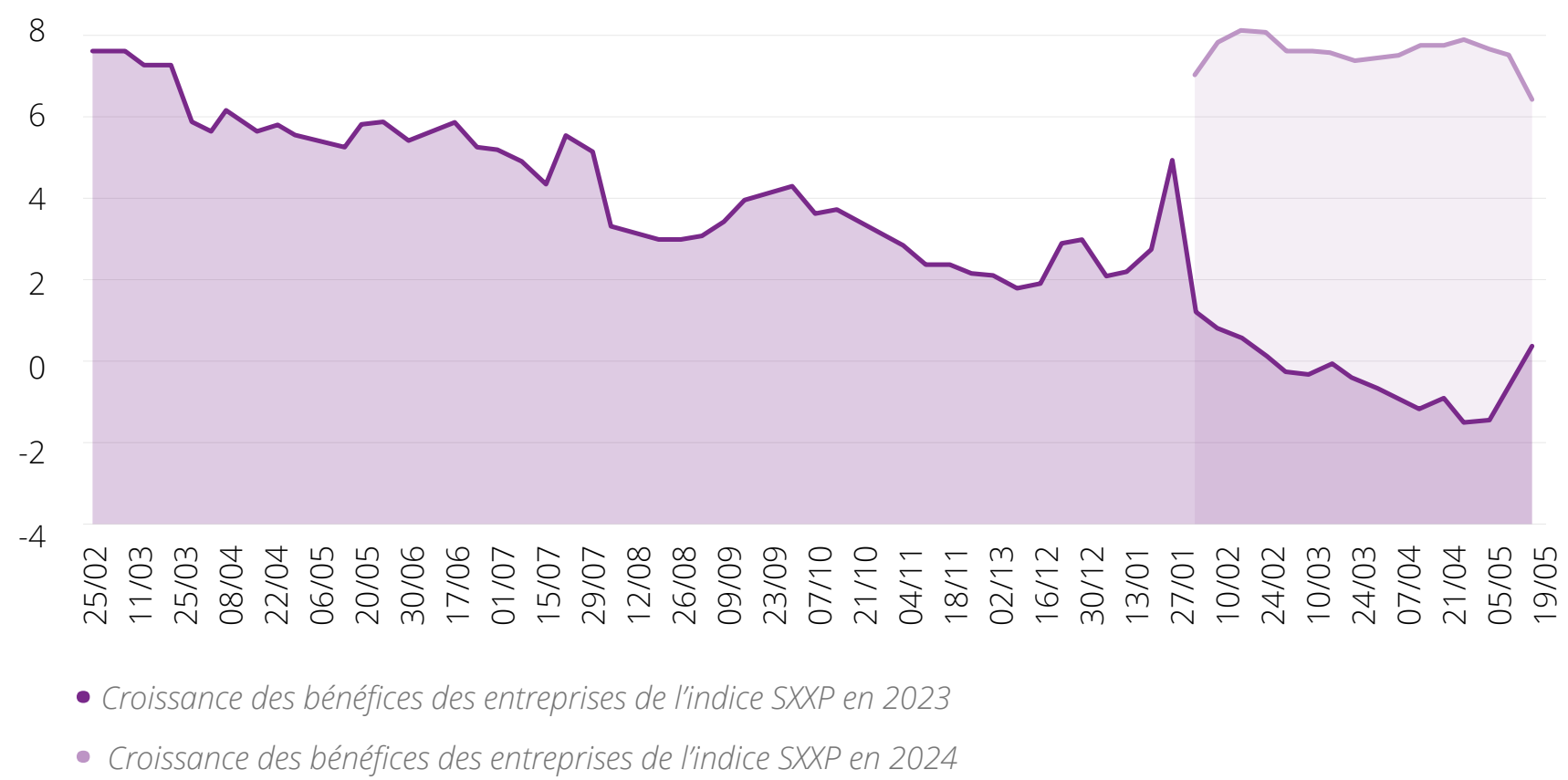
Ce constat est également valable pour les États-Unis. Les bénéfices ont baissé de 3,39 % alors que l'on redoutait un recul de 8 %. Les sociétés ont accru leurs marges, tandis que la Chine a eu une incidence positive sur certains secteurs et négative sur d'autres. Comme en Europe, les bénéfices supérieurs aux attentes n'ont pas eu d'influence sur l'évolution du cours du S&P 500 : entre le 31 mars et le 18 mai, l'indice a évolué au sein d'une fourchette étroite de 2 %. L'espoir d'un accord sur le plafond de la dette est venu mettre un terme à cette tendance et a finalement poussé l'indice au-dessus d'un niveau de breakout très surveillé de 4.200 points.

Le ralentissement de la croissance devrait devenir la grande thématique du second semestre : les banques centrales vont-elles poursuivre le combat contre l'inflation, quel qu'en soit le prix, ce qui nuirait à la croissance et, en fin de compte, aux actions ? Si les turbulences bancaires du premier trimestre semblent résorbées, le resserrement du crédit et le risque d'une crise du crédit sont toujours d'actualité. Voilà qui pourrait encore peser sur la croissance et accélérer une éventuelle récession.

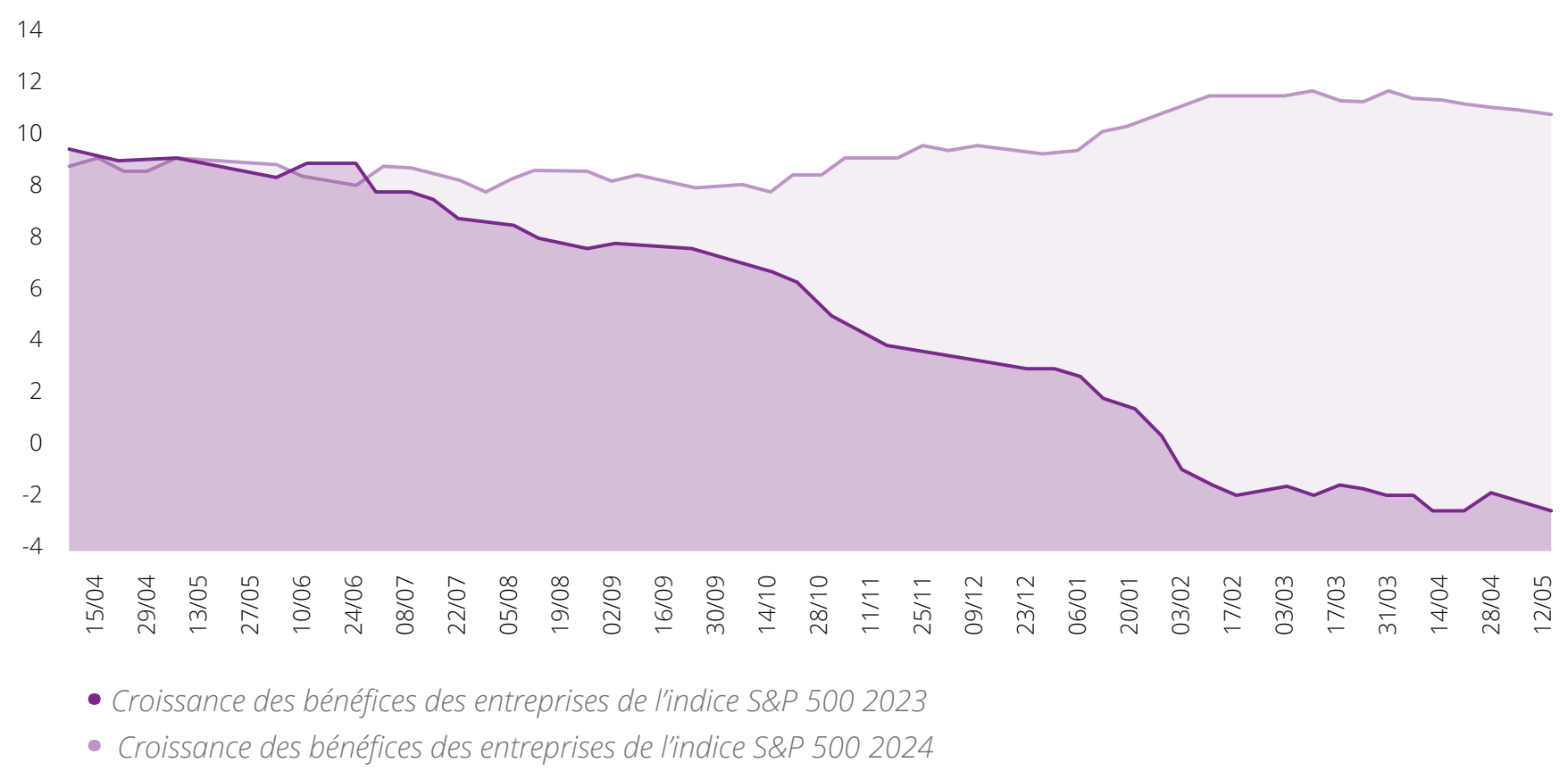
Dans ce contexte, quelles sont les prévisions des analystes en matière de bénéfices pour le reste de l'année 2023 ? Les prévisions bénéficiaires en Europe se sont quelque peu améliorées dans le sillage des résultats satisfaisants du premier trimestre, les perspectives passant de légèrement négatives à légèrement positives, comme le montre le graphique ci-dessous. Le revers de la médaille, c'est que les perspectives pour 2024 ont été revues à la baisse. Les perspectives neutres pour l'exercice 2023 laissent présager une croissance négative des bénéfices pour le reste de l'année après un bon départ au premier trimestre.



Croissance des bénéfices des entreprises de l'Eurostoxx 600



Croissance des bénéfices des entreprises du S&P 500



Source: Bloomberg, BIL

BÉNÉFICES ET ÉVALUATIONS

...notre composition sectorielle est défensive, le but étant de réduire le caractère cyclique de nos portefeuilles.

...l'environnement macroéconomique moins favorable nous oblige à exploiter doublement nos paris thématiques, qui se concentrent sur les changements séculaires (et les sociétés stratégiquement positionnées pour en bénéficier), ce qui permet aux investisseurs de se projeter au-delà des hauts et des bas du cycle économique.

Aux États-Unis, les prévisions de croissance bénéficiaire pour cette année et la suivante n'ont pratiquement connu aucun ajustement durant la saison de publication des résultats : la croissance escomptée du BPA est toujours négative (-2 %) pour 2023, mais se maintient à +11 % pour l'an prochain.

Dans ces conditions, nous abordons le second semestre en sous-pondérant les actions des marchés développés. Lorsque nous sommes exposés à cette classe d'actifs, notre composition sectorielle est défensive, le but étant de réduire le caractère cyclique de nos portefeuilles. Nous privilégions ce qui suit :

- Consommation de base – les prévisions de bénéfices sont relativement stables alors que la saison des résultats du premier trimestre a montré que les entreprises parvenaient, à ce stade, à répercuter la hausse des prix des intrants.
- Services aux collectivités – le secteur profite des turbulences bancaires, les investisseurs adoptant une attitude plus prudente et ciblant les valeurs refuges ; les dividendes élevés sont un atout essentiel par rapport à d'autres secteurs défensifs, tandis que les plans de relance auront un fort effet porteur des deux côtés de l'Atlantique. En outre, en réponse à la loi américaine sur la réduction de l'inflation – 369 milliards USD de subventions et de crédits d'impôt en faveur des technologies d'énergie propre –, Bruxelles a autorisé les États membres de l'UE qui se battent pour conserver les projets sur le sol européen à accorder des subventions qui se chiffrent en milliards de dollars.
- Santé européenne – le secteur a bénéficié des turbulences bancaires et des craintes grandissantes de récession. Nous anticipons une croissance robuste des BPA au cours des deux prochaines années du fait de la hausse des revenus et de l'expansion des marges, les entreprises pharmaceutiques et d'équipement apportant les plus importantes contributions.

...nous avons consolidé nos portefeuilles à l'aide d'actions de qualité: des titres d'entreprises présentant des bilans solides, des bénéfices stables, un faible niveau d'endettement et la capacité financière d'absorber une chute des bénéfices. Dans cet ordre d'idées, nous maintenons également une surpondération des technologies de l'information...

Au-delà des considérations sectorielles, l'environnement macroéconomique moins favorable nous oblige à exploiter doublement nos paris thématiques, qui se concentrent sur les changements séculaires (et les sociétés stratégiquement positionnées pour en bénéficier), ce qui permet aux investisseurs de se projeter au-delà des hauts et des bas du cycle économique. Pour l'heure, nous nous concentrons sur quelques thèmes clés qui tendent souvent à converger et à se compléter : l'accélération de la transition vers une économie plus durable, portée par la plus grande transformation technologique de l'histoire de l'humanité. Nous apprécions également les biotechnologies, une thématique qui a pris de l'ampleur avec la pandémie et la course à la mise au point de vaccins. Si le XIXe siècle a été celui de la chimie et le XXe celui de la physique, le XXIe siècle sera, selon nous, celui de la biologie, ce qui devrait accroître considérablement nos capacités à redéfinir les systèmes biologiques pour répondre à nos besoins et apporter des solutions aux défis mondiaux les plus urgents. Il va sans dire que ce thème a, à nos yeux, sa place dans les portefeuilles.



Nous surpondérons légèrement les actions chinoises, car nous pensons que l'économie de ce pays est la plus prometteuse pour les mois à venir, alors que la reprise post-pandémique doit encore faire sentir ses effets.

S'agissant des styles, nous avons consolidé nos portefeuilles à l'aide d'actions de qualité : des titres d'entreprises présentant des bilans solides, des bénéfiques stables, un faible niveau d'endettement et la capacité financière d'absorber une chute des bénéfiques. Dans cet ordre d'idées, nous maintenons également une surpondération des technologies de l'information, secteur qui concentre bon nombre de ces entreprises. Jusqu'à présent, les annonces de résultats des leaders du secteur confirment qu'ils génèrent des bénéfiques et qu'ils bénéficient d'une bonne dynamique commerciale.

En termes de régions, nous sous-pondérons les États-Unis et l'Europe, et nous avons une position neutre sur le Japon. Nous surpondérons légèrement les actions chinoises, car nous pensons que l'économie de ce pays est la plus prometteuse pour les mois à venir, alors que la reprise post-pandémique doit encore faire sentir ses effets.. Dans ce contexte, les gains potentiels seront probablement déterminés non plus par l'expansion des multiples, mais par la croissance et la réalisation des bénéfiques. Plutôt que de prendre des paris sur des secteurs spécifiques, nos analystes sur le terrain trient sur le volet les entreprises en passe de bénéficier de la réouverture, ainsi que celles qui sont les plus susceptibles de profiter des retombées de la politique menée par les autorités, par exemple dans les secteurs désignés comme stratégiques.

Préférences sectorielles

NEGATIF	Immobilier	Industrie				
NEUTRE	Énergie	Services de communication	Finance	Santé américaine	Consommation Discrétionnaire	Matériaux
POSITIF	Santé Européenne	Consommation de base	IT	Services aux collectivités		

OBLIGATIONS

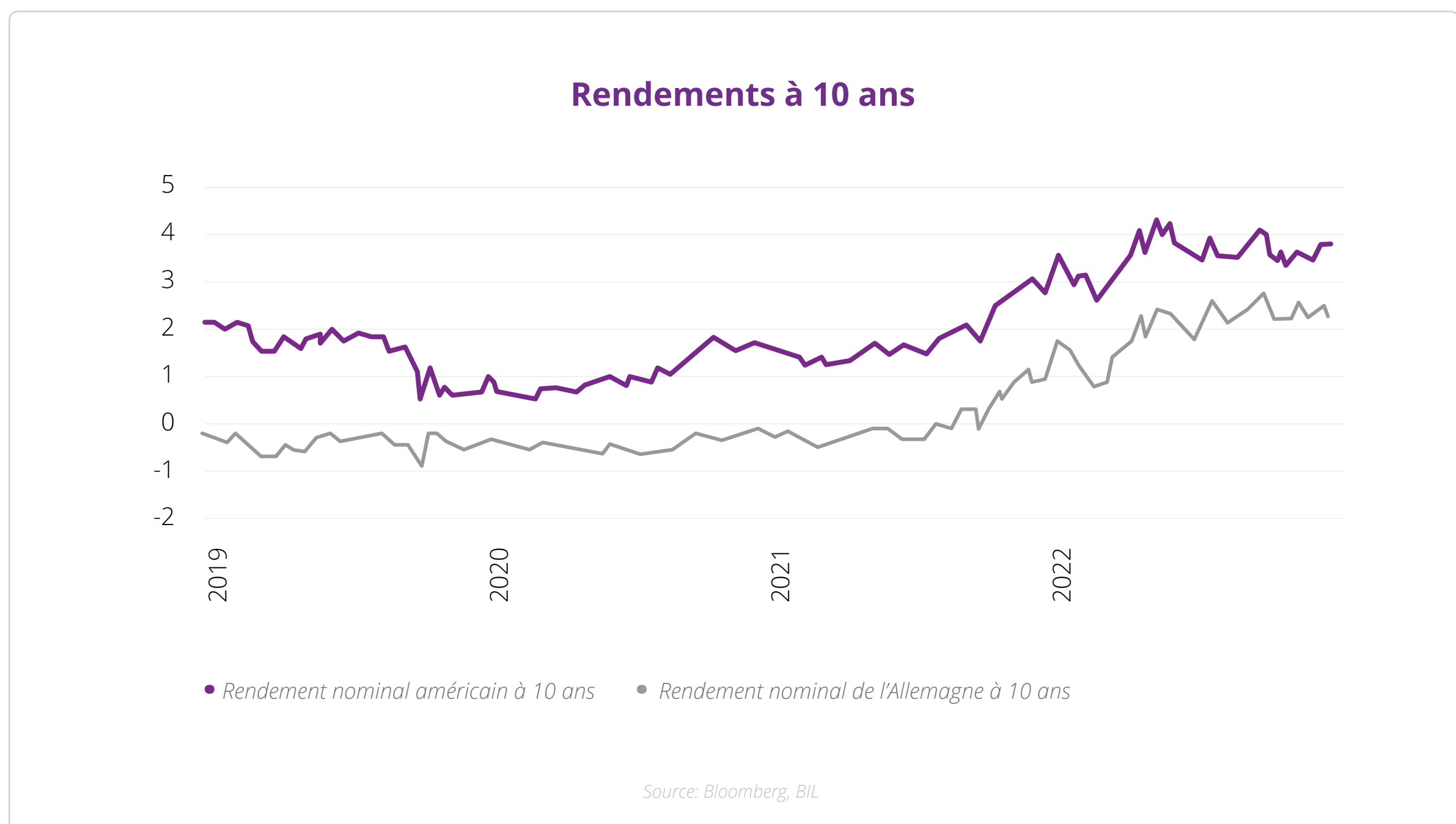
...le cycle économique semble tourner en faveur des obligations.

Si les taux pourraient temporairement grimper de façon sporadique, nous pensons qu'ils auront tendance à baisser au cours de...

...Sur le marché de la dette souveraine, nous privilégions les bons du Trésor américain par rapport à leurs équivalents européens, étant donné que la Fed marque une pause dans son cycle de hausse des taux.

Dans nos Perspectives 2023, nous indiquions que l'attention alternerait en 2023 entre deux thèmes : d'une part la « récession » et d'autre part les « taux terminaux ». Cette lutte d'influence semble aujourd'hui sur le point de s'achever : l'inflation globale diminue, les banques centrales ont pratiquement terminé leur cycle de resserrement agressif et la croissance marque le pas. En résumé, le cycle économique semble tourner en faveur des obligations.

Si les taux pourraient temporairement grimper de façon sporadique (par exemple, si certaines statistiques sont plus solides qu'escompté), nous pensons qu'ils auront tendance à baisser au cours de l'année. Nous sommes de ce fait plus optimistes au sujet de la durée : sans tenter de prévoir à quel moment exactement les taux directeurs seront au plus haut, nous recherchons des points d'entrée techniques pour continuer à réduire notre sous-pondération. Sur le marché de la dette souveraine, nous privilégions les bons du Trésor américain par rapport à leurs équivalents européens, étant donné que la Fed marque une pause dans son cycle de hausse des taux, tandis que la BCE devrait encore les relever d'au moins 25 points de base.



Nous privilégions les titres investment grade (IG) libellés en EUR. Tout comme pour les actions, nous mettons l'accent sur la qualité...

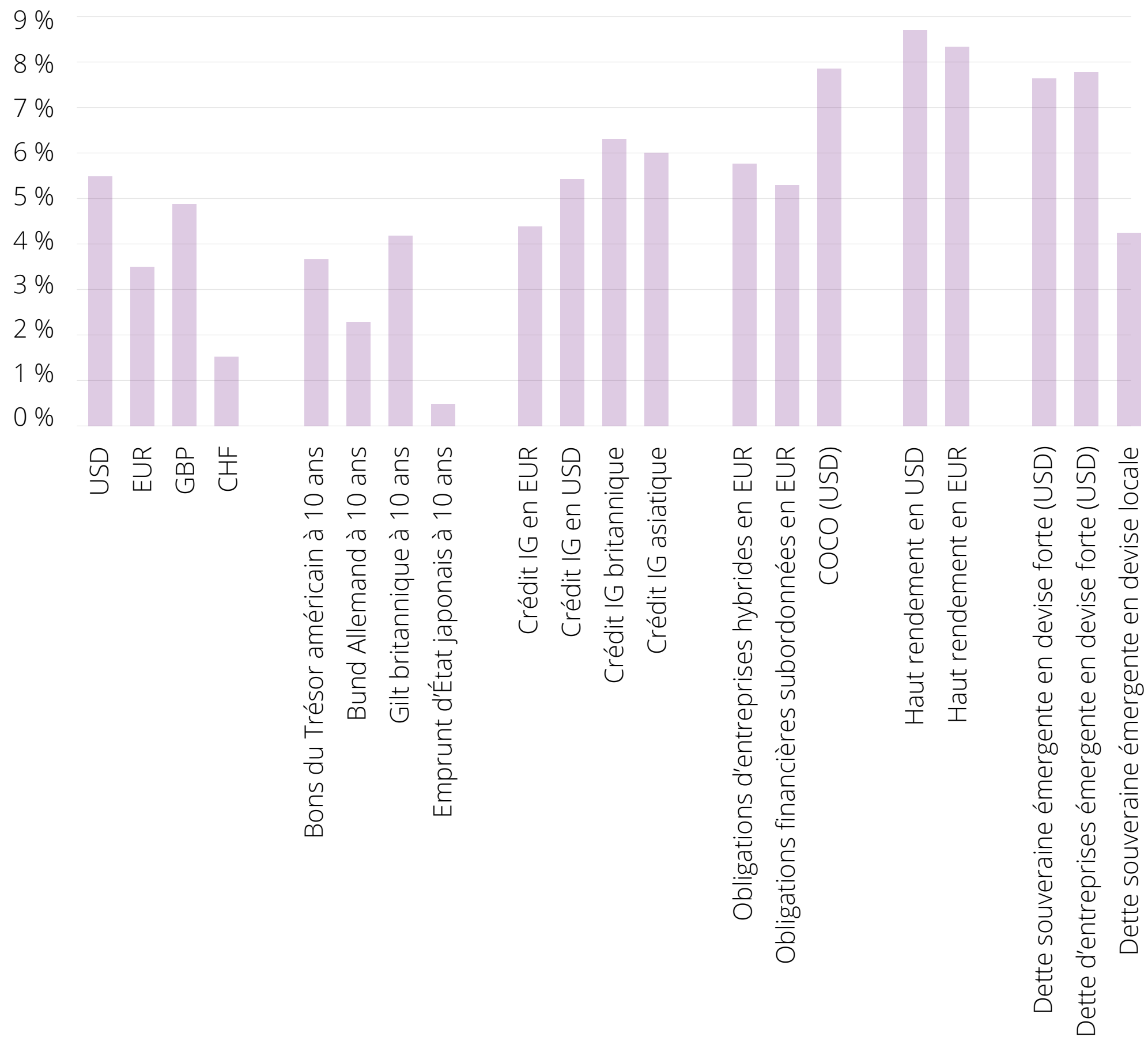
Alors que la disponibilité et le coût de l'argent évoluent rapidement, la prudence est pourtant de mise, notamment en ce qui concerne les obligations de qualité inférieure...

À ce stade, nous privilégions les titres investment grade (IG) libellés en EUR. Tout comme pour les actions, nous mettons l'accent sur la qualité dans notre sélection, cette tranche offrant des niveaux de revenus optimisés et de meilleurs avantages en termes de diversification à mesure que le cycle s'inverse. La récente sous-performance du segment IG américain résulte principalement d'effets de taux, les marchés ayant réévalué les perspectives concernant la politique de la Fed dans le contexte de données macroéconomiques plus favorables que prévu. Les taux en EUR subissent relativement peu de pression sur ce front, car les marchés anticipent déjà un resserrement de la part de la banque centrale. Les spreads en EUR restent relativement importants par rapport à leurs équivalents en USD, bien que ce soit davantage le cas pour les obligations investment grade que pour les obligations à haut rendement. L'analyse des différentes catégories de notation confirme également ce point de vue, et il est peu intéressant de descendre dans l'échelle des notations.

Dans ce contexte, nous sommes peu enclins à investir dans les titres à haut rendement. En raison de la longue période de taux d'intérêt faibles ou nuls qui a suivi la crise financière mondiale, les marchés semblent négliger les risques liés à des niveaux d'endettement élevés. Alors que la disponibilité et le coût de l'argent évoluent rapidement, la prudence est pourtant de mise, notamment en ce qui concerne les obligations de qualité inférieure. Lorsque nous détenons de tels instruments, nous préférons qu'ils soient libellés en EUR : le resserrement du crédit aux États-Unis sera particulièrement problématique pour les petites entreprises, qui sont les plus nombreuses dans l'univers du haut rendement américain.

Nous sous-pondérons également la dette des marchés émergents. Si les marchés ont été préoccupés par le débat sur le plafond de la dette aux États-Unis, la dette émergente a par ailleurs été confrontée à des problèmes spécifiques à certains pays. Les élections en Turquie ont entraîné un élargissement des spreads de crédit et l'incertitude demeure, les tensions géopolitiques entre l'Afrique du Sud et les États-Unis (en lien avec la position de la première à l'égard de la Russie) n'étant pas dissipées et pesant sur la confiance. Le portage reste attrayant pour la dette émergente et les perspectives d'assouplissement monétaire - d'abord sur le plan local, puis au niveau de la Fed par la suite - laissent penser que les rendements des marchés émergents semblent avoir atteint un pic. Comme toujours, il existe de grandes disparités entre émetteurs des marchés émergents. Les spreads des emprunts d'État asiatiques semblent très serrés en termes historiques, alors qu'il pourrait exister des opportunités plus intéressantes dans la région EMOA ou en Amérique latine, par exemple.

Performance d'une sélection de classes d'actifs obligataires



Source: Bloomberg, BIL



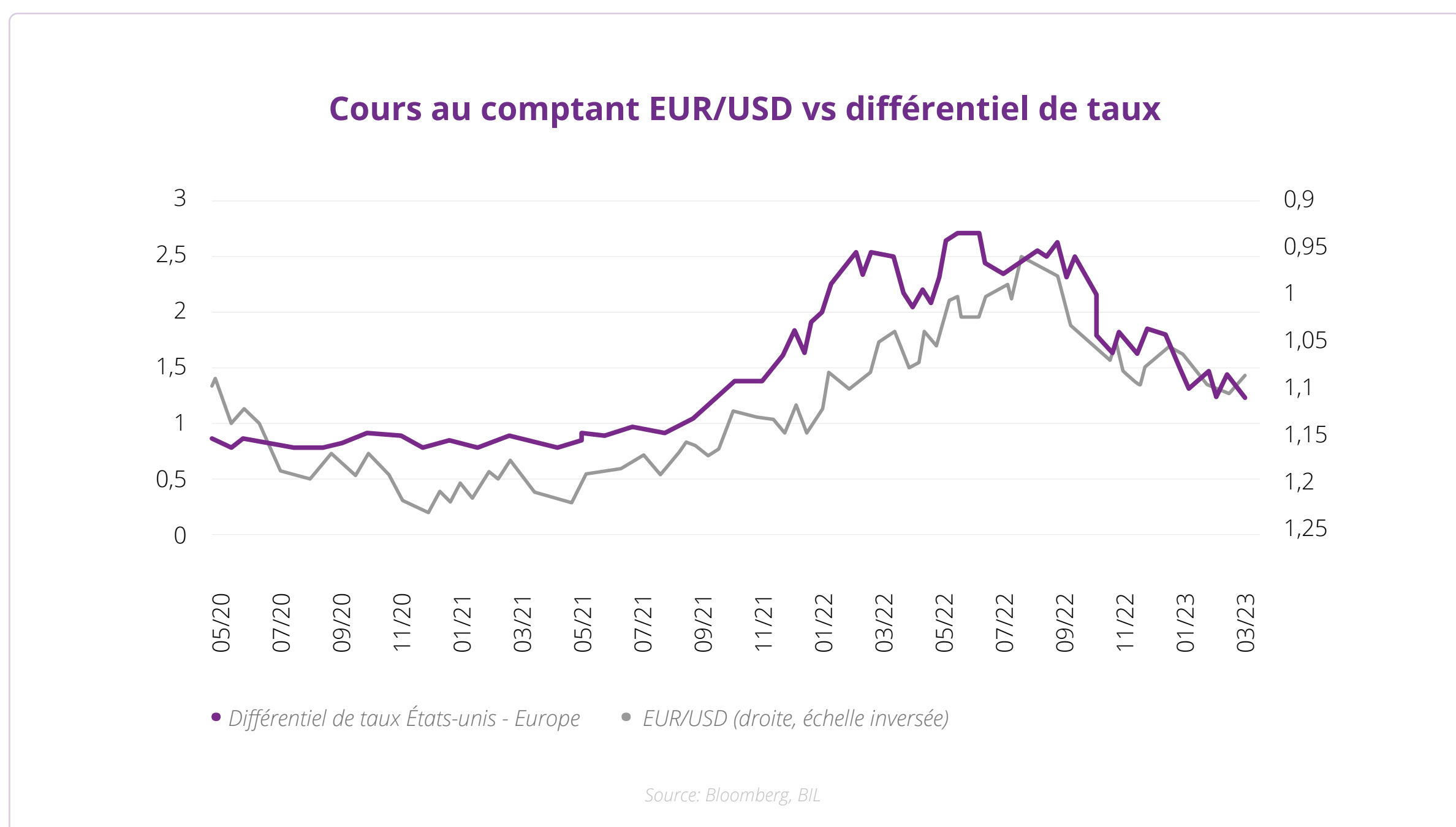
DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES

USD

Depuis son sommet par rapport à l'EUR à 0,96 en septembre dernier, le billet vert suit une tendance baissière, et a récemment franchi la barre des 1,10. En d'autres termes, l'USD s'est déprécié d'environ 15 % par rapport à l'EUR. La « baisse » du dollar a amené certains investisseurs à se demander si les beaux jours de la monnaie américaine étaient révolus et si l'USD n'était pas arrivé à un tournant.

Certains indicateurs, tels que la parité de pouvoir d'achat, montrent que l'USD est surévalué depuis un certain temps, mais la valorisation n'est pas un critère suffisant pour le faire baisser. Pour qu'une tendance baissière à long terme s'installe, il faut que plusieurs catalyseurs soient réunis.

Premier facteur important : les différentiels de taux d'intérêt. Le graphique ci-dessous montre une corrélation évidente entre le différentiel de taux d'intérêt des bons à deux ans américains et européens et l'évolution de la parité EUR/USD.



Maintenant que le scénario catastrophe n'est plus d'actualité en Europe, l'euro a rebondi...

Sur le court à moyen terme, la parité USD/EUR devrait évoluer...

Si l'économie mondiale parvient à éviter une grave récession, l'euro pourrait s'apprécier à nouveau grâce aux facteurs fondamentaux..

Les perspectives économiques des différents marchés ont également un impact sur la performance des devises. Alors que l'année dernière, l'Europe faisait face à de sombres perspectives du fait des inquiétudes liées à l'approvisionnement en énergie, ses perspectives de croissance sont désormais bien plus favorables. Le risque d'une grave récession de l'économie européenne s'est éloigné. Maintenant que le scénario catastrophe n'est plus d'actualité en Europe, l'euro a rebondi vers notre prévision à 1,10.

Cette dynamique positive s'est toutefois inversée en mai sous l'effet de certaines craintes, ce qui confirme le fait historique que l'USD bénéficie de son statut de monnaie refuge. La principale crainte concernait le plafond de la dette américaine. Cela semble paradoxal, mais la crainte d'un défaut de paiement des États-Unis a poussé les investisseurs vers l'USD. L'USD a également été soutenu par les indicateurs mitigés de l'industrie manufacturière chinoise en mai, lesquels suggèrent que les perspectives économiques restent incertaines et que les décideurs politiques pourraient être contraints d'en faire davantage pour stimuler la croissance. Une économie chinoise affaiblie ne profite pas à l'économie mondiale et surtout pas à l'économie européenne, ce qui contribue à une appréciation de l'USD par rapport aux autres grandes devises. Enfin, l'inflation plus faible que prévu dans des pays tels que l'Allemagne (6,3 % en glissement annuel contre 6,7 % attendus, en baisse par rapport à un niveau de 7,6 %) réduit la pression en faveur d'une nouvelle hausse des taux de la BCE, ce qui affecte également la monnaie unique.

Sur le court à moyen terme, la parité USD/EUR devrait évoluer dans une fourchette comprise entre 1,06 et 1,11. Tout franchissement à la hausse de ce niveau nécessitera l'intervention de facteurs défavorables à l'USD. La Fed semble avoir terminé son cycle de hausse et la BCE va probablement continuer un peu plus longtemps, mais les cours du marché l'ont intégré et cela ne suffira probablement pas à faire grimper l'EUR de manière significative. Pour que l'euro reprenne des couleurs, le fait que la BCE maintienne une politique restrictive importe désormais beaucoup moins que la négociation par la Fed d'un virage accommodant. Nous pensons que la Fed parviendra probablement à temporiser et ne baissera ses taux qu'en toute fin d'année.

Si l'économie mondiale parvient à éviter une grave récession, l'euro pourrait s'apprécier à nouveau grâce aux facteurs fondamentaux.. Toutefois, compte tenu des perspectives économiques incertaines à court terme, nous estimons que le potentiel de hausse est contrebalancé par le risque et nous nous abstenons de faire des paris agressifs sur la parité EUR/USD.



...nous conservons en ce début de second semestre une allocation neutre à l'or dans nos portefeuilles, principalement en vue de protéger ces derniers lors d'éventuelles périodes de tension sur les marchés en cas de resserrement des conditions de crédit et d'assombrissement des perspectives de croissance.

OR

L'or connaît un regain d'intérêt depuis novembre, soutenu par les achats record (1.087 tonnes) effectués par les banques centrales l'an dernier. Malgré cette reprise et les opportunités de prise de bénéfices, nous conservons en ce début de second semestre une allocation neutre à l'or dans nos portefeuilles, principalement en vue de protéger ces derniers lors d'éventuelles périodes de tension sur les marchés en cas de resserrement des conditions de crédit et d'assombrissement des perspectives de croissance. Plusieurs facteurs jouent en faveur du métal précieux : la demande a augmenté en réaction à une inflation sous-jacente persistante, nous traversons une période de risque géopolitique intense et les vents contraires s'atténuent alors que le cycle de hausse des taux touche à sa fin aux États-Unis.

La demande des banques centrales devrait continuer d'apporter un soutien, leur frénésie d'achat s'étant prolongée cette année, puisqu'elles ont acheté un record de 228 tonnes d'or au cours du premier trimestre. Une enquête du Conseil mondial de l'or, publiée en mai, révèle que 24 % des banques centrales ont l'intention d'accroître leurs réserves au cours des 12 prochains mois. 62 % d'entre elles déclarent que l'or représentera une part plus importante des réserves totales, contre 46 % l'an dernier.

Il convient de noter que les consommateurs chinois ont également apporté leur contribution en se précipitant pour acheter davantage de bijoux, de lingots et de pièces de monnaie au lendemain de la fin de la politique « zéro Covid ». Les consommateurs chinois ont acheté 198 tonnes de bijoux en or au premier trimestre, soit 41 % du total mondial, soit le premier trimestre le plus dynamique pour la demande chinoise de bijoux depuis 2015. Toutefois, comme la tendance à l'épargne des ménages chinois s'éloigne de ses niveaux historiquement élevés à mesure que l'économie se normalise et qu'une part plus importante du capital est allouée notamment aux voyages et aux loisirs, la contribution des consommateurs de Chine pourrait commencer à peser.

Nous avons récemment revu à la baisse notre opinion sur le pétrole, la faisant passer de positive à neutre (via des investissements en actions dans le secteur de l'énergie).

...au redémarrage de l'activité en Chine (hausse potentielle de la demande de +1,8 mbj en glissement annuel).

...que les années « difficiles » se révèlent souvent être de bons millésimes : les acteurs capables de fournir des capitaux lorsqu'il est plus coûteux et difficile pour les sociétés de s'en procurer ont la possibilité d'obtenir de meilleures conditions et, en fin de compte, d'acheter des actifs à des prix intéressants.

PÉTROLE

Nous avons récemment revu à la baisse notre opinion sur le pétrole, la faisant passer de positive à neutre (via des investissements en actions dans le secteur de l'énergie). Le rebond des prix du pétrole consécutif aux réductions de production de l'OPEP+ n'a pas fait long feu, et tout rebond durable reste conditionné au redémarrage de l'activité en Chine (hausse potentielle de la demande de +1,8 mbj en glissement annuel). La réouverture de la Chine étant clairement fondée sur les services pour l'instant, et les indices PMI dans le secteur manufacturier étant toujours en berne alors que la croissance ralentit ailleurs, le marché du pétrole présente une dynamique défavorable à court terme.

CAPITAL- INVESTISSEMENT

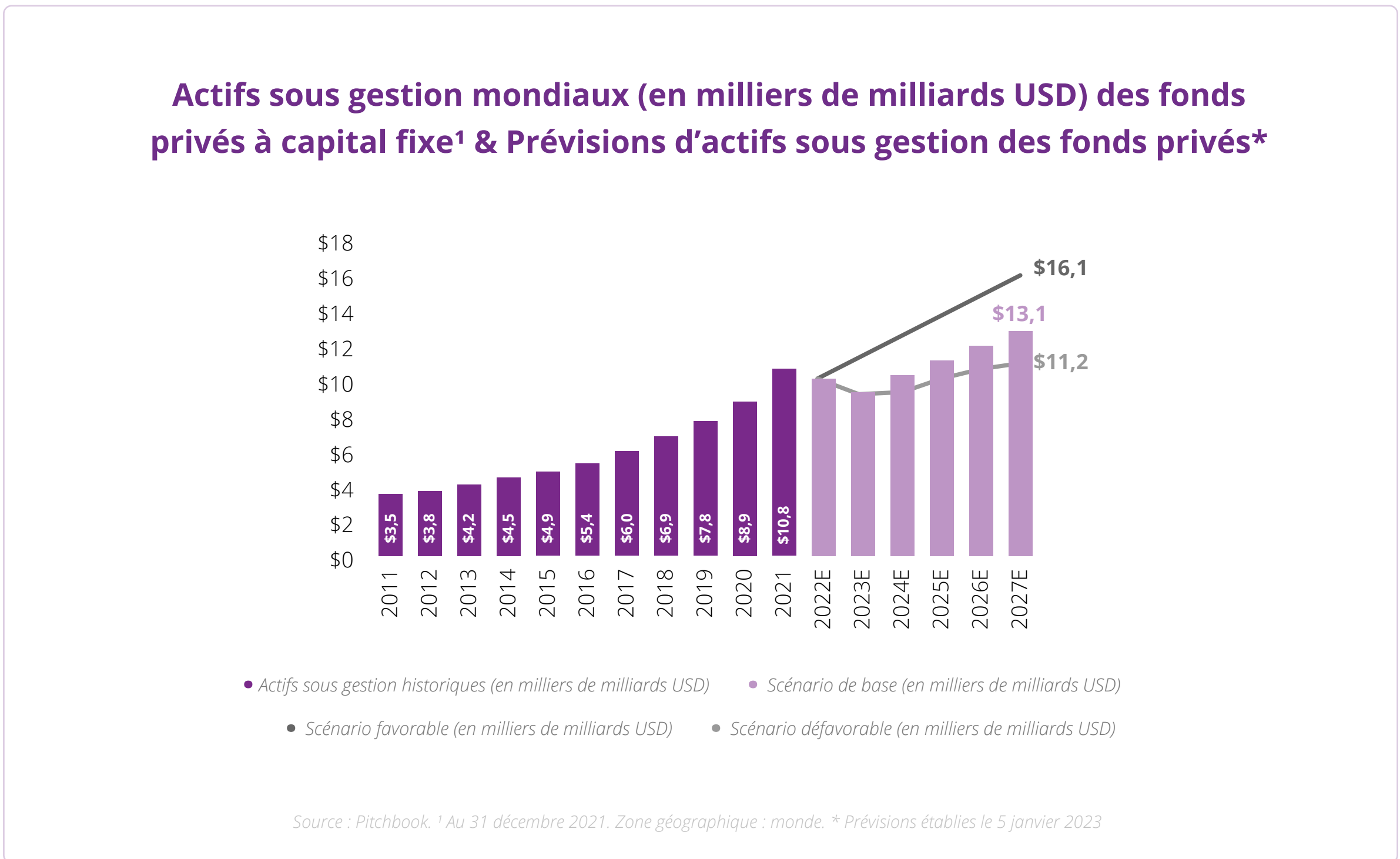
L'inflation globale recule, mais les taux d'intérêt restent élevés, ce qui provoque des problèmes de liquidité et alimente la crainte d'une récession. À première vue, le contexte d'investissement pourrait paraître peu favorable, mais nous constatons que de nouvelles opportunités se présentent dans les actifs non cotés cette année, alors que la volatilité perdure et que les valorisations deviennent plus attrayantes.

Avec le recul, on constate que les années « difficiles » se révèlent souvent être de bons millésimes : les acteurs capables de fournir des capitaux lorsqu'il est plus coûteux et difficile pour les sociétés de s'en procurer ont la possibilité d'obtenir de meilleures conditions et, en fin de compte, d'acheter des actifs à des prix intéressants.

Il existe plusieurs façons de s'intéresser au non-coté. Nous estimons qu'à l'heure actuelle, les meilleures options sont les infrastructures (les programmes de dépenses publiques post-Covid se répercutant encore sur l'économie réelle), les rachats d'entreprises ou les fonds secondaires.

...il est crucial de sélectionner un gestionnaire expérimenté disposant d'un solide réseau et d'une expérience avérée dans l'identification d'actifs de qualité supérieure présentant un important potentiel de hausse.

Ces derniers sont intéressants car, souvent, en période de baisse des marchés publics d'actions, les investisseurs institutionnels se retrouvent avec une position en capital-investissement supérieure à leur allocation cible (ou ils peuvent simplement avoir besoin de vendre pour satisfaire leurs besoins de liquidités). Les acheteurs attentifs peuvent ainsi acquérir à bon prix des tranches de fonds existants de haute qualité. Comme pour toutes les opportunités dans le non-coté, mais plus particulièrement pour les fonds secondaires, il est crucial de sélectionner un gestionnaire expérimenté disposant d'un solide réseau et d'une expérience avérée dans l'identification d'actifs de qualité supérieure présentant un important potentiel de hausse.



CONCLUSION

Dans les dernières perspectives, notre CIO Lionel De Broux a repris ces mots du film « La Haine », sorti en 1995 : « L'important, c'est pas la chute, c'est l'atterrissage » En ce milieu d'année, la procédure d'atterrissage a maintenant débuté alors que les répercussions du durcissement des politiques commencent à se faire sentir.

Même si les banques centrales occidentales ne peuvent pas encore crier victoire sur l'inflation, la fin du cycle mondial de hausse des taux semble être en vue. Puisque la politique monétaire met du temps à se répercuter sur l'économie réelle, nous ne savons pas encore comment les économies vont « atterrir ». Les banques centrales ont-elles été en mesure de déclencher un atterrissage en douceur, ou ont-elles trop resserré leur politique, ce que nous ne saurons finalement qu'a posteriori ? Ou bien l'inflation nécessitera-t-elle une politique encore plus stricte, alors que les tensions observées sur le marché du travail stimulent la croissance des salaires, en particulier en Europe ?

















Si ces incertitudes demeurent, il est clair que les perspectives de croissance mondiale s'assombrissent à l'aube du second semestre. Les États-Unis, la plus grande économie du monde, flirtent avec la récession, tandis que l'Europe est confrontée à une inflation sous-jacente élevée, à des perspectives de croissance globalement peu encourageantes et à une forte hétérogénéité, les pays dépendant de l'industrie manufacturière, comme l'Allemagne, étant déjà en proie à des difficultés. Une grande partie des espoirs repose sur la réouverture de la Chine - si elle se déroule sans problème, ce qui est loin d'être garanti, elle devrait soutenir la croissance dans un contexte de ralentissement ailleurs dans le monde.

Tous ces éléments plaident en faveur d'une approche défensive à l'approche du second semestre 2023. Bien que notre allocation en liquidités soit plus importante qu'à l'accoutumée, il convient de ne pas rester complètement à l'écart du marché. À maintes reprises, des études ont montré que le fait de manquer quelques bonnes journées peut avoir un impact négatif significatif sur les performances. Or, personne ne peut prédire les journées de forte hausse. Il vaut donc mieux rester investi en permanence, tout en gérant le risque efficacement. Cela signifie également que les investisseurs seront déjà présents sur le marché au moment où se produira la réaccélération finale (rappelons que la croissance des bénéfices devrait fortement se redresser en 2024, du moins aux États-Unis).

En adoptant une approche défensive et diversifiée, nous espérons limiter la volatilité globale de nos portefeuilles, ainsi que les risques de baisse si les conditions de marché venaient à se dégrader. Pour ce faire, nous maintenons une exposition prudente aux actifs risqués, une allocation aux valeurs refuges telles que l'or et certains emprunts d'État à plus long terme, une sélection sectorielle défensive et une préférence pour les entreprises solides qui versent des dividendes et ne dépendent pas excessivement de la vigueur de l'économie.



MATRICE D'ALLOCATION D'ACTIFS ACTUELLE

	Pondération stratégique	Pondération actuelle	Positionnement
Actions	50%	44%	
Obligations	42%	37%	
Trésorerie / équivalents de trésorerie	0%	5%	
USD	28%	25,5%	
Rendement total	0%	6%	
ACTIONS			
États-Unis	20%	17%	
Europe	20%	17%	
Japon	5%	5%	
Chine	2%	3,5%	
Marchés émergents hors Chine	3%	1,5%	
MARCHÉ OBLIGATAIRE			
Obligations d'État - Marchés développés	20%	16%	
Dette émergente	3%	2%	
Obligations d'entreprises (IG)	14%	15%	
Obligations d'entreprises (HR)	5%	4%	
Pétrole	0%	0%	
Or	8%	8%	

CONTRIBUTEURS



Lionel De Broux

GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER



Jade Bajai

MACRO STRATEGIST / INVESTMENT
COMMUNICATION MANAGER



Lieven De Witte

HEAD OF RESEARCH



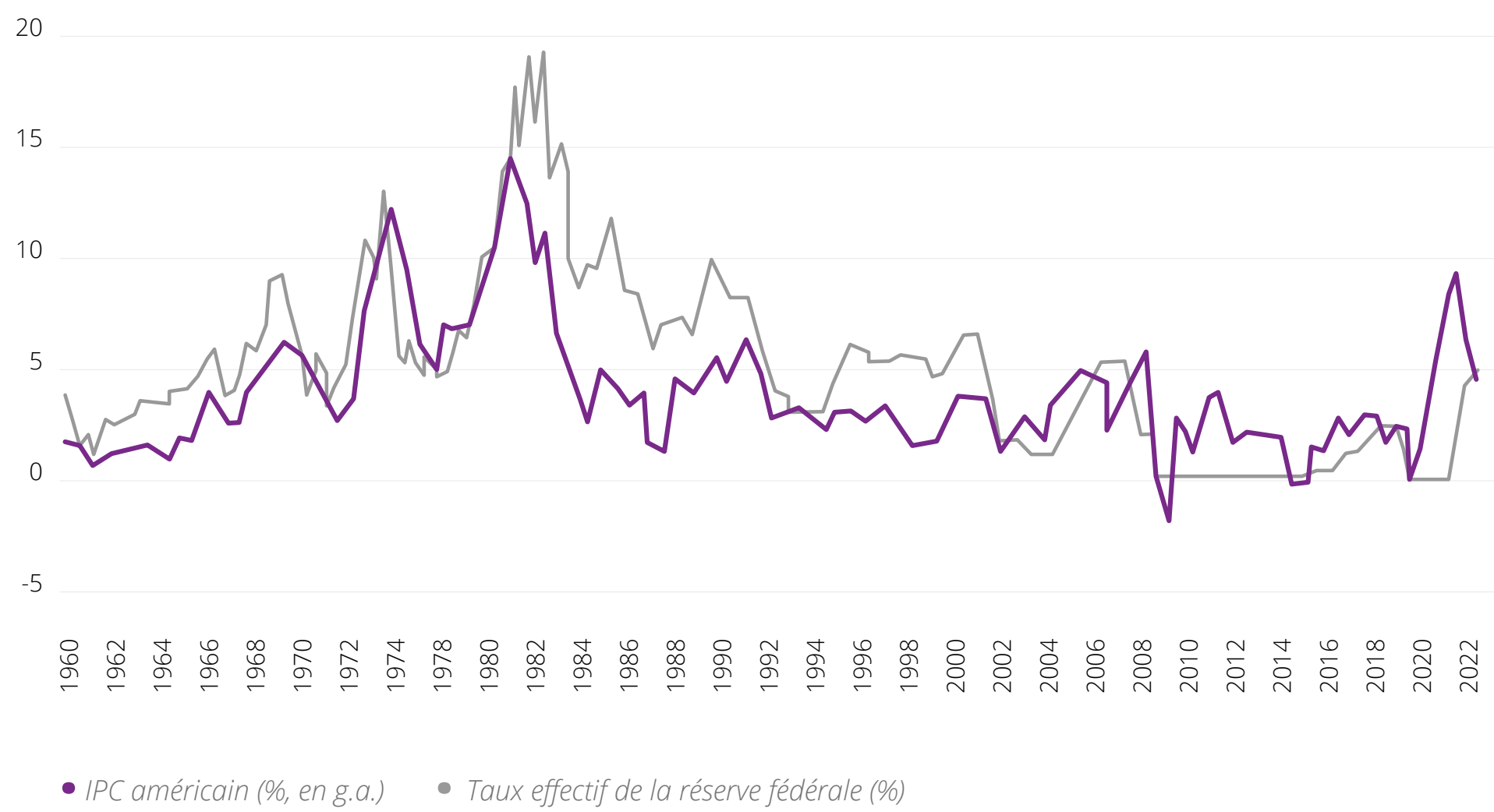
Koen De Vos

SENIOR EQUITY STRATEGIST

ANNEXE

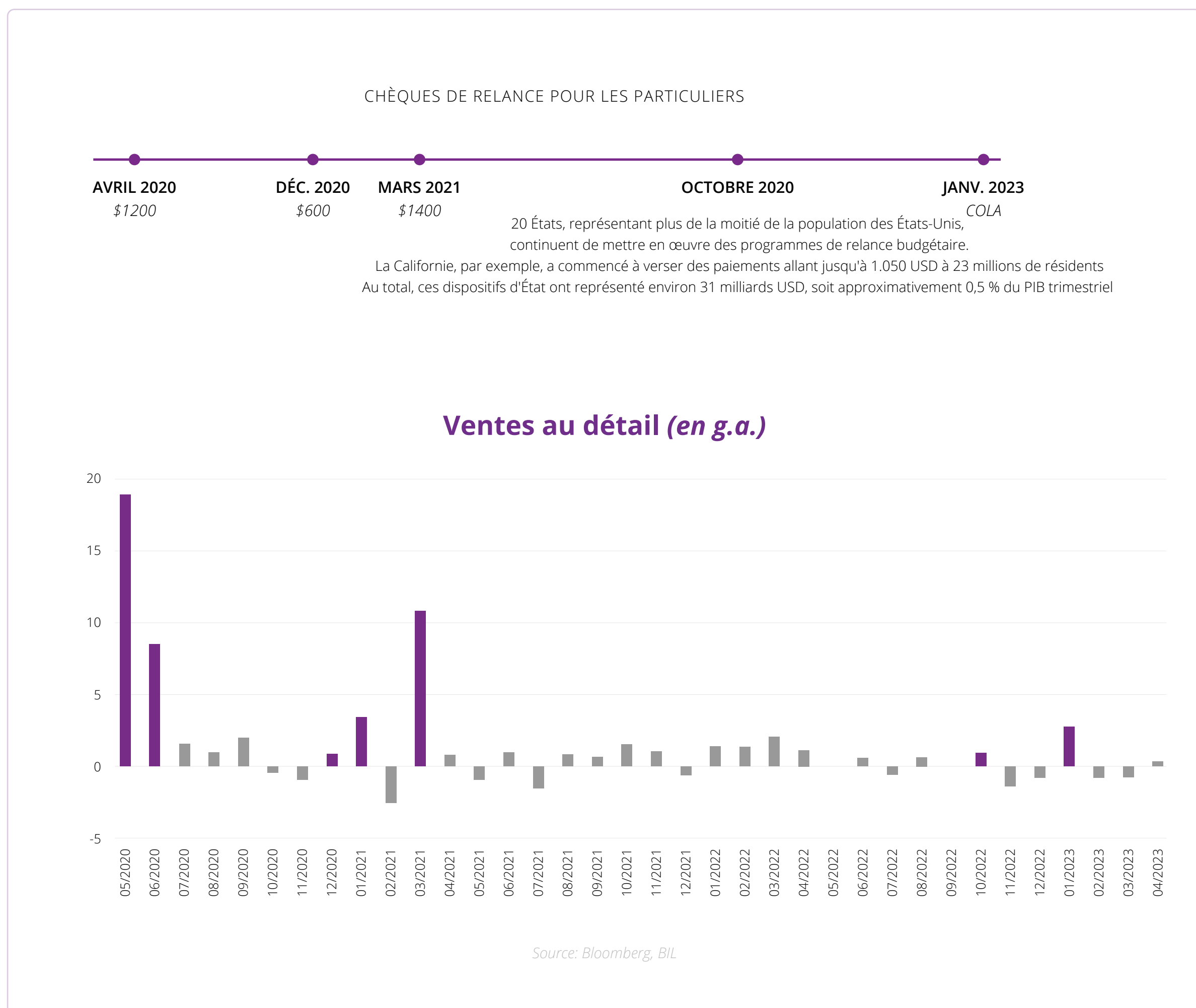
1.1 ANNEXE

La Fed tient à éviter que ne se répète
la grande inflation des années 1970



1.2

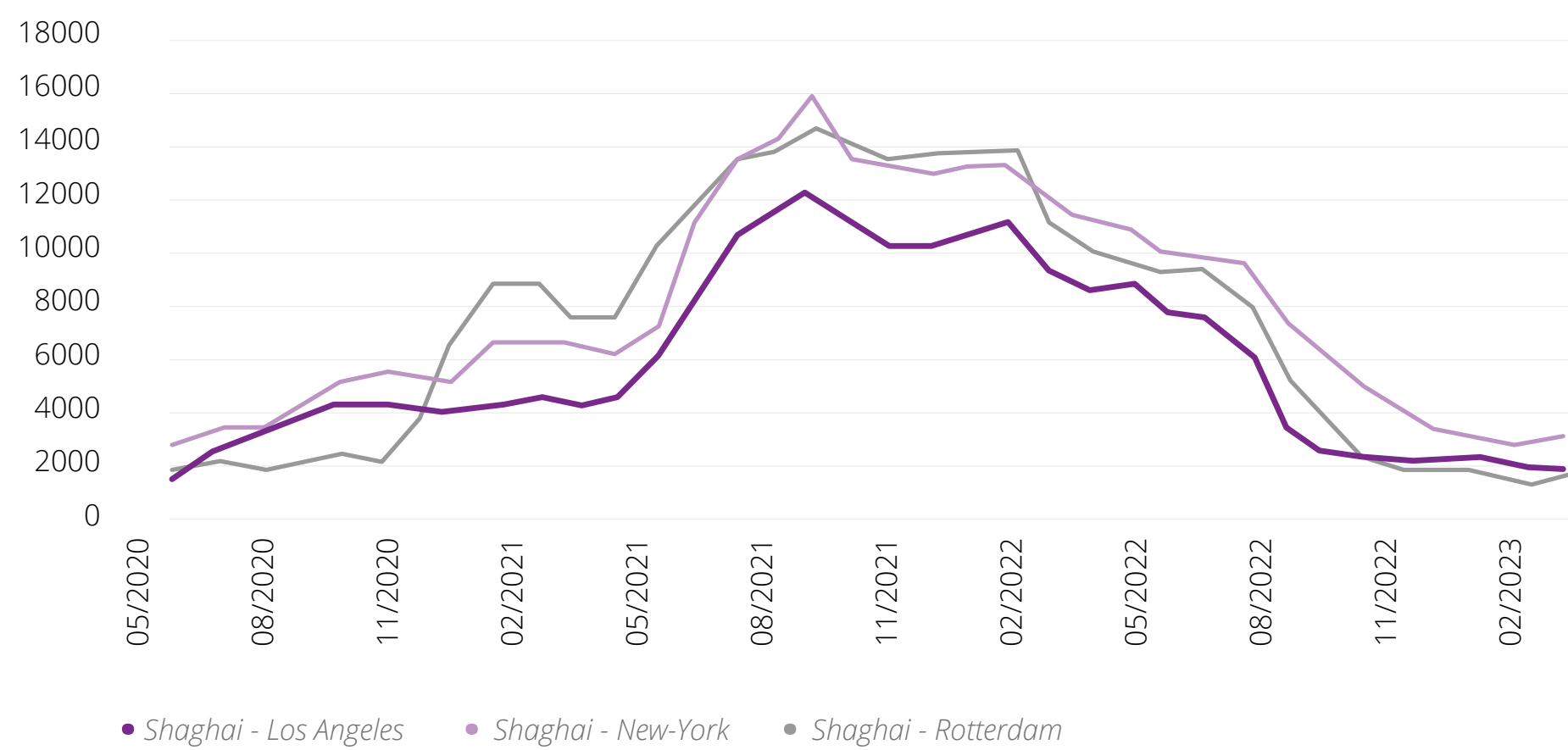
LES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRE ONT DOPÉ LA CONSOMMATION AMÉRICAINNE



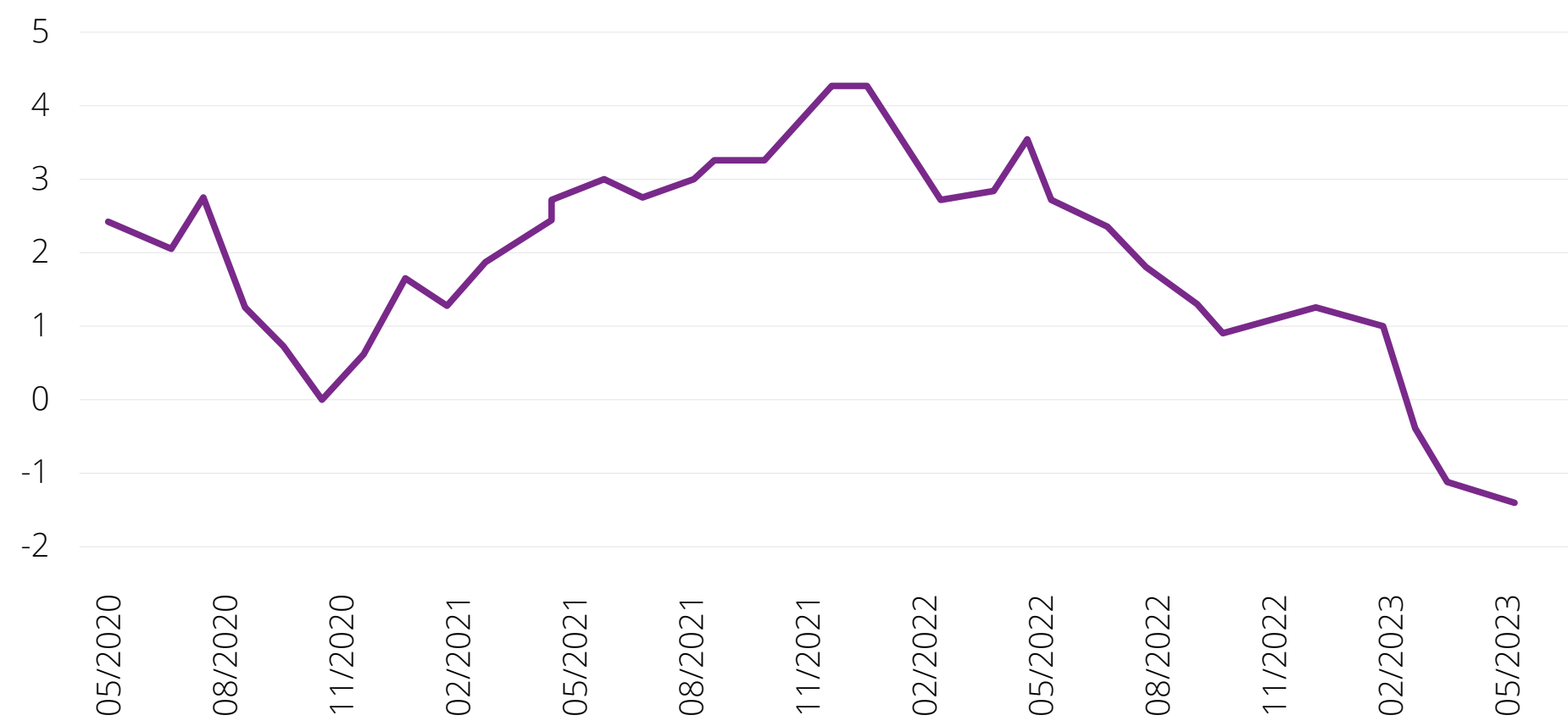
1.3

LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT SE SONT NORMALISÉES

Baisse des prix du fret
Coût d'expédition d'un conteneur de 12 mètres



Indice de pression de la chaîne d'approvisionnement mondiale de la Fed de New York



Source: Bloomberg, BIL

DISCLAIMER

Toutes les données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document (le « Document ») ; (les « Données » ou les « Données financières et/ou informations économiques ») sont fournies uniquement à titre d'information et ne font l'objet d'aucune garantie, y compris, mais sans s'y limiter, les garanties de valeur marchande, l'adéquation à un usage particulier ou les garanties et clauses de non-violation de brevets, de propriété intellectuelle ou de droits de propriété d'un tiers, et elles ne sont pas fournies à des fins de négociation. Banque Internationale à Luxembourg SA (la « Banque ») ne donne aucune garantie implicite ou explicite quant à la séquence, l'exactitude, l'adéquation, la légalité, l'exhaustivité, la fiabilité, l'utilité ou l'actualité des Données. Toutes les Données financières et/ou informations économiques fournies peuvent être différées ou contenir des erreurs ou des omissions. La présente notice légale s'applique à la fois aux utilisations individuelles et collectives des Données. Toutes les Données sont fournies en l'état. Aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue une sollicitation, une offre, une opinion ou une recommandation, une garantie de résultat ni une sollicitation par la Banque à l'égard de la vente ou de l'achat des titres, produits et services qui y sont mentionnés ou encore une invitation à procéder à une quelconque forme d'investissement. Par ailleurs, aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue un conseil ou un service juridique, fiscal, comptable, financier ou d'investissement concernant la rentabilité ou la pertinence d'un quelconque titre ou investissement. Ce Document n'a nullement pour objectif de prendre en considération les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur donné. Il revient à l'investisseur de juger de la pertinence des Données contenues dans ce Document en fonction de sa situation financière ainsi que de ses besoins et objectifs personnels et de se faire conseiller par un professionnel indépendant avant de prendre une quelconque décision d'investissement sur la base desdites Données. Aucune décision d'investissement ne doit être prise uniquement sur la base de la lecture de ce document. Afin de lire et comprendre les Données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document, vous devez posséder des connaissances et une expérience des marchés financiers. Dans le cas contraire, veuillez contacter votre responsable de relation. Ce Document est préparé par la Banque sur la base de données accessibles

au public et d'informations provenant de sources qu'elle estime fiables et précises, obtenues auprès de bourses de valeurs et de tiers. La Banque, en ce compris ses entités mères, filiales ou entités affiliées et ses agents, administrateurs, employés, représentants ou fournisseurs, ne pourra en aucun cas être tenue pour responsable, de manière directe ou indirecte d'une quelconque : inexactitude, erreur ou omission dans les Données financières et/ou informations économiques, y compris, sans s'y limiter, les données financières quel qu'en soit le motif ou pour toute prise de décision d'investissement, mesure prise ou non, qu'elle qu'en soit la nature, en s'appuyant sur les Données figurant dans les présentes, ni d'une quelconque perte ou d'un quelconque dommage (direct ou indirect, particulier ou consécutif) découlant de l'utilisation de ce Document ou de son contenu. Ce Document n'est valide qu'au moment de sa rédaction, sauf indication contraire. Toutes les Données financières et/ou informations économiques contenues dans les présentes peuvent également devenir rapidement obsolètes. Toutes les Données sont sujettes à modification sans notification préalable et peuvent ne pas être intégrées à une version ultérieure de ce Document. La Banque n'est pas tenue de mettre à jour ce Document en fonction de la disponibilité de nouvelles données, de la survenue de nouveaux événements et/ou d'autres évolutions. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, l'investisseur doit lire attentivement les modalités décrites dans la documentation afférente aux produits ou services spécifiques. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les produits ou services décrits dans ce Document peuvent ne pas être disponibles dans tous les pays et être réservés à certaines personnes ou soumis à des restrictions dans certains pays. Aucune partie de ce Document ne peut être reproduite, distribuée, modifiée, associée à ou utilisée dans le cadre d'un quelconque objectif public ou commercial sans l'accord écrit préalable de la Banque. Les Données financières et/ou informations économiques contenues dans le présent Document ne sont en aucun cas destinées à être distribuées à ou utilisées par une quelconque personne ou entité d'une juridiction ou d'un pays dans lequel/laquelle une telle distribution ou utilisation serait contraire à la loi et/ou à la réglementation. Si vous avez obtenu ce Document d'une source autre que le site Internet de la Banque, veuillez noter que les documents électroniques peuvent être modifiés après leur distribution initiale.

**BANQUE
INTERNATIONALE
À LUXEMBOURG SA**

69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg
RCS Luxembourg B-6307

T. (+352) 4590-1
F. (+352) 4590-2010

contact@bil.com
www.bil.com