

L'hiver arrive, accompagné d'une nouvelle vague



« Alors que l'hiver s'installe dans l'hémisphère nord, les contaminations au COVID-19 repartent à la hausse, obligeant les gouvernements à rétablir des mesures restrictives. L'Autriche est à nouveau totalement confinée, et le ministre allemand de la Santé a déclaré que compte tenu de l'évolution des taux d'infection, un nouveau confinement n'était pas exclu pour la plus grande économie d'Europe. Les marchés s'interrogent à présent sur les conséquences pour la croissance et la politique monétaire, alors que l'inflation est toujours bien présente. »

Robin Hamro-Drotz *Head of Portfolio Management*

Prévisions macroéconomiques

Après une certaine volatilité des données macroéconomiques durant l'automne, les surprises économiques ont recommencé à s'orienter à la hausse dans les économies occidentales.

États-Unis : positif sur toute la ligne – Les États-Unis sont sans aucun doute le pays où les données macroéconomiques sont les plus robustes. L'activité manufacturière croît plus rapidement qu'avant la pandémie de COVID-19, les entreprises reconstituent leurs stocks à la hâte et les ventes au détail dépassent de 21 % les niveaux de février 2020. Mais la production industrielle peine toujours à satisfaire la demande. Les tensions inflationnistes n'ont pas encore freiné la consommation, mais elles commencent à peser sur la confiance.

Europe : la situation devient plus délicate – Certains indicateurs économiques de la zone euro se sont également améliorés. Les derniers indices PMI publiés ont dépassé les estimations du consensus, tant pour l'indice manufacturier global (58,6) que pour la composante « services » (56,6), et le PIB du troisième trimestre a également surpris à la hausse, ressortant à +2,2 %. Pourtant, derrière la façade, les entreprises européennes sont nettement plus affectées par les bouleversements actuels de la chaîne d'approvisionnement, la hausse des

coûts des intrants et les pénuries. La nouvelle vague de COVID ne fait que compliquer un peu plus la situation.

Chine : un combat de longue haleine – La Chine a été à l'origine de la récente correction des indicateurs économiques et, à court terme, son économie peine à reprendre son souffle. L'indice PMI du secteur manufacturier est tombé à 49,2 en octobre, tandis que l'indice non manufacturier s'est tassé à 52,4. L'investissement en immobilisations est globalement stable mais la faiblesse de l'investissement immobilier est source d'incertitude à court terme. Nous tablons pour 2022 sur une politique budgétaire expansionniste qui devrait (associée à une reprise progressive de la consommation) relancer la croissance et permettre à la Chine de retrouver son rythme de croissance.

Inflation

Les pressions sur les prix se généralisent et se font plus insistantes, sous les effets conjugués de la dynamique de l'offre et de la demande. En octobre, le taux d'inflation aux États-Unis a atteint son niveau le plus élevé depuis le début des années 1990 (+6,2 % pour le taux global, +4,6 % pour l'inflation sous-jacente), tandis qu'il est ressorti dans la zone euro à son plus haut niveau depuis 13 ans (+4,1 % pour le taux global, +2,0 % pour le taux sous-jacent). Les banques centrales ont commencé à admettre que les pressions sur les prix pourraient être

plus durables que supposé initialement, mais elles n'ont pas encore appelé à une intervention urgente, surtout à l'approche de l'hiver, qui permettra véritablement de juger du succès des campagnes de vaccination.

La Fed a modifié sa formulation concernant l'inflation, passant de « reflétant largement des facteurs transitoires » à « reflétant des facteurs qui devraient être transitoires ».

Notre scénario de base prévoit une modération de l'inflation à des niveaux plus gérables au-delà du premier trimestre 2022, à mesure que la volatilité des prix de l'énergie se résorbera et que les chaînes d'approvisionnement retrouveront leur équilibre. Les moteurs de l'inflation commencent toutefois à se multiplier et il est possible que ce qui aurait pu n'être qu'une poussée temporaire de l'inflation se transforme en tendance plus durable. Dans un tel scénario, les banques centrales seraient probablement contraintes de durcir leur politique monétaire plus rapidement que prévu, mettant la croissance en péril.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Actions

Nous maintenons la surpondération des actions, qui restent soutenues par une croissance économique

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

supérieure à la tendance et l'absence d'alternatives attrayantes, dans la mesure où les taux réels négatifs rendent les autres classes d'actifs (comme les liquidités et les obligations) inintéressantes.

Lors de notre dernier Comité d'allocation d'actifs, nous avons renforcé la surpondération des actions américaines, car les États-Unis sont pour nous la région présentant le plus grand dynamisme économique. La croissance des bénéficiaires est forte, la hausse des coûts des intrants n'ayant pas encore sensiblement rogné les marges, et les révisions restent orientées à la hausse. En outre, la politique budgétaire demeure favorable : le projet de loi sur les infrastructures récemment adopté représente quelque 1.000 milliards USD, tandis qu'un nouveau plan de dépenses consacré au filet de sécurité sociale est encore en discussions. Le marché américain est également attrayant dans une perspective de refuge vers la qualité en cas de regain d'aversion au risque (les valeurs de qualité, qui ont tendance à bien se comporter dans ce contexte, y sont plus nombreuses).

Les positions n'étant pas couvertes contre le risque de change, notre exposition au dollar américain a proportionnellement augmenté. Ces évolutions sont en phase avec l'amélioration de nos perspectives concernant le billet vert. L'évolution de la politique monétaire sera probablement le principal déterminant du cours du dollar à l'approche de la nouvelle année, et le durcissement de la politique de la Fed (contrastant avec une BCE qui reste relativement accommodante), associé à des niveaux d'inflation élevés, devrait soutenir le billet vert.

Dans le même temps, nous avons allégé notre exposition aux actions européennes, même si cette classe d'actifs reste globalement surpondérée. Les résultats du troisième trimestre ont été très robustes sur le Vieux Continent, malgré des surprises positives moins nombreuses qu'aux États-Unis, et la région, à la faveur de son profil plus axé « value », offre une certaine protection contre les anticipations de hausse de l'inflation et des taux. Le COVID représente néanmoins un facteur de

risque plus important en Europe, où les contaminations sont repartiées à la hausse, tandis que les entreprises restent pénalisées par les difficultés d'approvisionnement (en particulier dans le secteur automobile). La baisse de confiance constatée dans le secteur manufacturier s'étend progressivement aux services.

En termes de style, nous avons dilué la pondération relative que nous attribuons aux titres « Value » au sein des actions américaines. Nous continuons de penser que le style « Value » a encore de beaux jours devant lui dans cet environnement marqué par une inflation accrue, mais une approche plus équilibrée nous semble prudente. En effet, les rotations de style peuvent survenir soudainement et se trouver à ce moment-là du « mauvais côté » de la transaction peut causer des dégâts. Nous conservons une allocation équilibrée entre les secteurs cycliques et défensifs, en privilégiant les soins de santé, l'industrie, l'énergie et la finance.

Obligations

Dans le monde obligataire, les taux devraient évoluer dans une fourchette à court terme du fait des incertitudes entourant le COVID, mais nous pensons qu'ils devraient lentement s'orienter à la hausse en 2022. Nous sommes de ce fait globalement réticents vis-à-vis de cette classe d'actifs et plus particulièrement des obligations souveraines des marchés développés ainsi qu'en terme d'exposition à la durée. En faisant preuve d'une grande sélectivité, les investisseurs peuvent encore détecter des opportunités dans le segment « investment grade ». Alors que la plupart des cours reflètent un optimisme peut-être un peu excessif, les spreads semblent avoir trouvé un plancher. Ils pourraient néanmoins s'élargir légèrement pour les émetteurs/secteurs sensibles aux taux ou pour les sociétés exposées à des fusions et acquisitions (comme par exemple l'offre récente de KKR sur Telecom Italia). Le portage et la sélectivité seront par conséquent les principales sources de rendements. Nous apprécions particulièrement les titres financiers. Le segment du haut rendement présente

également quelques opportunités, mais nous conseillons à nos clients de rester mesurés en termes de risque de crédit. Les titres notés BB sont particulièrement intéressants, car un grand nombre d'entreprises devraient rejoindre l'univers « investment grade ». Ces « étoiles montantes » profitent généralement d'un resserrement des spreads lorsqu'elles changent de statut.

Matières premières

Les cours du pétrole ont récemment plongé, en grande partie du fait des nouvelles restrictions imposées en Europe, certains investisseurs craignant que la demande de carburant ne se tarisse en cas de détérioration de la situation. Le président Biden a en outre annoncé le déblocage de réserves pétrolières d'urgence - à hauteur de 50 millions de barils - pour lutter contre la hausse des prix à la pompe. Les effets de telles mesures sont rarement durables (les États-Unis consomment cette quantité en 2,5 jours environ) et l'OPEP+ pourrait retarder une augmentation prévue de la production, ce qui compenserait ce coup de pouce ponctuel. Dans l'ensemble, la situation sur le marché du pétrole demeure très tendue en raison d'un manque d'investissements et d'une demande qui s'intensifie, ce qui justifie la surpondération que nous avons mise en place.

Au vu de la normalisation des politiques, de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement du dollar, nous sommes peu enclins à nous exposer à l'or.

Conclusion

Ce BILBoard sera le dernier publié en 2021, année marquée par des rendements à deux chiffres du côté des indices boursiers et une croissance exceptionnellement forte des bénéficiaires. À l'aube de la nouvelle année, nous maintenons la surpondération des actions, car nous pensons que les bénéfices devraient rester le principal moteur de retour sur investissement, ce qui permettra aux actions de réaliser des performances solides, mais peut-être moins spectaculaires.

Stratégie d'investissement

22/11/2021

Allocation générale	+	N	-	Actions	+	N	-	Obligations	+	N	-
Actions	▼			États-unis	▼		▲	Obligations d'État - Marchés dév.			▼
Obligations			▼	Europe	▼		▼	Dette émergente			▼
Or			▼	Chine		▼		Obligations d'entreprise (IG)	▼		
Pétrole	▼			Japon		▼		Obligations d'entreprise (HR)	▼		
USD		▼	▼	Marché émergents Hors -Chine			▼				

Positionnement : indique si nous sommes optimistes (+), neutres (N) ou réticents (-) 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.