

Le resserrement monétaire passe à la vitesse supérieure



« L'année 2022 a connu un démarrage mouvementé et les craintes suscitées par l'inflation ont joué un rôle central. L'inflation dépasse désormais les objectifs fixés par les banques centrales dans toutes les grandes régions, à quelques rares exceptions, et un cycle de resserrement mondial s'enclenche sous l'effet des mesures prises par les différentes institutions pour tenter de ramener l'inflation dans leur zone de confort. Dans ce contexte, les taux d'intérêts commencent à s'affranchir de la gravité et bien que leur orientation importe pour la quasi-totalité des classes d'actifs, la vitesse de leur ascension est encore plus déterminante. »

Fredrik Skoglund *Chief Investment Officer, BIL*

L'inflation s'avère beaucoup moins éphémère que ne l'espéraient les banquiers centraux. En décembre, l'indice global des prix à la consommation (IPC) est ainsi ressorti à 7,0 % aux États-Unis, 5,0 % dans la zone euro et 5,4 % au Royaume-Uni, soit, pour chacune de ces régions, son niveau le plus élevé depuis plusieurs décennies. Divers facteurs contribuent à la persistance de prix élevés. En premier lieu, la crise sanitaire qui se prolonge - avec l'arrivée du très contagieux variant Omicron, les catalyseurs initiaux de l'inflation (perturbations de la chaîne d'approvisionnement et pénuries dues aux fermetures d'usines, à l'engorgement dans les ports et à l'absentéisme) ont perduré cette année. À cela s'ajoutent des prix de l'énergie toujours gonflés par les tensions géopolitiques autour de la frontière entre l'Ukraine et la Russie : les futures sur le brut Brent ont ainsi atteint 90 USD le baril pour la première fois depuis 2014.

Les banques centrales toléraient une inflation « temporaire ». Dans certaines régions pourtant, notamment aux États-Unis, les pressions inflationnistes se sont étendues à des catégories où la rigidité est plus importante, comme

les salaires et les coûts du logement. Ne pas remédier à cette situation au plus tôt constitue un scénario risqué pour la société, car cela nécessiterait alors de prendre une quantité encore plus importante de mesures restrictives à l'avenir.

Ainsi, la Fed, qui est la banque centrale la plus influente, a éliminé toute tonalité accommodante de son communiqué et devrait emboîter le pas à la Banque d'Angleterre et diverses banques centrales de marchés émergents dans ce qui s'apparente très vite à un cycle de resserrement mondial. Le président de la Fed, Jerome Powell, a laissé entendre que les autorités étaient prêtes à agir plus rapidement que lors du dernier relèvement des taux de l'institution, en 2015, soulignant que l'économie est aujourd'hui « bien plus vigoureuse » qu'à l'époque - tout comme l'inflation. La Fed devrait mettre un terme à son programme d'achats d'actifs en mars, et procéder à une hausse des taux le même mois. Elle envisage par la suite de réduire son bilan (d'une taille actuelle de 8.800 milliards de dollars) en laissant les avoirs existants arriver à échéance sans les réinvestir.

Les mesures anticipées par les marchés (potentiellement une hausse des taux de 50 points de base en mars et cinq relèvements au total en 2022) correspondent toutefois à une version très « fast and furious » de la Fed. Le marché va même jusqu'à intégrer une hausse des taux de 10 points de base par la BCE dès juillet, alors que Christine Lagarde a fermement rejeté l'éventualité d'un relèvement des taux en 2022. Il nous semble que le marché pourrait s'être légèrement emballé en matière d'anticipation des actions des banques centrales. Nous prévoyons un nouvel aplatissement de la courbe américaine dans la mesure où les hausses de taux de la Fed vont davantage relever la partie courte que la partie longue, sur fond de normalisation de la politique monétaire et de la croissance. Nous n'anticipons pas de graves problèmes de croissance ou de récession susceptibles de faire baisser significativement les taux à long terme.

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

Stratégie d'investissement

2022 sera plus éprouvante pour les actifs à risque, du fait de la lente réduction de l'excès de liquidité par les banques centrales. Néanmoins, si cette réduction est exécutée sans brutalité et progressivement, et si la croissance économique sous-jacente se maintient aux niveaux actuels supérieurs à la tendance, nous continuons de penser que les actifs à risque peuvent tenir leur cap.

En conséquence, nous maintenons notre surpondération des actions, notant que les bénéfices restent adéquats (même si les surprises sont beaucoup plus discrètes que lors des trimestres précédents) et que, malgré une récente embardée, les rendements réels sont encore loin de menacer réellement l'attractivité relative de cette classe d'actifs.

En termes de régions, nous apprécions les États-Unis pour leur forte concentration d'actions de qualité et leurs caractéristiques de valeur refuge, des éléments bénéfiques en période de volatilité. Nous privilégions également l'Europe à l'heure actuelle, pour trois grandes raisons : les surprises économiques (mesurées par l'indice de surprise Citi) suivent une tendance haussière ; la BCE est résolument plus accommodante ; et le continent se comporte généralement bien dans un environnement de hausse des taux et de l'inflation, en raison de ses caractéristiques « value ».

Cela étant, la décision la plus lourde de conséquences au sein des actions dans le contexte du cycle de resserrement en cours concerne probablement les secteurs - nous constatons cette année des divergences marquées dans les performances des différents

secteurs. Nous apprécions l'énergie (qui connaît d'importantes révisions des bénéfices à la hausse), les matériaux (qui devraient encore bénéficier de la hausse des prix des matières premières) et les services financiers (qui profitent pour leur part de la montée des taux d'intérêt et de l'inflation). Nous avons ajouté quelques airbags hypothétiques au cas où la route deviendrait cahoteuse, avec une surpondération du secteur des soins de santé - un secteur plus défensif, relativement épargné par le contexte actuel de perturbations de la chaîne d'approvisionnement et de hausse des coûts d'intrants. Nous avons par ailleurs adopté une surpondération du secteur de la technologie, estimant que le marché pourrait avoir fait preuve d'un pessimisme excessif à son endroit au tout début de l'année 2022. Après tout, les entreprises de ce secteur sont directement liées à la tendance structurelle de la numérisation, qui évolue rapidement, tout en affichant une croissance bénéficiaire solide, des bilans sains et des flux de trésorerie vigoureux.

Dans la mesure où le durcissement des politiques monétaires exerce des pressions haussières sur les rendements à l'échelle mondiale (notons la récente incursion du Bund allemand à 10 ans en territoire positif), nous sommes globalement réticents vis-à-vis des obligations, en particulier les obligations souveraines. Toutefois, quand nous détenons des obligations, nous privilégions les obligations d'entreprises investment grade (essentiellement dans le secteur financier) et à haut rendement (avec une préférence pour la durée courte).

Pour ce qui est des matières premières, nous avons décidé, lors de notre dernier Comité d'allocation d'actifs, de passer d'une exposition positive à une exposition neutre au pétrole.

Les cours du pétrole ont atteint des plus hauts inédits depuis 2014, face à un contexte de production inégale et une situation géopolitique instable. Malgré la forte croissance de la demande de pétrole, les hausses de production des membres de l'OPEP et des producteurs hors OPEP pourraient commencer à peser sur les prix au deuxième trimestre 2022. Nous conservons un positionnement neutre sur l'or, estimant qu'un dollar plus fort et une Fed offensive lui font perdre de son éclat dans les portefeuilles, mais la baisse sera néanmoins probablement limitée en raison d'une plus forte demande de détail en Asie.

En conclusion, la volatilité du marché devrait perdurer, l'attention des investisseurs étant totalement accaparée par la trajectoire de l'inflation et la réaction subséquente de la courbe des taux et des banques centrales. Si ces dernières s'attaquent à l'inflation de façon trop agressive, une sortie de route est à craindre pour les actifs à risque. Pour l'heure, toutefois, les grandes institutions telles que la Fed semblent faire preuve de pragmatisme, en restant axées sur les données macroéconomiques et une communication transparente.

Stratégie d'investissement

27/01/2022

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

Positionnement : indique si nous sommes 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.