150 YEARS | Degroof Petercam
Imagine Tomorrow since 1871

PERSPECTIVES

Perspectives **économiques** et **stratégie** d'investissement

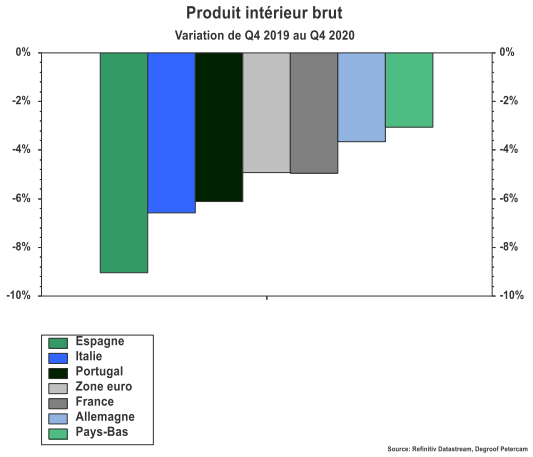
Avril 2021

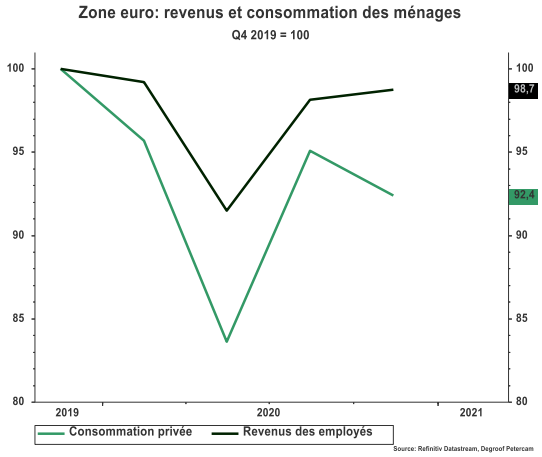
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

- L'activité économique mondiale accélérera fortement à partir du deuxième trimestre, lorsque les gouvernements commenceront à lever les mesures de restriction.
- Cependant, le timing et la vigueur de la reprise économique différera par région et sera principalement fonction des mesures fiscales antérieures ainsi que de l'avancée dans les programmes de vaccination.
- Après la Chine, les Etats-Unis seront la deuxième grande puissance mondiale à avoir récupéré leur niveau d'activité économique d'avant-crise. La zone euro mettra beaucoup plus de temps à s'en remettre.
- L'inflation augmentera cette année, en raison des effets de base importants et de la reprise économique. Les pressions inflationnistes seront plus marquées dans les prochaines années aux Etats-Unis que dans la zone euro. En effet, les derniers plans fiscaux américains furent particulièrement généreux envers les ménages.
- Face à cette remontée de l'inflation, les banques centrales ne réagiront pas dans un premier temps étant donné le caractère transitoire de celle-ci. La Fed devancera la BCE dans son cycle de resserrement monétaire.
- Le pic de la croissance économique chinoise a probablement été atteint en fin d'année passée. La posture plus prudente des autorités fiscales et monétaires devrait continuer d'y faire ralentir l'activité économique.

Zone euro : situation économique

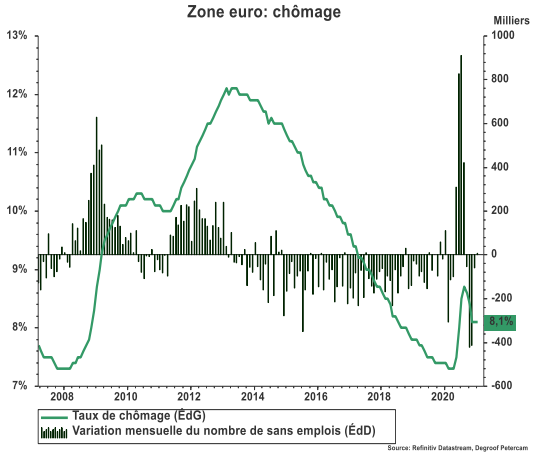
Au quatrième trimestre 2020, l'activité économique de la zone euro restait un peu moins de 5 % sous son niveau de fin 2019. Derrière ce chiffre se cachent de fortes disparités. Les pays du sud la zone euro ont le plus souffert de la crise, tandis que les économies allemande et néerlandaise ont mieux résisté. La lenteur de la vaccination de la population européenne risque de retarder la levée des mesures de restriction. En cas de persistance de ces mesures durant l'été, le décalage économique entre les pays du nord et ceux du sud pourrait encore une fois se creuser, les pays du sud étant plus exposés au tourisme.



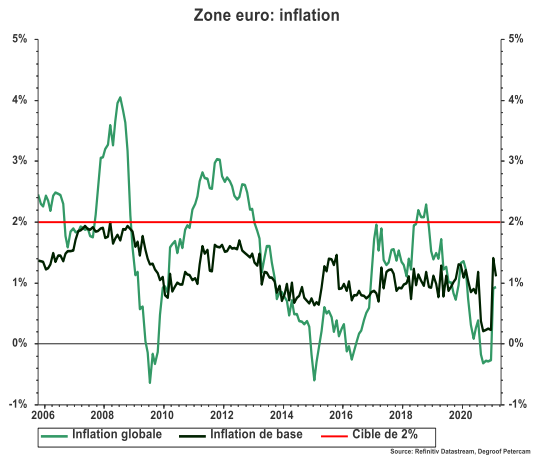


A la différence des Américains qui ont expérimenté une hausse de leurs revenus durant la pandémie grâce aux mesures fiscales agressives du gouvernement, le revenu des ménages de la zone euro dans leur ensemble a baissé en 2020. En effet, les indemnités reçues en cas de chômage partiel ne permettaient pas de combler la perte des revenus. Au quatrième trimestre 2020, le taux d'épargne des ménages restait anormalement élevé à près de 20 %, de par le fait que la consommation a baissé dans une plus grande ampleur que les revenus. Lorsque les mesures de restriction seront assouplies, les ménages dépenseront une partie de cette épargne accumulée, ce qui soutiendra la reprise économique.

La mise en place de programmes de chômage temporaire par les gouvernements de la zone euro a permis d'éviter une hausse importante du taux de chômage. Cependant, ces programmes ne sont pas éternels. Derrière la faiblesse du taux de chômage se cachent 2 millions de personnes qui ne sont plus actives sur le marché du travail et qui donc ne sont pas comptées comme sans emploi. Selon nous, le taux de chômage augmentera modérément d'ici la fin d'année sous le double effet du retour progressif de ces personnes sur le marché du travail ainsi que du retrait graduel des aides gouvernementales de chômage partiel.



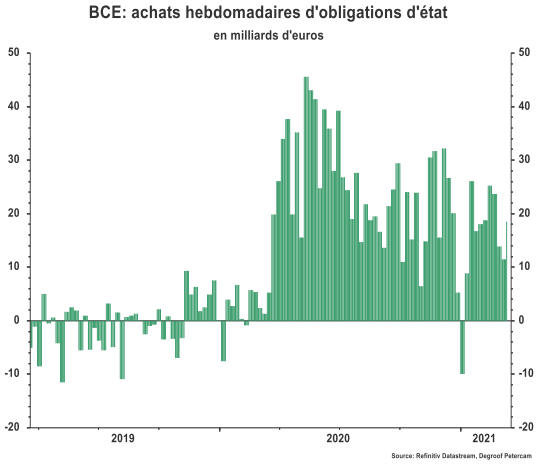
Inflation zone euro



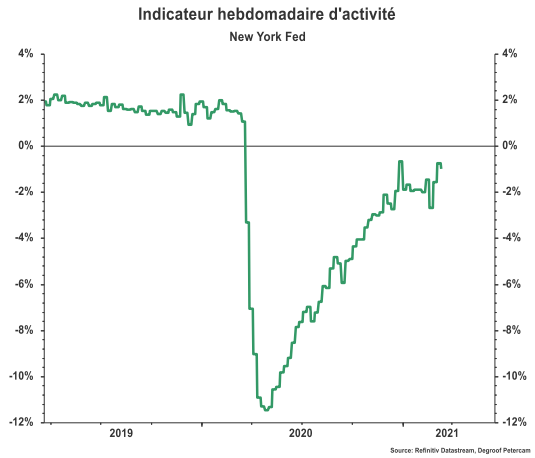
L'inflation dans la zone euro dépassera la cible de la banque centrale ces prochains mois en raison des effets de base puissants. Cependant, cette hausse ne sera que temporaire en raison des faibles pressions inflationnistes domestiques : il existe toujours des surcapacités de production dans la région et la progression des salaires reste modérée à moins de 2 %. La BCE devrait donc ne pas réagir à cette hausse de l'inflation.

Politique monétaire zone euro

En mars, en réponse à l'augmentation des taux longs, la BCE a annoncé une augmentation du rythme de ses achats d'obligations d'Etat au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre. Son programme d'achat pandémique, dont la taille totale avait été augmentée en décembre 2020, lui confère cette flexibilité du montant des achats dans le temps. La Banque centrale européenne vise donc à maintenir des conditions monétaires et de financement optimales en vue de supporter la reprise économique. Une hausse de la taille de son programme d'achat n'est pas à exclure si la progression des taux longs se poursuit.

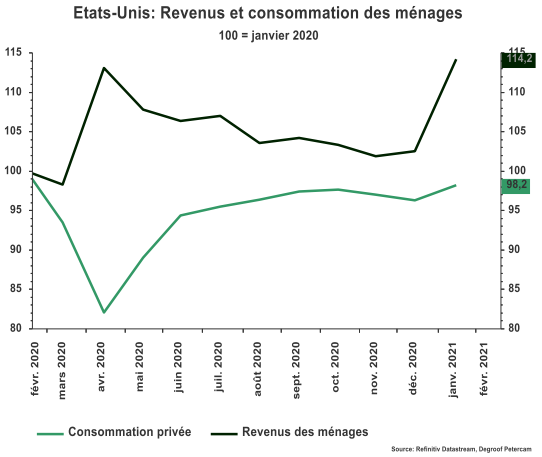


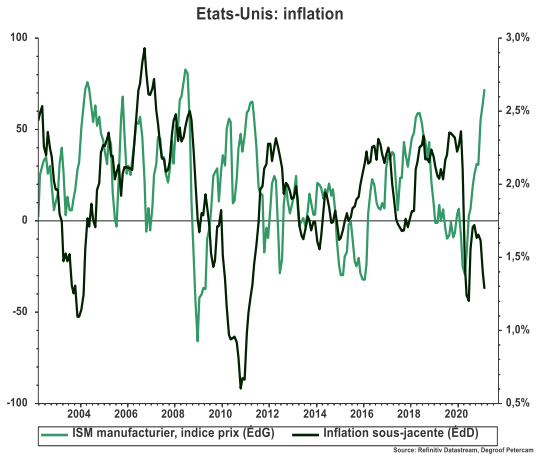
États-Unis : situation économique



En mars, l'activité économique américaine restait 1 % en-dessous de son niveau de mars 2020. Le plan fiscal de 1,9 billions de dollars approuvé début mars donnera un élan important à l'économie américaine. Grâce à la reprise vigoureuse que nous anticipons, les surcapacités dans l'économie devraient être absorbées beaucoup plus rapidement que dans la zone euro.

La consommation a fortement progressé en janvier (+2 % sur le mois), principalement grâce au plan d'aide de 900 milliards de dollars de décembre qui comportait une augmentation des allocations de chômage ainsi qu'un paiement unique de 600 USD par Américain. Suite aux nouvelles aides approuvées par le Congrès en mars (nouveau chèque unique, prolongation dans le temps des allocations de chômage, etc.), l'économie américaine connaîtra une croissance exceptionnelle cette année. En plus de ces chèques, les ménages peuvent compter sur un excédent d'épargne d'un peu moins de 2000 milliards de dollars.

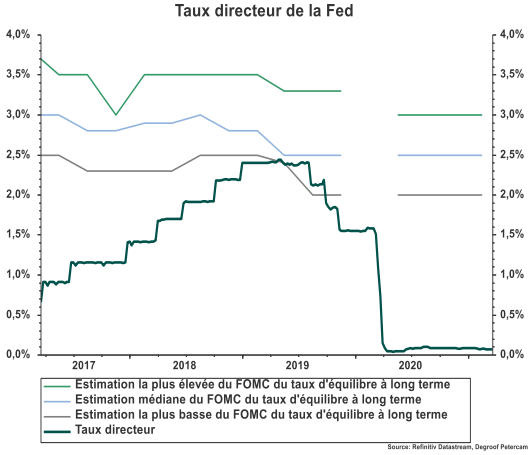




Tout plaide en faveur d'un retour temporaire de l'inflation américaine. Premièrement, la consommation progressera fortement cette année grâce à l'ampleur des aides fiscales, à un moment où l'offre est restreinte par un certain nombre de facteurs (délais de livraison importants dûs à la pénurie de conteneurs maritimes, insuffisance de production de semi-conducteurs). Les pressions inflationnistes s'observent déjà en amont dans l'industrie. Deuxièmement, l'inflation augmentera mécaniquement en raison des effets de base des prix pétroliers. Enfin, la hausse du prix des matières premières de ces derniers mois ainsi que la baisse du dollar l'année dernière devraient également contribuer à revitaliser l'inflation.

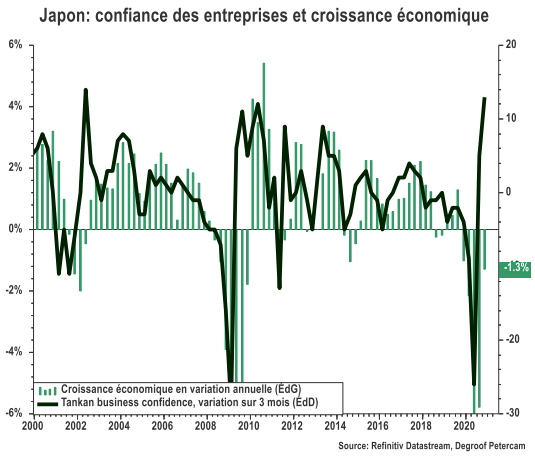
États-Unis : politique monétaire

Lors de sa réunion du mois de mars, la Fed a laissé sa politique monétaire inchangée (taux planchers et achats d'actifs à hauteur de 120 milliards USD par mois). La Fed a revu à la hausse ses prévisions de croissance économique et d'inflation pour cette année, alors que ses prévisions de 2022 et 2023 sont restées globalement identiques à celles de sa réunion précédente. Les membres de la Fed sont d'avis que la progression de l'inflation en 2021 sera temporaire et que l'inflation retombera les années suivantes. Par conséquent, la projection médiane des membres de la Fed n'indique aucune hausse de taux jusqu'à 2023. Nous pensons que la Fed sous-estime quelque peu le caractère transitoire de la hausse de l'inflation. Mais étant donné le nouvel objectif d'inflation moyenne de la Fed, il est probable que la banque centrale prenne plus de temps que lors des cycles précédents avant d'augmenter son taux directeur. La banque centrale devrait commencer à réduire la taille de ses achats d'actifs dès l'année prochaine.

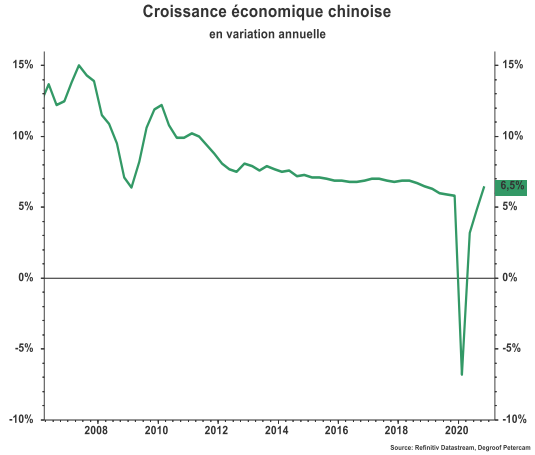


Japon : situation économique

L'économie japonaise entame le deuxième trimestre avec un élan d'optimisme. Les mesures de restriction à la mobilité ont été levées dans la plupart des préfectures fin mars, ce qui ouvrira la voie à une embellie économique pour le reste de l'année. Au quatrième trimestre 2020, l'économie avait déjà récupéré une bonne partie de sa baisse (croissance de -1,4 % annuelle). En mars, la banque centrale nippone a élargi sa bande de tolérance du taux à 10 ans autour de 0 % dans le cadre de son contrôle de la courbe des taux. De plus, sa décision de rémunérer les banques sur une partie de leurs réserves réduit les contraintes pour baisser à nouveaux les taux. Mais dans les faits, la banque centrale a laissé sa politique monétaire inchangée à court terme.

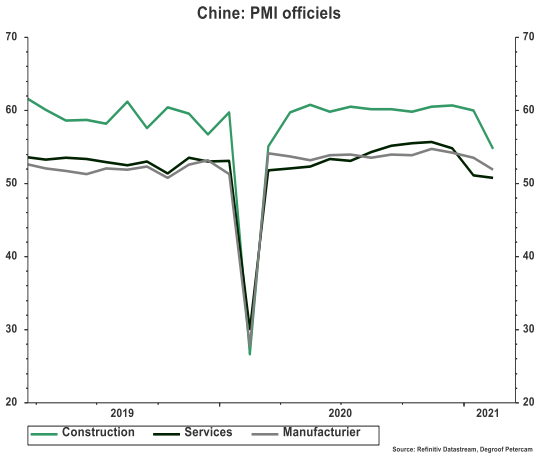


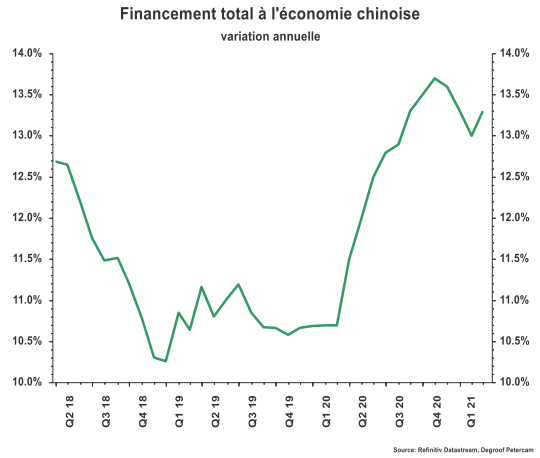
Chine : situation économique



La Chine est la première grande puissance à avoir rattrapé son niveau d'activité économique d'avant-crise. La croissance économique chinoise a accéléré en seconde partie de 2020, grâce majoritairement aux nouveaux projets d'infrastructure lancés par le gouvernement ainsi qu'à la forte demande mondiale pour les produits chinois, elle-même due au changement de comportement des consommateurs durant la pandémie (faiblesse de la consommation des services et solide consommation des biens). Au quatrième trimestre 2020, selon les chiffres officiels chinois, la croissance économique en variation annuelle s'établissait à 6,5 %.

Cependant, depuis fin 2020, des premiers signes de ralentissement de la croissance apparaissaient. Le pic de la croissance a probablement été atteint fin d'année passée. Depuis lors, les indicateurs avancés pointent vers une décélération qui devrait perdurer durant le reste de l'année. D'une part, la politique budgétaire sera plus restrictive cette année, et d'autre part, la demande de biens chinois devrait commencer à s'affaiblir lorsque les consommateurs étrangers retrouveront leurs habitudes normales de consommation (plus axée vers les services domestiques).

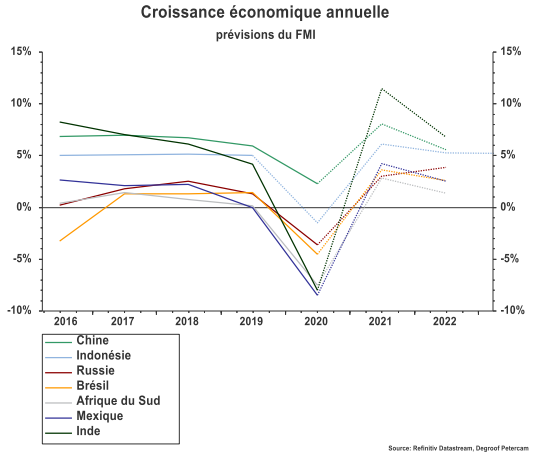


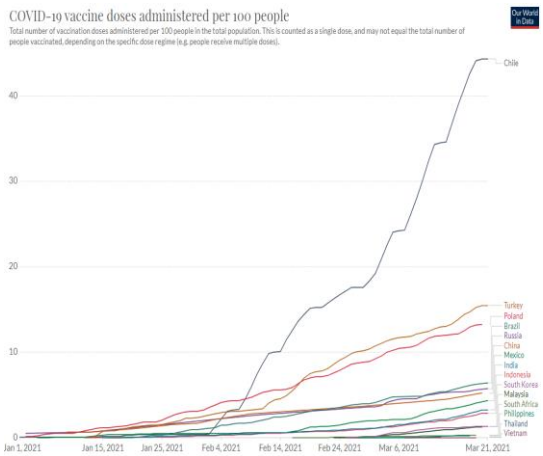


L'activité économique s'étant normalisée, le gouvernement chinois a resserré les conditions d'octroi de crédit, principalement dans le secteur immobilier. Si la croissance est restée robuste en première partie d'année, elle devrait donc décélérer vers un rythme plus soutenable à long terme. Dans son 14e plan quinquennal, le gouvernement chinois a mis l'accent sur la volonté de la Chine de devenir autosuffisante dans l'approvisionnement de technologies avancées, ce qui devrait se traduire par d'importants investissements en recherche et développement dans les industries technologiques de pointe. Par ailleurs, nous ne nous attendons pas à un assouplissement des tensions entre les Etats-Unis et la Chine sous la présidence de J. Biden. Les priorités américaines envers la Chine ont pivoté de l'aspect commercial sous D. Trump, aux droits de l'homme et à la posture de la Chine envers Hong-Kong et Taiwan.

Pays émergents : situation économique

La crise aura causé une contraction économique de plus de 8 % en 2020 en Afrique du Sud, en Inde et au Mexique. Les derniers chiffres de confiance des entreprises manufacturières indiquent que le rebond dans l'industrie est particulièrement robuste en Inde, au Brésil et dans certains pays asiatiques qui bénéficient pleinement de la forte demande de semi-conducteurs comme Taiwan et la Corée du Sud. L'inflation est sous contrôle dans la plupart des pays émergents. Toutefois, au Brésil, l'inflation progresse à cause des denrées alimentaires. Cette hausse de l'inflation freinera la reprise de la consommation. Sur le long terme, l'Asie restera la région du monde émergent au taux de croissance le plus élevé.





Compte tenu de la différence marquée dans l'accès au vaccin des pays émergents, la reprise économique sera inégale entre les pays. De manière générale, les pays les plus pauvres d'Asie ont commandé moins de doses de vaccin que les pays émergents à plus hauts revenus. En Europe émergente, la vaccination sera sans doute plus rapide que dans les autres régions, ce qui soutiendra la reprise économique dans cette partie du monde émergent.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

- La hausse des rendements obligataires à long terme aux États-Unis signale l'amélioration rapide des perspectives de reprise. Une économie américaine saine est une bonne nouvelle pour les bourses. Nos portefeuilles sont surpondérés en actions par rapport à leur poids neutre[1], cela vaut en particulier pour les actions américaines.

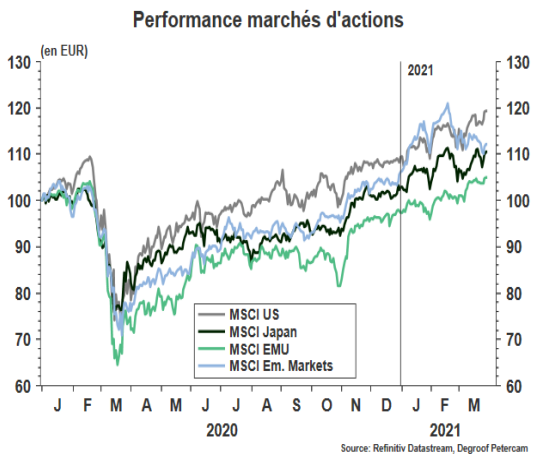
- Nous restons cependant prudents et diversifiés : les marchés financiers doivent s'adapter au changement de régime induit par la hausse des rendements obligataires américains à long terme. Les actions offrent toujours une prime de risque attrayante et le meilleur potentiel risque-rendement à long terme, mais ce changement de régime pourrait entraîner de la volatilité.

- Il reste encore un certain potentiel à la hausse pour les rendements obligataires à long terme - ce qui justifie: (1) notre sous-pondération en obligations et notre faible sensibilité aux taux (faible duration), et; (2) un positionnement pro-reprise, principalement via des valeurs de petite capitalisation et/ou cycliques et/ou tout simplement bon marché.

- Une grande partie de l'évolution des taux est derrière nous : (1) la Fed n'est pas d'humeur à relever bientôt ses taux directeurs (à court terme), et; (2) les rendements obligataires mondiaux se situent bien en dessous du niveau américain (sauf en Chine). Les valeurs de croissance restent donc attractives à long terme (certaines zones commencent même à paraître survendues), mais elles pourraient sous-performer pendant que le marché s'ajuste.

- Les obligations conservent également leur place dans des portefeuilles diversifiés. Nous ajoutons des dollars (même s'il est cher) et des convertibles à nos solutions de construction de portefeuille.

Changement de régime ?



Au premier trimestre de cette année, les marchés financiers se sont concentrés sur la hausse des rendements obligataires, surtout aux États-Unis. Le spectre d'une accélération de l'inflation est revenu au premier plan, alors que c'était surtout la faiblesse de celle-ci qui se trouvait au centre des préoccupations ces dix dernières années. Tant les marchés obligataires que les marchés d'actions se sont demandé si ce mouvement n'allait pas marquer le début d'un changement de régime. Malgré un léger regain de volatilité sur les marchés d'actions, la hausse des taux a finalement été bien digérée. Cette évolution de l'environnement de taux a également mis fin à la sur-performance des actions de croissance et de momentum, au profit des actions « value » et cycliques. La question qui se pose logiquement maintenant est de savoir si les taux vont continuer d'augmenter et si les cours boursiers vont encore pouvoir progresser dans ces conditions.

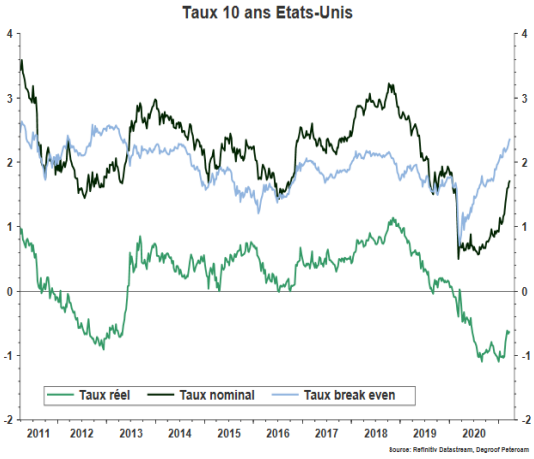
[1] Ce document fait régulièrement allusion aux pondérations cibles d'un portefeuille équilibré **Medium**. Le « poids neutre » est le poids stratégique ou encore le poids de référence d'un tel portefeuille.

Hausse des rendements obligataires : un risque pour les marchés d'actions ?

Plus loin dans ce document, nous expliquons que les rendements obligataires, en particulier américains, pourraient encore un peu grimper, mais qu'une grande partie du chemin a déjà été parcourue. La poursuite de la hausse des taux pourrait-elle signer la fin de l'environnement favorable aux marchés boursiers ?

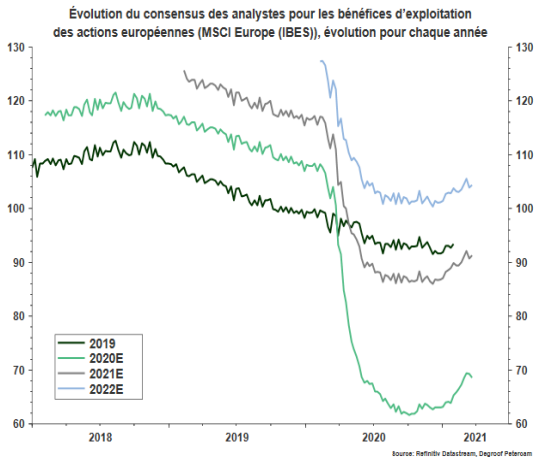
La réponse réside peut-être dans l'origine de cette hausse. Les taux d'intérêt nominaux sont composés de deux éléments : les taux d'intérêt réels et les prévisions d'inflation. Leur influence sur les marchés d'actions (et les actifs risqués en général) est la suivante :

- Une hausse des taux d'intérêt nominaux due à une augmentation des anticipations d'inflation présente, selon nous, un risque limité. Dans la mesure où l'accélération de l'inflation est une conséquence d'une croissance économique plus forte, on peut alors aussi s'attendre à une amélioration des bénéfices des entreprises. C'est ce qui se passe à l'heure actuelle.
- Une hausse des taux nominaux due à une augmentation des taux réels ne joue en revanche pas en faveur des actifs à risque. Une hausse des taux réels reflète en effet la manière dont le marché voit la banque centrale gérer les perspectives d'inflation. L'anticipation d'un relèvement plus rapide ou plus prononcé des taux à court terme peut alors pousser les taux réels à la hausse. Cela a par exemple été le cas en 2013 lors de ce que l'on a appelé le « taper tantrum ». À l'époque, le marché s'était attendu à ce que la banque centrale américaine relève ses taux plus rapidement que prévu au terme de son programme d'achat d'obligations. Ce scénario ne devrait, selon nous, pas se répéter. La Réserve fédérale veut explicitement que l'inflation augmente et que la croissance économique touche toutes les couches de la population. Elle veut aussi éviter une répétition du « taper tantrum ». Nous pensons donc que les taux à court terme ne seront pas relevés avant des années. Et quand ce sera le cas, cela se fera de manière très prudente et les marchés financiers y auront été préparés.



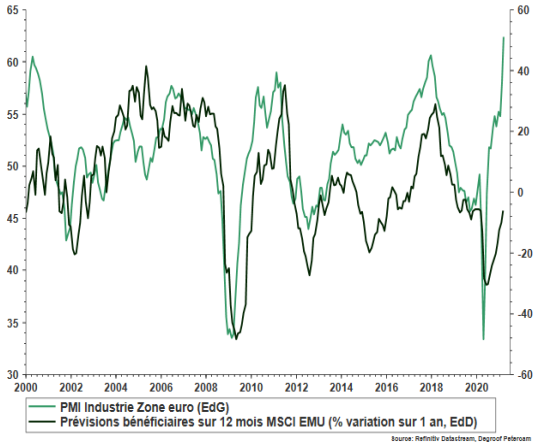
Une légère hausse des taux d'intérêt (nominaux) (notre scénario de base) ne devrait, dans ce cas, pas entraver la reprise du marché boursier.

Révision haussière des prévisions de bénéfices



La croissance des bénéfices a déjà soutenu les cours boursiers ces derniers mois et devrait continuer de le faire selon nous. Les résultats du quatrième trimestre de l'année dernière se sont avérés globalement meilleurs que prévu. Aux États Unis, les entreprises du S&P 500 ont même pu clôturer l'année avec une croissance positive des bénéfices d'environ 4 % par rapport à l'année précédente au quatrième trimestre. En Europe, la croissance des bénéfices est restée négative mais a tout de même dépassé les attentes.

Les prévisions de croissance des bénéfices (consensus des analystes) pour cette année tournent autour de +25 % pour les États-Unis et +35 % pour l'Europe, plus cyclique, ainsi que pour les marchés émergents. Pour l'année prochaine, les projections tablent sur environ 15 % pour chacune de ces régions. Les prévisions ont donc été revues à la hausse depuis le début de l'année.



Nous pensons cependant que les prévisions bénéficiaires pourraient encore être relevées.

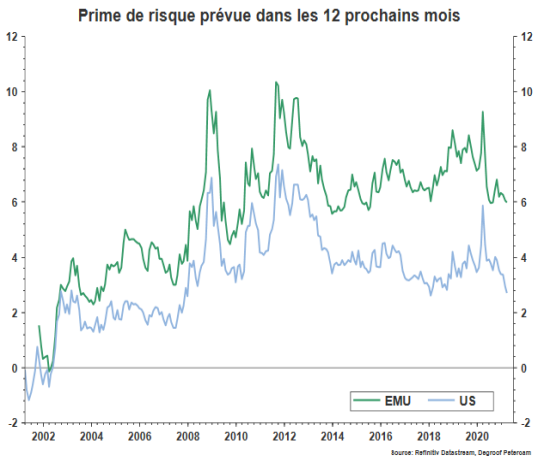
- Une fois que les mesures de confinement auront été totalement levées, nous nous attendons à une reprise significative de l'activité grâce à la demande refoulée des ménages et des entreprises.
- Les économies de coûts réalisées par les entreprises pendant la crise du coronavirus permettront une reprise des marges.
- Les mesures de soutien monétaires et budgétaires se poursuivront.

Le graphique ci-contre montre l'évolution (annuelle) des prévisions bénéficiaires pour les douze prochains mois, en combinaison avec l'indicateur d'activité PMI de l'industrie dans la zone euro. Il montre que les attentes ne sont pas exagérément optimistes, compte tenu de la dynamique attendue de l'activité.

Surpondération par rapport au poids neutre pour les actions

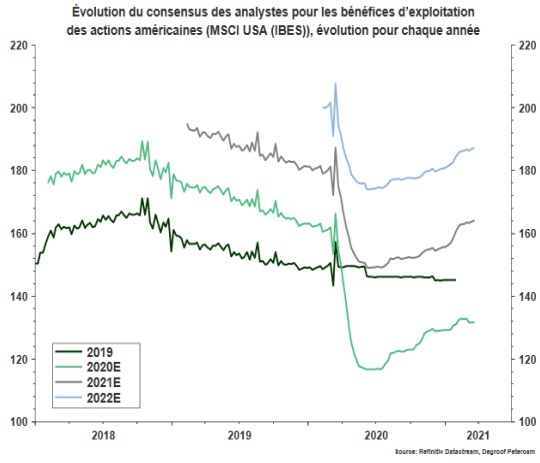
Nous confirmons notre sentiment positif vis-à-vis des actions et maintenons une position surpondérée par rapport au poids neutre dans les portefeuilles.

La comparaison entre le rendement bénéficiaire attendu (l'inverse du ratio de capitalisation des bénéfices[2]) des actions et les rendements des obligations sans risque[3] indique que les actions offrent toujours une prime de rendement attrayante par rapport aux obligations. De plus, la dynamique bénéficiaire des entreprises reste solide. Dans ce contexte, les actions offrent toujours le meilleur ratio risque/rendement attendu.



Nous restons toutefois sous la pondération maximale prévue pour les actions dans les portefeuilles. Si la hausse des rendements obligataires est un signe d'amélioration de l'économie, celle-ci pourrait tout de même provoquer un regain de nervosité sur les marchés. Les acteurs du marché pourraient être enclins à revoir leurs positionnements, rendant ainsi les cours plus volatils. Par ailleurs, le coronavirus n'a toujours pas disparu et les campagnes de vaccination pourraient encore nous réserver de mauvaises surprises, notamment dans les pays en développement. Les incertitudes de nature politique (relation Chine/États-Unis, réduction prématurée des mesures de soutien budgétaires) demeurent également présentes.

Approche géographique diversifiée avec une préférence pour les actions américaines

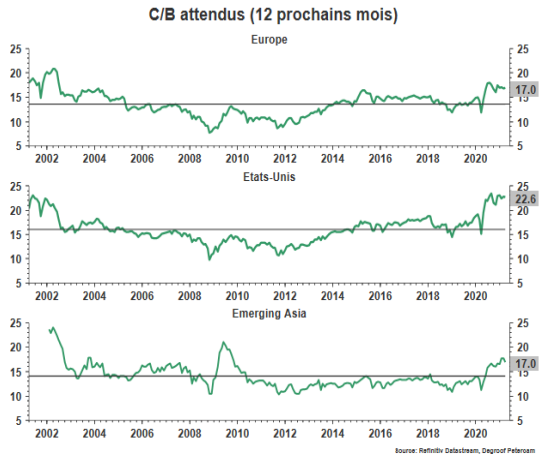


Le cycle économique global pourrait être quelque peu désynchronisé au cours des prochains trimestres. La Chine a déjà bouclé sa phase de reprise rapide, les États-Unis, le pays le plus avancé dans sa campagne de vaccination, devraient rapidement renouer avec une activité économique normale, alors que l'Europe a encore du chemin à parcourir avant d'atteindre cette phase plus tard dans l'année. Nous restons par conséquent partisans d'une approche diversifiée.

Sur le plan géographique, nous privilégions les actions **américaines**. Outre le fait d'avoir pris de l'avance au niveau de la vaccination, les États-Unis ont également pris des mesures de soutien plus importantes, alors qu'un ambitieux plan d'infrastructures devrait aussi être mis sur les rails. La croissance aux États-Unis est à bien des égards mieux soutenue que dans d'autres régions.

[2] Le « ratio de capitalisation des bénéfices » d'une action cotée en bourse est calculé en divisant son cours de bourse par son bénéfice net.

[3] Une obligation « sans risque » est une obligation à 10 ans émise par une autorité de référence, en l'occurrence le Trésor américain, l'État allemand ou le gouvernement japonais.



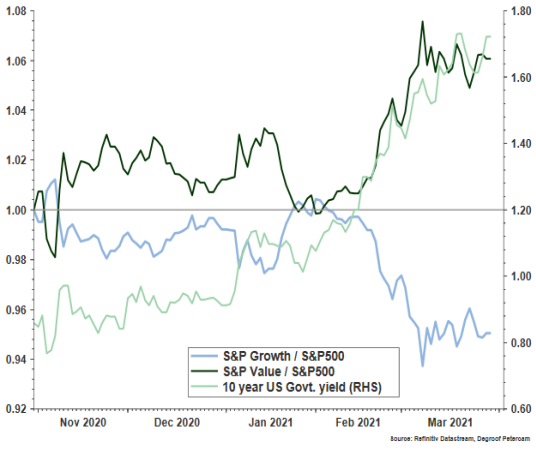
La bourse américaine profitera certes moins que l'année dernière de la tendance « @ home », mais à plus long terme, l'exposition aux gagnants structurels du secteur de la technologie demeure un facteur important.

Pour l'**Europe**, nous sommes actuellement positionnés de manière neutre. Le déploiement des vaccins est plus difficile dans la zone euro et la lenteur de la mise en œuvre du plan de relance risque de peser sur le moral des investisseurs. Lorsque l'économie finira par rouvrir, les bourses européennes en profiteront relativement plus que d'autres régions en raison de leur composition sectorielle. De plus, l'Europe est bien placée pour tirer parti du thème des énergies renouvelables. Les investissements réalisés dans le cadre du plan de relance devront en effet promouvoir une reprise « verte ». Les valorisations en Europe sont moins chères qu'aux États-Unis.

Nous sommes également neutres vis-à-vis des **marchés émergents**. Le ralentissement attendu de la croissance en Chine, comme en témoignent déjà les indicateurs PMI, entraîne déjà des révisions à la baisse des prévisions bénéficiaires. Le risque d'un environnement de taux plus élevés joue également en défaveur des marchés émergents. Les pays asiatiques profiteront néanmoins de la reprise économique mondiale. Les valorisations boursières y sont comparables à celles en Europe.

Approche diversifiée des styles d'investissement

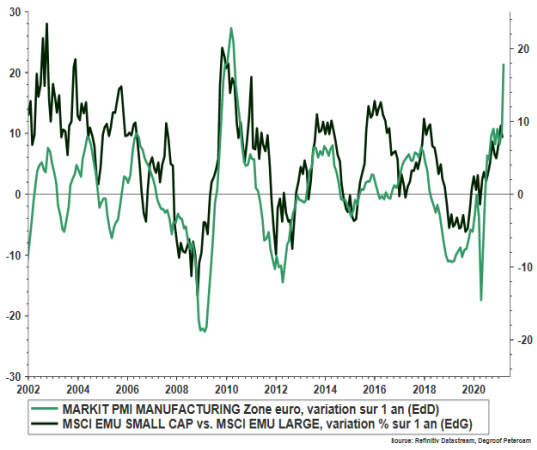
Les actions de croissance ont arrêté de surperformer le marché en général depuis début novembre. Ce n'est pas un hasard si le point de bascule coïncide avec l'annonce de vaccins efficaces. On peut même parler de sous-performance par rapport au marché depuis la mi-février, moment où la hausse des rendements obligataires américains s'est accélérée. L'augmentation des taux d'intérêt est défavorable aux entreprises de croissance : plus le taux d'actualisation des bénéfices futurs d'une entreprise est élevé, plus la valeur actuelle de celle-ci est faible.



Compte tenu de nos prévisions en matière de taux et de leurs valorisations plus élevées, nous pensons que les actions de croissance ne reprendront pas leur position de leader du marché au cours des prochains trimestres. Cependant, nous conservons notre position, car les actions de croissance (et en premier lieu les valeurs

technologiques) devraient continuer de profiter à plus long terme de la digitalisation de l'économie. Les actions qui surfent sur cette tendance structurelle seront également les gagnants de demain.

Les actions cycliques et « value » se sont bien comportées ces derniers mois et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive. Une hausse des rendements obligataires qui reflète un renforcement de l'économie constitue un environnement favorable pour ces actions. Les cours sont désormais aussi soutenus par la dynamique des bénéfices : le rythme des révisions à la hausse des bénéfices est actuellement plus soutenu pour les actions « value » que pour les actions de croissance.



Nous nous attendons également à ce que les actions à dividendes puissent réaliser une bonne performance. La viabilité des dividendes avait été remise en cause l'année passée, mais la situation devrait s'améliorer en 2021 et une croissance des dividendes pourrait être attendue. La valorisation relative est favorable.

Nous restons positifs vis-à-vis des petites capitalisations, même si les entreprises sont fortement exposées à une économie qui doit encore composer avec des mesures de confinement. Les entreprises ont généralement un caractère plus industriel. Leur performance boursière relative par rapport aux grandes capitalisations est donc étroitement liée à l'évolution de l'indicateur PMI de l'industrie (comme l'indique le graphe pour la zone euro). En outre, leur valorisation relative par rapport aux grandes capitalisations est inférieure à la moyenne et ne reflète pas encore entièrement le potentiel de reprise des bénéfices.

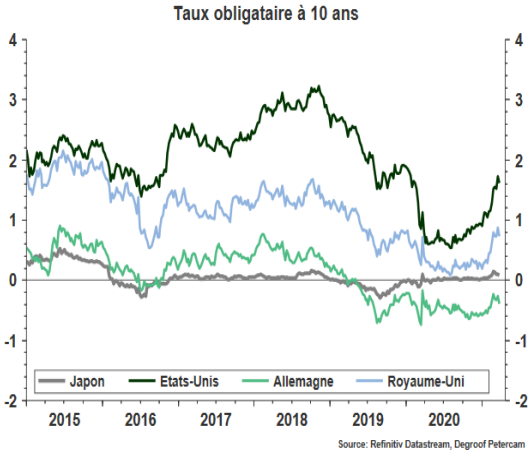
Les rendements obligataires réagissent aux perspectives de croissance et d'inflation

Les rendements obligataires dans la zone euro n'ont que très partiellement suivi la tendance haussière des taux américains. Le taux allemand à 10 ans reste nettement en dessous de 0 %. Tant la situation économique que les prévisions d'inflation ne sont pas comparables dans les deux régions. La BCE a déjà réagi en élargissant son programme d'achat d'obligations afin de contenir la tendance haussière.

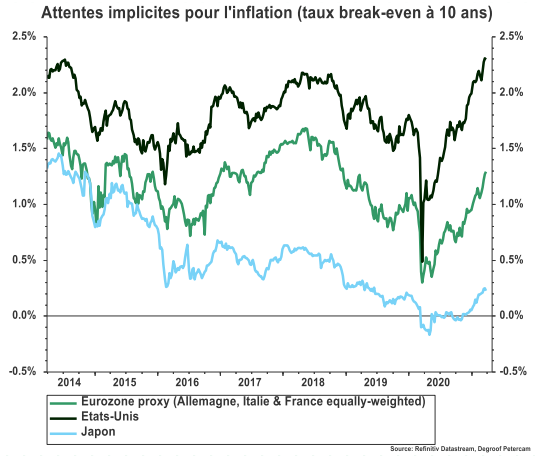
À court et moyen terme, nous pensons que les taux obligataires ont encore un certain potentiel haussier sur

les marchés développés. À mesure que les vaccinations contre le Covid-19 progressent, des surprises économiques positives pourraient en découler. Par ailleurs, certains acteurs du marché voient un risque de surstimulation de l'économie américaine (plan de soutien Biden et plan d'infrastructure plus tard dans l'année). Elle maintiendra les craintes de hausse de l'inflation sur le marché. Néanmoins, nous pensons qu'une grande partie du mouvement haussier de ce cycle est déjà derrière nous :

- Le marché tient déjà compte de nombreux éléments. Aux États-Unis, le précédent mouvement des taux impliquait que la Réserve fédérale augmenterait déjà ses taux à court terme dès début 2023, alors que la Fed elle-même ne s'y attend qu'en 2024 au plus tôt. La banque centrale américaine tolérera (et accueillera même) le fait que l'inflation dépasse les objectifs (de 2 %) pendant un certain temps.
- Les banques centrales peuvent étendre leurs programmes d'achat d'obligations.
- Hormis en Chine, le taux sur les obligations d'État des autres régions reste très bas. Un découplage supplémentaire des taux d'intérêt américains avec le reste du monde serait très inhabituel. La demande étrangère en obligations américaines peut contribuer à contenir la hausse des taux.



Le positionnement des échéances en euro reste plus court que celui du marché, de sorte que la sensibilité aux mouvements (à la hausse) des taux reste limitée. Nous conservons une position limitée en obligations d'État en euro dans le portefeuille, en plus des autres actifs diversifiants que nous détenons.



Les attentes implicites du marché en matière d'inflation (ou « break-even »[4]) ont également augmenté au cours du dernier trimestre. En Europe et au Japon, les attentes implicites d'inflation restent faibles. Selon nous, il s'agit en partie d'une normalisation des anticipations d'inflation, actuellement comparables aux niveaux de 2018 aux États-Unis. Même si l'inflation effective reste pour l'instant faible, des indicateurs économiques laissent entrevoir une pression à la hausse croissante sur les prix, surtout aux États-Unis. Non seulement au niveau du taux général d'inflation, fortement guidé par l'évolution des prix de l'énergie, mais aussi de l'inflation sous-jacente. La réouverture des économies après la crise du coronavirus

[4] Les attentes implicites d'inflation (ou encore point mort d'inflation ou « break-even ») correspondent au niveau d'inflation qui égalise les rendements des obligations nominales aux rendements des obligations indexées à l'inflation.

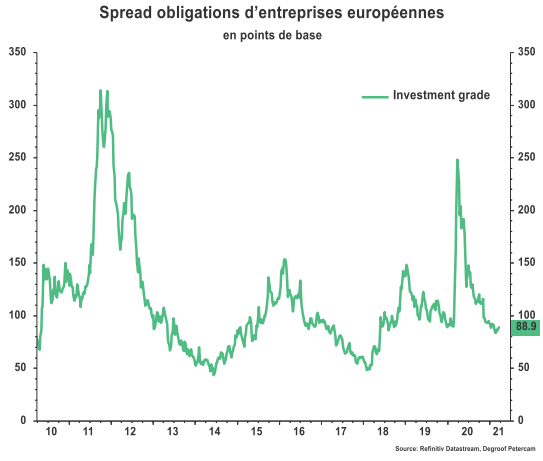
peut entraîner une inflation cyclique, par exemple en raison de la suppression des réductions de prix dans certains secteurs ou des ruptures dans les chaînes d'approvisionnement en raison de la forte demande dans d'autres secteurs.

Comme nous l'avons indiqué lors de publications précédentes, une hausse structurelle de l'inflation reste également un scénario réaliste. Depuis l'année dernière, les banques centrales prônent une plus grande tolérance à l'inflation. Pour autant, à ce stade, les attentes du marché ne laissent pas entrevoir un rebond de l'inflation à long terme. Le point mort en matière de perspectives d'inflation à 5 ans est désormais supérieur à celui de 10 ans et a également augmenté davantage ces derniers mois.

Dans ce scénario, nous restons positifs pour les obligations indexées sur l'inflation dans un portefeuille diversifié. Elles constituent une couverture contre une hausse des taux d'intérêt (pour autant que les taux réels ne suivent pas la hausse des taux nominaux) et constituent en ce sens une couverture contre une inflation qui se prolonge plus que prévu.

Autres obligations : opportunités

La hausse des taux des obligations d'État n'est généralement pas considérée comme un environnement favorable aux obligations d'entreprises, étant donné qu'ils préfigurent généralement une politique monétaire plus stricte et un ralentissement de la croissance économique. Dans le scénario actuel, cela n'est pas à l'ordre du jour. Même si le potentiel de resserrement supplémentaire des spreads[5] s'est réduit, l'expansion économique à venir n'est pas un environnement dans lequel des spreads significativement plus élevés (= une prime de risque) doivent être envisagés. Entre-temps, l'investisseur peut trouver un rendement supplémentaire — certes limité — par rapport aux placements sans risque dans des obligations d'entreprises de qualité (« Investment Grade ») libellées en euro. La BCE continue d'acheter des obligations d'entreprises au travers de son programme d'achat (Pandemic emergency purchase programme).



[5] Le « spread » équivaut à la prime de rendement offerte par les obligations considérées comme « à risque » par rapport aux obligations « sans risque » émises par les autorités de référence. On parle, par exemple, du « spread » offert par des obligations émises par des pays périphériques de la zone euro, du « spread » des obligations de pays émergents ou encore du « spread » des obligations émises par des entreprises.

L'impact initial et la reprise consécutive à la crise du coronavirus sont très inégaux pour les entreprises issues de secteurs différents. Les entreprises les plus touchées par la pandémie (secteurs cycliques, loisirs, etc.) enregistrent encore des spreads supérieurs à leur niveau pré-Covid. Des opportunités peuvent encore être trouvées et nous conservons nos positions en obligations d'entreprises « Investment grade ».

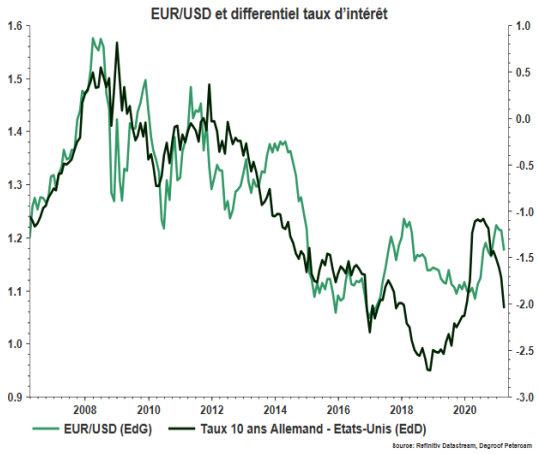
Les hausses des rendements obligataires aux États-Unis ont également eu des répercussions sur les obligations émises par les autorités des marchés émergents. Les taux ont également subi une pression à la hausse, mais les spreads sont restés globalement stables voire se sont resserrés. Avec le renforcement du dollar, les devises des pays émergents se sont légèrement repliées, une tendance particulièrement perceptible pour les devises latino-américaines. Nous maintenons notre position positive pour les obligations émises (en devise locale) par les autorités des marchés émergents, même si l'environnement actuel des taux d'intérêt peut encore engendrer une certaine volatilité. La reprise de la croissance mondiale profitera aux économies cycliques des pays émergents et la hausse des prix des matières premières constitue également un facteur favorable. Le ralentissement de la disponibilité des vaccins contre le Covid-19 dans les pays émergents constitue un élément de risque. Selon nos prévisions, les devises seront soutenues par la fin du cycle des baisses de taux ou même des hausses de taux dans certains pays.

Obligations convertibles

Nous adoptons une attitude plus positive à l'égard des obligations convertibles. D'un point de vue technique, les obligations convertibles peuvent être divisées en une obligation ordinaire à laquelle est attachée une option d'achat sur une action sous-jacente. Une hausse des rendements obligataires a un impact négatif sur la valeur de la composante obligataire (le dénommé « bond floor »), mais elle est compensée par une hausse de la valeur de l'option. Un taux plus élevé fait augmenter la valeur d'une option d'achat (tous les autres déterminants restent inchangés). De surcroît, l'univers des obligations convertibles concerne souvent des émetteurs cycliques, ce qui est un atout dans la perspective d'une reprise économique. Dans le contexte actuel de marché, les obligations convertibles représentent donc une bonne diversification du portefeuille.

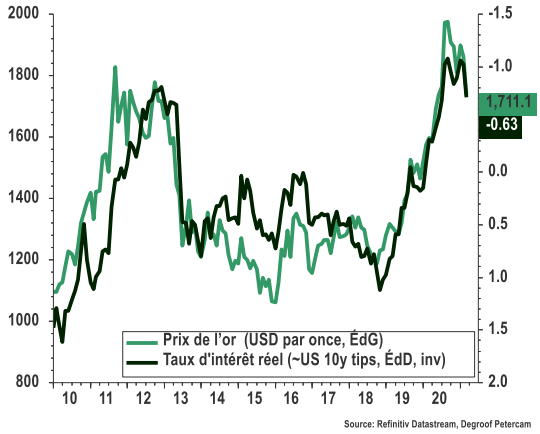
USD : tactiquement plus positif

La baisse qu'a connue le dollar l'année dernière s'est stabilisée au cours des derniers mois. La hausse des rendements obligataires (nominaux et réels) a renforcé l'attrait du dollar par rapport aux autres devises en raison de son avantage croissant en matière de taux d'intérêt. Le plan de soutien plus vaste que prévu du président Biden a également soutenu la monnaie. Même si une bonne partie du parcours a déjà été couverte en ce qui concerne l'avantage du taux d'intérêt croissant, un positionnement tactiquement plus élevé peut être envisagé.



À plus long terme, les faiblesses du dollar restent intactes (déficit budgétaire, déficit commercial). Par ailleurs, le dollar reste surévalué (parité de pouvoir d'achat) dans une perspective à long terme. Une forte dépréciation du dollar n'est toutefois pas conforme à nos attentes. Contrairement aux autres grandes devises, le dollar offre en effet une rémunération d'intérêts positive.

Or : environnement difficile, argument de diversification toujours valable



Le cours de l'or a continué de reculer au premier trimestre. Non seulement l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale résultant du démarrage des campagnes de vaccination a érodé une partie de son attrait en tant que valeur refuge, mais la hausse des rendements obligataires a également pesé sur le prix de l'or. Celle-ci n'a pas été compensée par une hausse des prévisions d'inflation, surtout au cours de la dernière partie du trimestre écoulé. Le taux d'intérêt réel — et donc le coût d'opportunité lié à la détention d'or — a donc augmenté. Le renforcement du dollar et l'intérêt croissant pour les cryptomonnaies, considérées par certains investisseurs comme une alternative numérique à l'or, sont autant d'éléments qui exercent une pression sur le prix de l'or.

Au cours du quatrième trimestre, nous avons déjà réduit la position de l'or dans les portefeuilles et nous l'avons encore légèrement réduit au premier trimestre. Nous pensons que l'or continuera à subir un environnement assez difficile dans les prochains mois. La tendance à la hausse des taux d'intérêt (réels) a déjà parcouru un bon bout de chemin, mais pourrait se poursuivre pendant un certain temps. Par ailleurs, les autres éléments qui ont pesé sur le cours ces derniers mois n'apportent pas encore

de soutien à l'or. Les actifs diversifiés pour les portefeuilles d'investissement sont toutefois rares pour le moment. Nous maintenons donc une position limitée. Dans ces conditions de marché incertaines, l'or peut présenter une corrélation négative avec d'autres actifs.

Aperçu des recommandations

	Surpondération	Neutre	Sous-pondération
Actions		■	
Obligations			■
Liquidités		■	
Placements alternatifs	■		

	Surpondération	Neutre	Sous-pondération
Obligations			■
Gouvernementales (en EUR)			■
D'entreprises de qualité (en EUR)	■		
A haut rendement (en EUR)		■	
Des marchés émergents (en devise locale)	■		
Devises			
Dollar		■	

	Surpondération	Neutre	Sous-pondération
Actions		■	
Européennes		■	
Américaines	■		
Japonaises			■
Des marchés émergents		■	

	Surpondération	Neutre	Sous-pondération
Placements alternatifs	■		
Or	■		
Obligations convertibles	■		

Notes : L'avis « surpondération », « neutre » ou « sous-pondération » s'applique à un portefeuille Medium et est exprimé par rapport à la pondération « stratégique » ou neutre de ce portefeuille.

Rédaction : Alexandre Gauthy, Hans Bevers, Jérôme van der Bruggen, Johan Gallopyn

Banque Degroof Petercam SA, dont le siège social se trouve Rue de l'Industrie, 44 1040 Bruxelles est responsable de la production et de la distribution de ce document.
Ce document vous est communiqué uniquement à titre informatif et son contenu ne peut en aucun cas être considéré comme constituant du conseil en investissement et n'entre pas dans la catégorie de « recherche en investissements » telle que visée par la Règlementation MiFID.
Les opinions émises sont fondées sur des informations publiques soigneusement sélectionnées valables au moment de la rédaction de ce document. Elles peuvent être modifiées sans préavis et n'offrent aucune garantie pour l'avenir.
Ni la Banque Degroof Petercam ni ses sociétés liées, administrateurs, représentants ou employés ne peuvent être tenus responsables de toute information incorrecte, incomplète ou manquante, ou de tout dommage direct ou indirect, pertes, coûts, responsabilités ou autres dépenses qui résulteraient de l'utilisation ou de la confiance accordée à ces informations, sauf en cas de faute intentionnelle ou de négligence grave.
Ce document est la propriété de Degroof Petercam et ne peut en aucun cas faire l'objet, même partiellement, d'une copie, d'une diffusion ou d'une publication, sans l'autorisation préalable expresse de Degroof Petercam.