

Barometer: Eviter les actions, revoir les obligations

Avec un ciel toujours sombre sur l'économie, on peut tabler sur de nouvelles baisses des actions. Les obligations commencent cependant à sembler intéressantes.

Sommaire

- 01 Allocation d'actifs: il va falloir encore souffrir

- 02 Secteurs et régions des actions: le Royaume-Uni dans la tourmente

- 03 Obligations et devises: les bons du Trésor sont source de valeur

- 04 Vue d'ensemble des marchés mondiaux: nouvelle double chute

- 05 En bref

01 Allocation d'actifs: il va falloir encore souffrir

Les perspectives économiques mondiales s'assombrissent à nouveau, le resserrement de la politique monétaire à travers le monde et la flambée des prix de l'énergie continuant de saper la confiance des consommateurs et la croissance des bénéfices des entreprises.

Les grandes économies sont au bord de la récession. Le coup de froid se ressent davantage en Europe que dans la plupart des autres régions, étant donné que l'augmentation du coût de la vie et les pénuries d'énergie obligent les consommateurs à se serrer la ceinture, les banques à ralentir les prêts et les entreprises à retarder leurs plans de dépenses d'investissement.

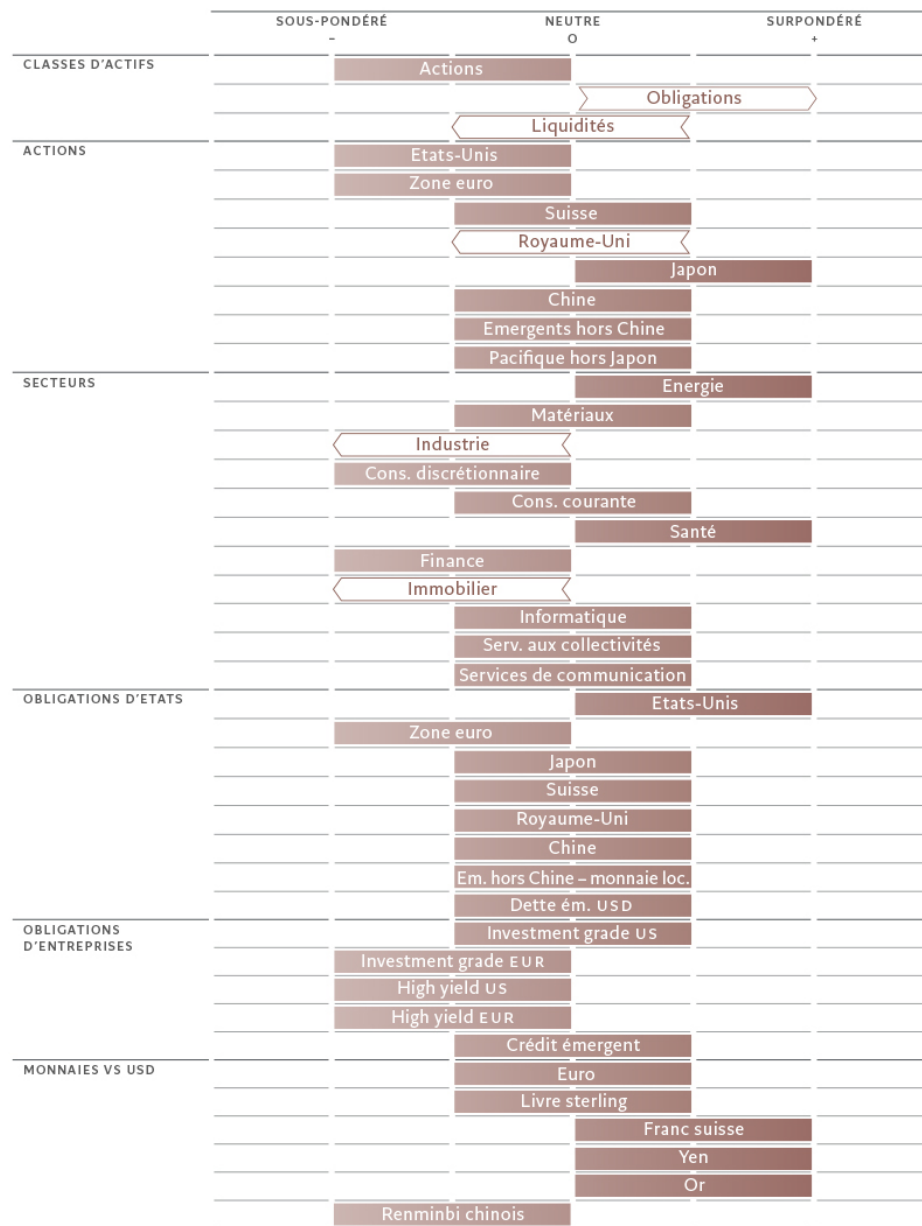
Tout cela ne présage rien de bon pour les bénéfices des entreprises dans les mois à venir.

Alors que la correction que les marchés d'actions ont connue cette année a fait chuter l'appétit pour le risque des investisseurs à des niveaux historiquement bas (un point où les actions et les autres classes d'actifs risqués ont tendance à rebondir), nous percevons les risques d'une nouvelle chute. C'est pourquoi nous maintenons notre sous-pondération des actions.

Nous ne changerons probablement pas de positionnement avant de constater une stabilisation dans les révisions des bénéfices des entreprises, une pentification de la courbe des taux et un nouveau recul des actions cycliques.

À titre de comparaison, certains domaines du marché obligataire commencent toutefois à sembler attrayants, alors que les rendements grimpent à des niveaux qui contredisent de plus en plus les fondamentaux économiques. L'inflation globale a vraisemblablement déjà atteint son point haut aux États-Unis, les prévisions de hausse des prix ayant chuté ces derniers mois. L'enquête mensuelle de la Réserve fédérale de New York montre qu'en août, les consommateurs ont subi une inflation de 5,75% sur 12 mois, son plus bas niveau depuis octobre 2021. Dans ce contexte, nous relevons les obligations à surpondérer, avec une préférence pour les bons du Trésor américain, une valeur refuge en période de turbulences. Nous réduisons également les liquidités à neutre.

Fig. 1 Grille d'allocation d'actifs mensuelle
Octobre 2022



Source: Pictet Asset Management

Nos indicateurs du cycle conjoncturel montrent un net ralentissement de la croissance économique mondiale. Comme le montre la Fig. 2, la hausse des

coûts d'emprunt a tendance à assombrir très fortement le climat mondial des affaires.

Les perspectives se sont particulièrement dégradées dans la zone euro, où la confiance des consommateurs a plongé à un plus bas historique et où le rationnement de l'énergie fait peser un risque supplémentaire sur les secteurs industriels. Comme l'économie de la zone euro devrait se contracter en fin d'année, nous avons revu à la baisse notre prévision de PIB réel pour 2023 de 1% à 0,2%.

Les perspectives de croissance sont également faibles aux États-Unis, bien que certains signes positifs témoignent de la résilience de la première économie de la planète. Le marché de l'emploi américain reste tendu, les inscriptions au chômage tendant désormais à baisser. La confiance des consommateurs s'est quant à elle améliorée pour le deuxième mois consécutif grâce à l'apaisement des craintes inflationnistes.

Cela dit, les enquêtes montrent également que les entreprises hésitent encore à stimuler leurs dépenses d'investissement alors que le marché du logement fait face à un effondrement de l'activité de construction, ce qui annonce une baisse de 10% supplémentaires des prix de l'immobilier au cours des six mois à venir.

En outre, la part habituelle des revenus consacrée aux remboursements d'hypothèque atteint ses niveaux les plus élevés depuis les années 1980.

L'économie japonaise, dont les indicateurs avancés ont ralenti, nous incite à davantage de prudence. L'activité manufacturière se contracte et la faiblesse de la demande mondiale fait pression sur le secteur des exportations.

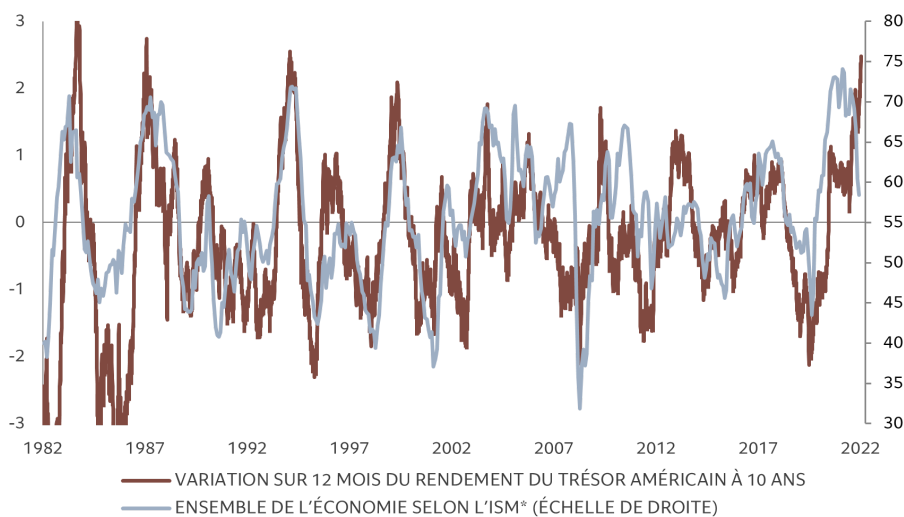
Les perspectives pour l'économie britannique restent également faibles.

Les plans du gouvernement visant à appliquer la plus forte réduction d'impôts depuis 1972 et à augmenter les emprunts alors que l'indice des prix à la consommation du pays a flirté avec un record vieux de 40 ans ont poussé les investisseurs à remettre en question la crédibilité budgétaire du pays, ce qui a provoqué une forte correction de la livre sterling et des gilts.

La confiance des consommateurs se situe à un niveau historiquement bas, avec des salaires ajustés de l'inflation qui devraient reculer de 5%. Nous nous attendons à voir l'économie britannique tomber dans la récession à partir du quatrième trimestre de cette année et à enregistrer une croissance nulle l'année prochaine.

Fig. 2 Refroidissement de l'activité

Rendements des bons du Trésor et climat mondial des affaires



* Moyenne de la production et du cours payé. Source: Refinitiv, données couvrant la période allant du 15.09.1982 au 28.09.2022

Nos indicateurs de **liquidité** montrent un durcissement de la situation dans les grandes économies, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni, alors que les banques centrales continuent d'inverser les mesures de relance monétaire appliquées pendant la pandémie.

Parallèlement, le crédit bancaire, qui, jusqu'à récemment, compensait partiellement l'effet du resserrement des banques centrales, ralentit enfin, conformément à ce qui était annoncé par les normes de crédit.

La Chine est le seul pays à assouplir l'accès aux liquidités. La Banque populaire de Chine réduit les coûts de financement et propose des mesures d'assouplissement ciblées pour relancer la demande de crédit.

Notre modèle de **valorisation** soutient notre positionnement positif vis-à-vis des obligations.

Les rendements obligataires mondiaux sont à leur plus haut niveau depuis la mi-2011, après une récente correction.

Pour la première fois depuis avril 2020, les actions sont toutes proches d'afficher des cours intéressants, après avoir enregistré un recul de 9% des bourses mondiales au cours du seul mois de septembre, qui s'explique entièrement par une contraction des multiples de résultat.

Dès lors, le ratio cours/bénéfices sur 12 mois est tombé à 13x, un niveau inférieur à celui du mois de juin.

De plus, le rythme de contraction correspond à la correction généralement enregistrée pendant une récession.

Nos modèles annoncent un rebond de 5% à 10% des multiples au cours des 12 prochains mois, en supposant que le rendement à 10 ans des bons du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) chute à 0,75%.

Nos prévisions de croissance des bénéfices mondiaux pour 2022, quant à elles, s'élèvent à 2%, ce qui est nettement inférieur au consensus du marché.

Parmi les actions, nous sommes de plus en plus prudents vis-à-vis des secteurs cycliques sensibles à la croissance, tels que l'industrie et l'immobilier.

Nos indicateurs **techniques** montrent que l'appétit pour le risque des investisseurs est proche de niveaux historiquement bas, les flux des fonds actions ayant reculé de 25 milliards de dollars au cours des quatre dernières semaines.

Même si on ne peut exclure un rebond technique compte tenu du faible niveau de confiance, notre score de tendance négatif suggère de sous-pondérer les actions sur notre horizon d'investissement.

02 Secteurs et régions des actions: le Royaume-Uni dans la tourmente

La pression à la hausse sur les taux réels mondiaux pèse sur les actions en général. Nous maintenons donc la sous-pondération des actions et continuons d'abaisser le risque au sein de nos allocations en actions en réduisant le marché britannique de surpondérer à neutre.

Les actions britanniques sont dorénavant particulièrement vulnérables en raison de l'incertitude accrue sur la politique économique et la crédibilité budgétaire. Il est de plus en plus clair que la Banque d'Angleterre devra relever ses taux d'intérêt de manière drastique afin de reprendre la main sur une livre en chute libre et sur les pressions inflationnistes. Nous prévoyons que l'ensemble des actifs britanniques subiront une hausse de la volatilité et, par conséquent, nous abaissons les actions britanniques de surpondérer à neutre.

Parallèlement, nous maintenons notre sous-pondération des actions américaines et européennes, ce qui laisse notre seule surpondération pour les actions japonaises.

Fig. 3 – Cycliquement chers

Valeurs cycliques mondiales (hors valeurs technologiques) par rapport aux défensives et à l'indice ISM manufacturier



Source: Refinitiv Datastream, Pictet Asset Management. Données couvrant la période du 27.09.2012 au 28.09.2022.

Sur le plan sectoriel, nous sommes particulièrement prudents vis-à-vis de l'industrie et de l'immobilier. Nous abaissons les valeurs industrielles de neutre à sous-pondérer pour plusieurs raisons. En premier lieu, la conjoncture économique mondiale est loin d'être propice aux dépenses d'investissement, les enquêtes auprès des dirigeants d'entreprise montrant un manque de volonté à réinvestir des bénéfices qui ont été plutôt solides. L'utilisation des capacités aux États-Unis a seulement retrouvé les niveaux antérieurs à la COVID et ne montre aucun signe de hausse. Les prévisions de croissance des bénéfices dans les secteurs des biens d'équipement sont beaucoup plus fortes pour cette année et l'année prochaine que celles de l'ensemble du marché, ce qui en fait un obstacle considérable qui, dans le contexte actuel, risque de décevoir les investisseurs (voir Fig. 3). Par ailleurs, il s'agit du secteur cyclique le plus onéreux, ce qui renforce sa vulnérabilité. Enfin, il y a l'effet Chine. Le cycle d'investissement dans le pays reste incertain et, dans tous les cas, les titres des sociétés chinoises du secteur sont négociés sur la base de valorisations élevées.

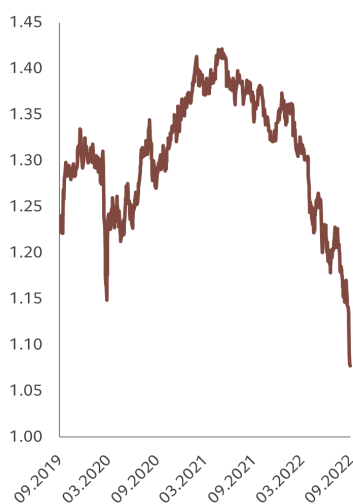
Nous abaissons également l'immobilier coté de neutre à sous-pondérer. Le secteur du logement s'est contracté, notamment aux États-Unis, avec le récent effondrement des indicateurs avancés sur l'activité dans le logement. Les fonds d'investissement immobilier (REIT) sont donc particulièrement exposés à une correction. Par ailleurs, le rebond post-COVID de l'occupation des bureaux et des commerces aux États-Unis a pris fin. Et les révisions des bénéfices sont plus mauvaises que pour le reste du marché, sans aucun signe montrant que la dynamique des prix reste en deçà du sentiment vis-à-vis des bénéfices, contrairement à d'autres secteurs cycliques. Enfin, compte tenu des risques associés au secteur, aucune valorisation n'est suffisamment convaincante pour pousser à l'achat – les valorisations du secteur restant seulement neutres.

03 Obligations et devises: les bons du Trésor sont source de valeur

Les brusques corrections subies par les marchés obligataires ont fait reculer celles des obligations d'État américaines à leur niveau le plus bas en plus d'une décennie – et nous pensons que cela ouvre une opportunité attrayante. Les rendements des titres de référence à 10 ans ont atteint les 4% pour la première fois depuis la mi-2010. C'est bien au-dessus de leur juste valeur, que nous estimons à 3,2% et qui tient compte d'un resserrement quantitatif de plus de 1 500 milliards de dollars de la Fed, de nos prévisions d'inflation à long terme et de l'affaiblissement de la dynamique de croissance à court terme.

Compte tenu de l'augmentation des flux orientés vers les obligations américaines, une telle valeur pourrait ne pas durer. En outre, les arguments en faveur de l'investissement sont d'autant plus convaincants que les bons du Trésor offrent une protection en cas de nouvelle dégradation de la dynamique économique. Notre évaluation macroéconomique de la plus grande économie mondiale reste négative. Même si des données récentes ont réservé quelques bonnes surprises, les risques baissiers persistent alors que le marché du logement est déjà en récession. Les loyers devraient rester solides (au moins pour les 9 à 12 prochains mois), mais les hausses des prix du reste du «panier de l'inflation sous-jacente» devraient ralentir nettement avec la chute de la demande et les relèvements des taux par la Réserve fédérale américaine pour les porter très loin en territoire restrictif.

Fig. 4 – Chute de la livre sterling
Taux de change livre sterling - dollar US



Source: Refinitiv Datastream, Pictet Asset Management. Données couvrant la période allant du 28.09.2019 au 27.09.2022.

Notre surpondération des bons du Trésor contraste avec une sous-pondération des obligations souveraines de la zone euro. Bien que l'inflation semble avoir atteint son pic aux États-Unis, elle poursuit son accélération et sa généralisation en Europe. Les salaires négociés augmentent. La Banque centrale européenne est en retard sur la courbe par rapport à la Fed et sa capacité à limiter l'inflation est entravée par la crise actuelle de l'approvisionnement énergétique.

Nous sommes également prudents vis-à-vis du crédit à haut rendement des deux côtés de l'Atlantique. Les bénéfices des entreprises subiront les effets de la faiblesse de l'économie alors que la hausse des coûts des intrants rogne déjà sur les marges et que les coûts de financement devraient encore augmenter. D'une manière générale, les obligations d'entreprise de qualité inférieure sont, elles aussi, particulièrement affectées par la volatilité dans les attentes au sujet des taux d'intérêt, qui devrait persister, du

moins à court terme.

Sur le front des devises, le dollar bat des records vieux de plusieurs décennies, sa force étant particulièrement prononcée face à la livre sterling (voir Fig. 4). Même si nous restons négatifs vis-à-vis de l'économie britannique, avec une prévision de croissance nulle en 2023, nous pensons que la livre sterling pourrait être proche de son plancher. Les investisseurs ont adopté un positionnement nettement vendeur sur la devise. Les mesures prises par la Banque d'Angleterre pour apaiser les marchés à travers des achats d'obligations et la perspective de nouvelles hausses des taux devraient contribuer à offrir un point d'appui à cette monnaie.

Nous conservons nos surpondérations sur le franc suisse et l'or, compte tenu de leurs caractéristiques défensives en cette période d'incertitude économique et géopolitique.

04 Vue d'ensemble des marchés mondiaux: nouvelle double chute

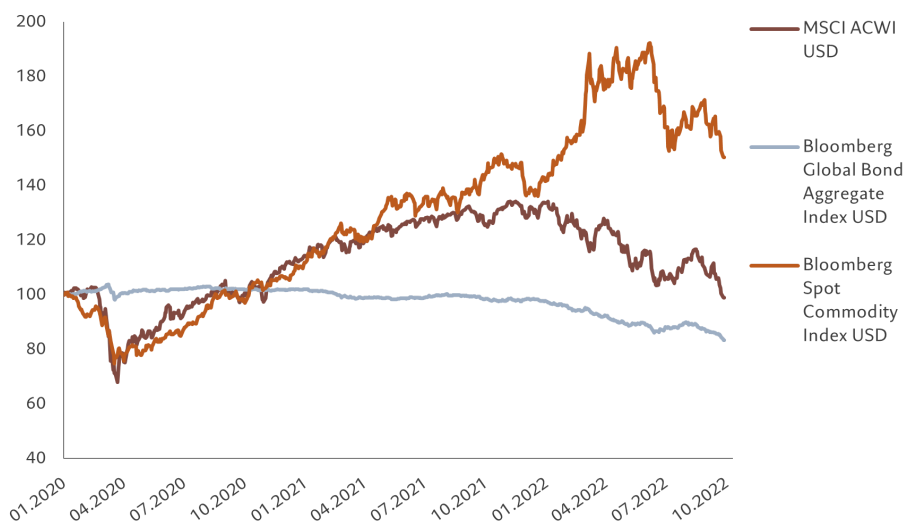
Les actions et les obligations ont terminé le mois de septembre en forte baisse, les banques centrales du monde entier, sous l'impulsion de la Fed, continuant de relever les taux d'intérêt dans le but de contenir une inflation qui se maintient à des niveaux plus observés depuis les années 1980. Les baisses qu'ont connues les bons du Trésor américain et l'indice S&P 500 au cours du mois ont porté leur recul depuis le début de l'année à 17% et 25%, respectivement.

Selon notre analyse, avec de telles chutes, un portefeuille équilibré réparti de façon équilibrée entre des actions et des obligations américaines a enregistré sa plus forte perte en plus d'un siècle en cédant environ 21% depuis le début de l'année.

Les deux corrections du mois de septembre sont survenues alors que les pressions inflationnistes sont restées élevées en Europe et aux États-Unis, que les banques centrales, y compris la Fed, la Banque d'Angleterre et la BCE, relevaient les taux d'intérêt, et que les analystes continuaient de réduire les prévisions de bénéfices des entreprises.

Des données de Factset ont montré que les analystes ont réduit les prévisions de bénéfices trimestriels des sociétés du S&P 500 de 6,6% en moyenne, la hausse des coûts des intrants continuant de comprimer les marges.

FIG. 5: Manque de refuges
Obligations, actions et matières premières. Évolution du marché depuis le 01.01.2020, en USD.



Source: Refinitiv Datastream, Pictet Asset Management. Données couvrant la période allant du 01.01.2020 au 27.09.2022.

Les marchés obligataires ont souffert à l'échelle mondiale, compte tenu de la poursuite du durcissement des politiques monétaires, le rendement des titres de référence américain à 10 ans ayant grimpé jusqu'à 4%, marquant le premier franchissement de ce seuil depuis 2010.

Le marché des gilts britanniques a été, de loin, le marché obligataire le plus volatil. Ces titres ont vu leurs rendements fluctuer de près de 100 points de base en deux jours de négociation, les investisseurs réagissant au plan du gouvernement visant à financer de nouvelles réductions d'impôts sur le revenu

grâce à des emprunts supplémentaires. Le rendement sur le titre à 30 ans a grimpé jusqu'à un record vieux de trois décennies en dépassant les 5%, ce qui a poussé la banque centrale à lancer en urgence une opération d'achat d'obligations.

Sur les marchés des changes, le dollar américain a poursuivi sa hausse, engrangeant notamment des gains particulièrement élevés face à la livre sterling et au yen japonais. Fin septembre, la devise britannique a crevé un plancher historique par rapport au billet vert avant de se redresser légèrement, tandis que la chute précipitée du yen a poussé la Banque du Japon à vendre une partie de ses réserves de dollars sur les marchés des changes afin de freiner la baisse.

05 En bref

BAROMETER OCTOBRE 2022

Allocation d'actifs

Nous maintenons notre sous-pondération des actions en raison de l'incertitude économique. Nous relevons les obligations avec une préférence pour les bons du Trésor américain et leur statut de valeur refuge.

Secteurs et régions des actions

Nous réduisons les actions britanniques de surpondérer à neutre et, sur le plan sectoriel, l'industrie et l'immobilier de neutre à sous-pondérer.

Obligations et devises

Nous percevons une valeur attractive dans les bons du Trésor américain, mais nous restons prudents vis-à-vis des obligations souveraines de la zone euro compte tenu de la hausse de l'inflation.

Les informations, opinions et estimations contenues dans le présent document reflètent un jugement à la date originale de publication et sont soumises à des risques et incertitudes susceptibles d'entraîner des résultats effectifs très différents de ceux qui sont décrits dans le présent document.

Par



Pictet Asset Management Strategy Unit.