

OUTLOOK S2 2021

LES 10 FACTEURS CLÉS DE LA REPRISE

Alors que la menace économique de la crise de la Covid-19 s'éloigne et que les économies se redressent, quels sont les facteurs clés que les investisseurs doivent surveiller ? Lors d'une conférence de presse tenue à Paris le mercredi 30 juin, Florence Barjou, CIO de Lyxor Asset Management, et Jeanne Asseraf-Bitton, Responsable Mondiale de la Recherche Marchés, ont décrypté les 10 facteurs clés qui détermineront le rythme de la reprise et leurs implications pour les investisseurs.

1. Les matières premières et les perspectives de croissance

La conjonction des programmes de relance économique et l'atténuation de la pandémie ont créé un environnement favorable à la croissance économique. Si l'attention s'est surtout portée sur les États-Unis, la dynamique devrait se déplacer vers les pays européens au second semestre.

Une ombre au tableau est la propagation du variant Delta, hautement contagieux, qui est maintenant présent dans 80 pays, avec une récente augmentation en Afrique, en Russie, au Portugal et au Royaume-Uni. Il deviendra probablement la souche dominante aux États-Unis et en Europe.

La bonne nouvelle est que les vaccins semblent protéger contre les infections graves, même si la propagation du variant Delta pourrait retarder la réouverture des économies, en particulier sur les marchés en développement.

Les matières premières offrent également un tableau mitigé. Les métaux de base, qui se sont fortement redressés au premier semestre, ont fléchi en raison de l'incertitude liée au variant Delta. L'OPEC + augmentera probablement l'offre de pétrole avec prudence, ce qui permettra aux prix du pétrole de rester stables. La durée du boom des matières premières déterminera également la pérennité de l'inflation.

2. Sommes-nous à l'aube d'un nouveau régime d'inflation ?

Les récents chiffres de l'inflation ont effrayé les investisseurs, en particulier aux États-Unis où le dernier chiffre global a atteint 5 %, le plus élevé depuis un quart de siècle. Même si l'on exclut les effets de base dus notamment au rebond des prix du pétrole, les chiffres de l'inflation sont généralement supérieurs aux objectifs des banques centrales.

Cela a conduit les investisseurs à se demander si la tendance de l'inflation est transitoire.

Une grande partie de la pression inflationniste a été liée à la hausse des prix des matières premières, comme le prix du pétrole, mais cette hausse devrait s'estomper au deuxième trimestre.

Un autre facteur de la hausse est le prix des loyers, qui est lié au boom du logement et qui pourrait avoir un effet plus durable.

Enfin, la variable clé à surveiller est celle des salaires. Les augmentations de salaires ont été modestes jusqu'à présent, mais des données anecdotiques suggèrent que nous verrons une augmentation des salaires, car les entreprises sont obligées de proposer des offres plus attrayantes pour embaucher ou retenir leurs employés.

D'un point de vue structurel, nous pensons qu'il est encore prématuré de parler d'un changement de régime d'inflation. Même si la dépense potentielle de l'épargne accumulée pendant la crise, les programmes de relance massifs et les atteintes à la mondialisation sont des facteurs inflationnistes, nous pensons que la persistance des écarts d'emploi et de croissance, l'augmentation de la productivité et le fait que le cycle de politique monétaire soit proche de son pic, vont probablement limiter la hausse des salaires.

OUTLOOK S2 2021

Sur cette base, notre scénario central est celui d'une inflation transitoire, avec une stabilisation de l'inflation américaine autour de 2,5%.

3. Les banques centrales sont-elles en retard sur l'inflation ?

Cette question a clairement ébranlé les marchés ces dernières semaines. Après plusieurs décennies de lutte contre la déflation, les investisseurs craignent maintenant que les banques centrales ne soient complaisantes vis-à-vis de l'inflation et ne laissent celle-ci échapper à tout contrôle.

Les banques centrales tolèrent de plus en plus des taux d'inflation plus élevés, ce qui est désormais inscrit dans leur cadre de politique monétaire, notamment celui de la Fed.

Dans l'ensemble, les politiques monétaires ultra-accommodantes, les programmes de relance keynésiens, le boom économique aux États-Unis et la complaisance possible des banques centrales forment un cocktail dans lequel l'inflation transitoire pourrait devenir permanente.

Ce n'est pas notre scénario central, mais il est apparu comme un nouveau scénario de risque potentiel que nous n'avions pas il y a six mois. Comme en témoigne l'histoire récente, il ne peut y avoir de fin heureuse lorsque les banques centrales ne parviennent pas à contenir l'inflation, car cela se traduit souvent par des hausses de taux brutales.

Cependant, nous sommes encouragés par les dernières déclarations de la Fed, qui ont été interprétées comme *hawkish* par les marchés : nous pensons plutôt que la Fed s'est montrée disposée à adapter sa position en trouvant un équilibre entre croissance et nécessité de contenir l'inflation.

4. Qu'en est-il du mur de la dette des entreprises ?

L'endettement a bondi pendant la crise de la Covid-19, les entreprises ayant emprunté massivement pour rester à flot. Toutefois, le risque de crédit reste mesuré, soutenu par l'afflux de liquidités, le soutien public et la reprise cyclique.

Toutefois, si les taux d'intérêt devaient s'envoler, le secteur des entreprises pourrait être mis sous pression, en particulier les entreprises qui étaient déjà fragiles avant la pandémie. Mais une inflation qui resterait modérée, accompagnée d'une normalisation monétaire progressive, serait favorable, rendant le service de la dette des entreprises gérable selon nous.

5. De la politique monétaire à la politique fiscale

Les banques centrales ont fait d'énormes efforts pour soutenir les marchés obligataires depuis 2020 afin de contrer le choc économique induit par la Covid.

La Banque du Japon, par exemple, détient près de la moitié du marché des obligations souveraines japonaises, tandis que dans la zone euro, la BCE en détient près de 35%. Les États-Unis ont été un peu moins agressifs, avec 25 %.

Les banques centrales n'ont cessé d'appeler les gouvernements à prendre le relais et à renforcer leurs programmes de relance budgétaire, et les États ont finalement répondu à l'appel : la part de la relance budgétaire accélère à partir de faibles niveaux, avec une impulsion positive massive en 2020 et 2021, sous l'effet du plan de sauvetage américain Covid de 5 milliards de dollars.

OUTLOOK S2 2021

6. La croissance des bénéfiques est-elle durable ?

Les investisseurs s'intéressent désormais au dénouement des plans de relance budgétaire et se demandent notamment si les hausses d'impôt actuellement débattues pour financer les programmes d'infrastructure et de soutien aux familles de Biden sont susceptibles de réduire les bénéfices des entreprises à partir de 2022. Nous pensons que les hausses d'impôt sur les sociétés resteront modérées, pouvant éroder les bénéfices des entreprises du S&P 500 entre 3 % et 10 % l'année prochaine, la rapidité avec laquelle ces hausses seront mises en œuvre ainsi qu'une croissance économique vigoureuse en 2021 et 2022 étant susceptible de tempérer l'impact de la hausse de la fiscalité.

7. Quelles sont les perspectives concernant l'Euro et le Dollar ?

Nous avons une position neutre sur l'EURUSD car aucune des deux monnaies ne bénéficie d'arguments de soutien plus convaincants que l'autre. Toute hausse de taux future est plus susceptible de venir de la Fed, ce qui favoriserait le dollar, qui conserverait son statut de valeur refuge mondiale.

D'autre part, une forte reflation en Europe favoriserait les flux de capitaux vers l'Europe, ce qui stimulerait l'euro. Mais la montée des incertitudes politiques, avec les prochaines élections en Allemagne et en France, pourraient peser sur la monnaie unique.

8. Les actions européennes sont-elles bon marché par rapport aux actions américaines ?

Les actions européennes ont longtemps été perçues comme étant moins chères en termes relatifs que les actions américaines. En regardant de plus près les métriques, ce n'est plus le cas : les ratios P/E en Europe affichent une décote de 17% par rapport à leurs pairs américains, en ligne avec la moyenne à long terme.

Les ratios cours/flux de trésorerie sont un peu plus élevés, en raison de la nature structurellement plus suette à la déflation de l'économie de la zone euro par rapport à celle des États-Unis, l'Europe affichant un retard en termes de croissance nominale depuis plusieurs années.

Seul un rattrapage structurel de l'Europe justifierait une valorisation plus élevée des actions européennes, mais il est un peu trop tôt pour cela. L'Europe reste néanmoins attractive dans notre scénario central en raison du thème de la reflation.

9. Où en est-on de la rotation sectorielle ?

La rotation en dehors des valeurs de croissance vers les valeurs de rendement a été un moteur essentiel de la performance des portefeuilles depuis le début de la crise de la Covid-19 en mars 2020.

Toutefois, elle a perdu un peu de son élan au cours des deux derniers mois. Pas un seul secteur en Europe n'a une valorisation inférieure à sa moyenne des 15 dernières années.

Si le thème de la valeur s'est épuisé au niveau macro-économique, il n'en reste pas moins un thème intéressant à explorer dans une perspective plus granulaire de sélection de titres. En effet, nous pensons qu'il est encore trop tôt pour anticiper une fin de cycle. Dans notre scénario central, nous constatons que l'activité reste soutenue, avec une reprise qui commence à se déplacer de l'industrie vers les services, et que l'Europe est prête à bénéficier pleinement du prochain cycle de reflation, après la Chine à la fin de 2020 et les États-Unis plus tôt cette année.

OUTLOOK S2 2021

10. Le Bitcoin est-il un nouvel eldorado ?

Le bitcoin a connu une volatilité massive, jusqu'à 8 fois supérieure à celle des actions américaines. Il a atteint un pic en avril à environ 52 000 €, pour retomber à 30 000 € en juillet. Il ne se comporte guère comme une valeur refuge, telle que l'or. Sa forte volatilité est associée à des attributs de diversification faibles, tout en ayant une faible liquidité.

Les banques centrales ne font pas confiance au bitcoin. Dans le même temps, elles développent leurs propres crypto-monnaies, et inévitablement, le bitcoin (et les autres monnaies numériques) vont commencer à être soumis à une réglementation de plus en plus lourde. La Chine a notamment déclaré qu'elle arrêterait 90 % de l'activité minière du bitcoin sur son territoire, pour des raisons manifestement environnementales (l'extraction du bitcoin consomme une énorme quantité d'énergie), ce qui pourrait avoir un impact important, la Chine représentant plus de 70 % de l'activité minière mondiale. Il pourrait toutefois y avoir une éclaircie : certains observateurs affirment que le bitcoin, s'il ne peut être considéré comme une monnaie, pourrait servir d'actif de stockage, utilisé pour stocker de la valeur. Mais ses pouvoirs limités de décorrélation et de diversification nous incitent encore à la prudence.

Conclusion : Quelles implications pour l'allocation de portefeuille ?

Nous maintenons un positionnement long sur les actifs risqués, bien que moins agressif qu'en début d'année en raison du rallye en cours sur les marchés financiers.

Le thème de la reflation est toujours d'actualité, notamment en Europe, où nous constatons une légère accélération de la croissance et des prix, ce qui nous incite à surpondérer les actions européennes, qui bénéficieront également d'une dynamique positive de croissance des bénéfices des entreprises.

En raison de la normalisation progressive attendue de la politique monétaire, les taux d'intérêt à long terme devraient augmenter, ce qui nous amène à sous-pondérer la plupart des catégories d'actifs obligataires. Nous recommandons une légère surpondération de l'or à titre de couverture, en raison du fort biais actions de nos portefeuilles.