

Regarder au-delà des investissements à grande échelle

CIO outlook

Fabiana Fedeli, Directrice des gestions actions et diversifiée

Juin 2022

La valeur des investissements peut fluctuer et ainsi faire baisser ou augmenter la valeur des actifs. Les investisseurs peuvent donc ne pas récupérer leur placement d'origine. Dès lors que les performances passées sont indiquées, veuillez noter que celles-ci ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. Les opinions exprimées dans le présent document ne sauraient en aucun cas constituer des recommandations, des conseils ou des prévisions.

Une correction déjà bien avancée, mais de nouvelles turbulences se profilent

Ces dernières semaines n'ont pas été faciles pour les marchés financiers, mais nous observons depuis peu quelques signes d'apaisement. La chute est-elle terminée ou va-t-elle se poursuivre ? Nous pensons que l'essentiel de la correction des marchés est derrière nous, mais de nouvelles turbulences sont probables car les risques baissiers persistent. Deux questions essentielles se posent : quelles sont les tendances déjà intégrées par les marchés et comment les investisseurs doivent se positionner face à la diversité des issues possibles ?

Début avril, nous avons publié une note intitulée « La complaisance du marché ». Nous avons averti nos clients que les marchés étaient trop indulgents et ne tenaient pas compte des risques à venir. Nous pensons notamment que le risque d'une érosion potentielle de la demande - due à l'augmentation des pressions inflationnistes - n'a pas été intégré par les intervenants de marché. Compte tenu des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, de l'éventualité d'une erreur de pilotage des politiques des banques centrales et de l'impact de la politique « zéro COVID » en Chine, nous pensons que les prévisions de croissance devaient être revues à la baisse.

Les premiers signes d'un fléchissement de la demande

Des signes d'affaiblissement de la demande sont visibles depuis un certain temps. La confiance des ménages au Royaume-Uni, en zone euro et aux États-Unis se détériore depuis 2021, période à laquelle les États ont commencé à retirer les aides financières visant à lutter contre l'impact de la COVID.

Malgré la demande des foyers américains, qui a relativement bien résisté jusqu'à présent, des fragilités ont commencé à apparaître. Par exemple, la demande d'essence aux États-Unis est bien inférieure à la moyenne

de l'offre pré-COVID sur cinq ans, ce qui témoigne très probablement d'une remontée du prix des carburants.

Dans le même temps, dans le secteur manufacturier, l'indice PMI global est inférieur à 50 (indiquant une contraction de l'activité), tandis que les nouvelles commandes sont tout juste en territoire d'expansion. Même les États-Unis ne sont pas épargnés puisque les indicateurs avancés relatifs à l'activité des entreprises (comme l'Indice des directeurs d'achats et les commandes moins les stocks publiés par l'ISM) sont orientés à la baisse.

Plutôt positive, la saison des résultats du premier trimestre pourrait être trompeuse

La saison des résultats du premier trimestre a été relativement bénigne. Ce n'est pas le cas en ce qui concerne les bénéfiques, les indices NASDAQ et MSCI Emerging Markets ayant vu moins de 50 % des entreprises dépasser les prévisions de bénéfiques. En revanche, les recettes ont été meilleures que prévu, la majorité des entreprises ayant dépassé les prévisions de ventes sur les principaux marchés régionaux.

Il ne faut pas en déduire que la demande restera forte. Le premier trimestre a été très largement regardé dans le rétroviseur. Pour évaluer la direction que prendront les choses, il est utile de creuser un peu plus loin et de regarder au-delà des grands chiffres.

Lorsque l'on écoute les dirigeants des entreprises sur leurs attentes pour 2022, le tableau n'est pas aussi positif, et c'est ce que nous devons surveiller dans les résultats du prochain trimestre.

Aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe continentale, nous avons entendu un certain nombre d'entreprises observer que les consommateurs commencent à réduire leurs achats, qu'ils sont de plus en plus sensibles aux promotions et qu'il y a des signes

précurseurs d'un ralentissement de la demande de biens de consommation durables.

Finie la complaisance sur les marchés ?

Depuis le début du mois d'avril, nous avons assisté à une chute importante des bourses et à une hausse des rendements obligataires. Toutefois, ces dernières semaines, les marchés actions ont opéré un rebond hésitant et les rendements obligataires ont baissé. Peut-on en déduire que toutes les mauvaises nouvelles sont déjà prises en compte dans les cours ? Notre réponse est la suivante : « en partie, mais pas toutes, et cela dépendra de la gravité de l'actualité à venir ». Une grande partie de la correction des cours est déjà derrière nous, mais des risques de baisse subsistent, en particulier sur les marchés actions.

Après la chute des cours en avril et début mai et compte tenu du pessimisme ambiant, les marchés seront forcément plus sensibles aux nouvelles positives. Il pourra s'agir d'une résolution même partielle de la guerre en Ukraine, d'un ralentissement de l'inflation ou d'une plus grande prudence des banques centrales en matière de resserrement monétaire. Le récent rebond des marchés actions tend à montrer des signes allant en ce sens. Les marchés obligataires ont également bénéficié des craintes entourant la croissance, lesquelles ont pris le dessus sur les perspectives d'un renforcement des pressions inflationnistes et d'un resserrement des politiques des banques centrales.

Toutefois, des risques subsistent : des sanctions supplémentaires imposées à la Russie, par exemple sur le gaz naturel, une destruction de la demande entraînant une récession et un durcissement potentiellement excessif des politiques monétaires des banques centrales qui cherchent à trouver un juste milieu entre inflation et croissance, et surtout, l'impact que tout cela peut avoir sur les bénéfices des entreprises. La question centrale est : parmi tous ces facteurs, quels sont ceux intégrés dans les cours de bourse ? Les observateurs évoquent de plus en plus une situation stagflationniste, voire une récession, et nous avons même entendu parler de dépression et d'un événement de crédit rappelant celui de 2008. Selon nous, les cours intègrent une détérioration des perspectives et un ralentissement significatif de la croissance. Des baisses de cours sont encore possibles, notamment pour certaines actions dont les valorisations restent élevées ou dont la baisse des bénéfices n'a pas encore été prise en compte.

Une récession significative, prenant sa source en Europe et occasionnée par de nouvelles sanctions sur le gaz naturel, entraînerait un repli supplémentaire, en particulier sur les marchés actions. Une dépression ou un effondrement des marchés du crédit comme en 2008, lorsque les entreprises et les ménages avaient du mal à

rembourser leurs dettes, ne sont pas anticipés et ne constituent pas notre scénario central. Autrement dit, un rebond potentiel des marchés dépendra des données publiées et de l'actualité, et pourrait être de courte durée.

Dans le cadre de nos stratégies diversifiées, au cours de la première quinzaine de mai et après la correction des cours, nous avons donc décidé de revenir à un niveau neutre sur la durée sur les actions (que nous sous-pondérions auparavant). Notre position neutre est fondée sur le fait qu'une cession significative vient d'avoir lieu et que des risques subsistent. Nous restons globalement prudents et sélectifs et conservons une trésorerie plus importante que d'habitude. Selon nous, le marché n'est pas propice à prendre des positions directionnelles excessives. L'idée consiste plutôt à préserver le capital et à attendre des opportunités plus attractives.

Au sein des actions, nous avons profité de la volatilité du marché en achetant de manière sélective certains titres qui ont fortement chuté, notamment après l'annonce des bénéfices. Nous avons repris certains de ces titres, mais nous avons été très sélectifs dans nos choix étant donné l'incertitude à venir. Les grandes disparités de résultats au sein d'un même secteur nous rappellent qu'il faut faire preuve de prudence. Les valeurs technologiques dans le monde entier ont offert des opportunités intéressantes.

Nous avons beaucoup évoqué l'évolution de la corrélation entre les actions et les obligations. Selon que la croissance ou l'inflation sont au premier plan des préoccupations des investisseurs obligataires, nous pourrions voir les deux classes d'actifs évoluer dans des directions opposées ou similaires. Si l'on compare les rendements, les actions semblent encore manifestement bon marché par rapport aux obligations. Cependant, tout dépendra des futures perspectives de bénéfices. Comme nous l'avons déjà mentionné, alors que la saison des résultats relativement favorable est derrière nous, un nombre accru d'entreprises pourraient voir leurs résultats s'effriter.

Se positionner dans un environnement volatil

Dans cet environnement, et compte tenu des incertitudes à venir, nous pensons que le positionnement le plus judicieux consiste à façonner un portefeuille diversifié entre différentes classes d'actifs, notamment les actions, les obligations, les matières premières et les actifs réels. Sur le front des classes d'actifs, la sélection est essentielle. L'alpha ne peut venir que de la sélection. Ce n'est pas un marché pour les investissements à grande échelle. En investissant au niveau des entreprises, il est important de privilégier celles possédant un fort pouvoir de fixation des prix et des bilans solides, capables de mieux résister à l'environnement inflationniste et à la hausse des taux. Sur le segment actions, nous continuons à privilégier les thèmes à long terme qui vont selon nous perdurer et

bénéficieront de nouveaux investissements, indépendamment des vicissitudes des perspectives macroéconomiques, comme les infrastructures et les titres des entreprises bas-carbone.

