

Revue mensuelle d'investissement

Vision globale

Classe d'actifs	--	-	=	+	++
Liquidité				+	
Obligations		-			
Actions		-			
Alternatifs			=		

Régime macroéconomique de long terme. Vers des cycles plus courts et plus heurtés que dans les décennies passées. Les déséquilibres, la dette, la rigidité/résistance de l'inflation et la géopolitique plaident en faveur d'une plus grande cyclicité et de variations dans les cycles économiques

Les conditions financières vont continuer de se resserrer. Après un plateau au T4 2021, la liquidité mondiale a commencé à se contracter en 2022. La hausse des prix du pétrole et les sanctions à l'encontre de la Russie (qui exercent une pression sur les bilans des banques européennes) renforcent l'action des banques centrales

La stagflation devient le scénario de base en 2022. En définitive, un atterrissage en douceur reste possible aux États-Unis. L'Europe a peu de chances d'échapper à la récession, comme la Chine, si elle ne met pas rapidement en œuvre une forte impulsion budgétaire

La géopolitique revient en force. Les guerres sont perturbatrices et finalement inflationnistes. Elles entraînent une prime de risque plus élevée pour les marchés financiers

Flux de capitaux erratiques. La volatilité accrue des actifs et l'élargissement des spreads de crédit ont entraîné des ventes forcées. Les marchés montrent des signes de survie. La peur grandissante est palpable mais on n'entrevoit pas encore de capitulation

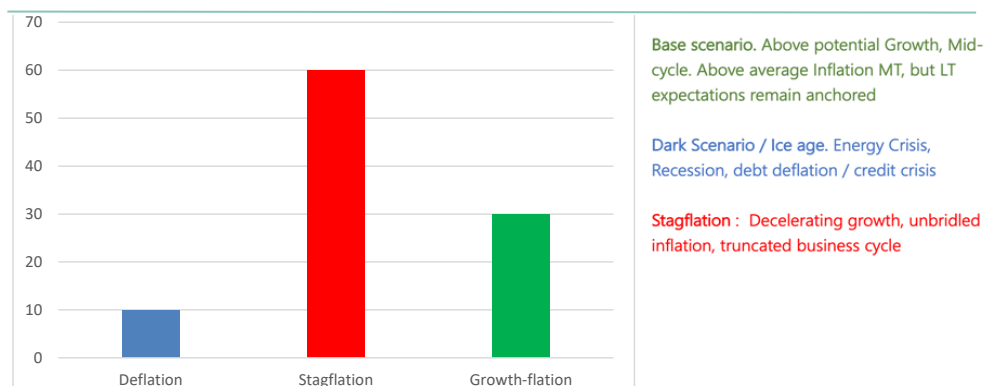
Corrélation instable entre actions et obligations, mais pas de changement décisif de régime. Le régime de longue date des taux réels négatifs est de plus en plus mis à l'épreuve. Les risques d'un atterrissage brutal redonnent de l'attrait aux actifs riches en duration

Une succession de périodes de risk-off / on se poursuit. On oublie l'investissement basé sur le bêta, car une méchante combinaison de facteurs fondamentaux va se poursuivre les prochains trimestres. A moins que « quelque chose » ne se brise entre-temps...

Un mauvais karma - Ces dernières années, le monde n'a manifestement connu aucun répit. Les périls se sont succédé à un rythme sans précédent. Une pandémie persistante, des troubles institutionnels aux États-Unis, l'invasion de l'Ukraine et la flambée des prix des matières premières/pénuries. L'alignement malsain d'événements tragiques atteint désormais un niveau critique. Le contexte mondial est devenu plus hostile à la croissance et aux marchés financiers.

Il faut maintenant se rendre à l'évidence : la stagflation va persister cette année et même l'année prochaine. C'est un environnement particulièrement difficile pour les grandes banques centrales, qui sont tiraillées entre deux objectifs contradictoires : contrôler le dérapage des prix (que plus personne ne conteste) mais protéger la croissance. Après avoir délibérément retardé le resserrement de leurs politiques monétaires, les marchés les obligent à accélérer leurs rythmes. Dans ce contexte, les risques de récession mondiale continuent d'augmenter. Nous les estimons désormais à 50% au cours des 12 prochains mois. Il est peu probable que l'Europe y échappe, tandis que les États-Unis et la Chine ont encore une chance d'atterrir en douceur.

Stagflation pure et simple



Source : Bloomberg

Hormis le cas particulier de la Chine, les prix immobiliers surgonflés, vecteur majeur de l'effet de richesse, résistent bien pour l'instant à la hausse des taux d'intérêt. Pour combien de temps, sans que cela n'alerte sérieusement nos grands décideurs, et ne complique leur volonté affichée de normaliser les politiques monétaires ?

La situation économique de la Chine inquiète. Sérieusement. L'immobilier résidentiel et la politique du zéro-covid pèsent sur les perspectives à court terme. Le timide rebond du crédit, orchestré par la banque centrale, ne profite pas au secteur privé. En l'absence d'une relance budgétaire beaucoup plus prononcée et rapide, la croissance va dangereusement ralentir. Un train de mesures de relance devrait intervenir rapidement, étant donné l'imminence du 20e congrès du parti en novembre, qui présente un intérêt politique pour les dirigeants. L'inflation restera à un niveau inconfortable en 2022 et 2023 pour les banques centrales, les consommateurs et les politiciens. La probabilité que la stagflation se transforme en récession a considérablement augmenté

Conclusion sur l'allocation d'actifs - Les signes de fissures se multiplient. La fébrilité des marchés des taux d'intérêt a désormais atteint aussi les marchés des actions et des devises. L'immense pression - à la baisse - exercée sur le Yen reflète d'une part l'inanité de la politique monétaire extrême menée par la BoJ, mais aussi les lacunes de la coordination internationale. La fièvre des prix agricoles et l'extrême vigueur du dollar, en pleine phase de resserrement monétaire, mettent à mal les pays émergents endettés et grands importateurs de matières premières. Les doutes sur leur solvabilité vont s'accroître. L'enracinement de l'inflation, plus grave et plus profond que ce que l'on pensait en début d'année, (re)pose la question des régimes d'investissement et de la corrélation entre grandes classes d'actifs.

Le pic de l'USD n'est pas loin

- Il est difficile d'aller à l'encontre du renforcement actuel du dollar compte tenu de la révision continue des anticipations des Fed Funds. Nous déconseillons d'extrapoler trop loin les tendances actuelles. La Fed n'a peut-être que débuté son cycle de hausse, mais de très nombreuses hausses ont déjà été anticipées. De plus, le DXY est surévalué selon les différents modèles de valorisation. En outre, de nombreuses nouvelles négatives ont été intégrées à l'euro.

L'USD continue d'être fort et semble en bonne voie pour tester une nouvelle résistance à court terme. La guerre en Ukraine s'éternise et ses effets économiques se feront sentir à l'échelle mondiale. Le FMI a revu à la baisse la croissance mondiale pour 2022 et significativement relevé ses prévisions d'inflation pour les économies avancées et émergentes. L'accent est mis sur l'agressivité du cycle de resserrement de la Fed. Les marchés anticipent désormais des Fed Funds à 2,60% en fin d'année. Les responsables de la Fed sont hawkish, avec une hausse de 50pbs en mai du taux de référence, suivie de plusieurs hausses de 50pbs. Cette révision constante de la Fed est un moteur clé de la force de l'USD. Le pic d'agressivité de la Fed pourrait marquer le sommet de l'USD. Les cycles de resserrement passés montrent que le DXY a tendance à baisser après la 1ère hausse. Bien sûr, chaque cycle est différent et, bien qu'une Fed plus agressive soit à l'origine du rebond de l'USD, il existe d'autres facteurs.

L'importante révision des Fed Funds a soutenu le DXY



Source : Bloomberg

Deux moteurs concernent l'EUR et le JPY. Premièrement, le conflit en Ukraine a pesé plus lourdement sur l'euro que sur toute autre devise du G10 en raison de la plus grande exposition de l'UE à l'économie russe, en particulier sa dépendance au pétrole et au gaz. Les sanctions internationales auront un effet plus négatif sur la croissance de la zone euro, et les effets inflationnistes de la réduction de l'exposition au pétrole et au gaz russes seront plus aigus. Les responsables de la BCE continuent de parler d'une hausse des taux cette année compte tenu d'une inflation élevée. La réélection du président Macron a réduit une source de risque politique, mais la monnaie unique continue de faiblir. Toute résolution positive du conflit en Ukraine soutiendra un rebond de l'EUR vers 1,10-1,12 à court terme. Mais, du même coup, une extension ou une escalade du conflit pourrait également voir l'EUR passer sous les 1,05, surtout si la BCE devait abandonner son enthousiasme pour les hausses de taux.

Deuxièmement, l'engagement de la BoJ à maintenir le plafond des 0,25% sur les taux des obligations d'État à 10 ans a conduit à un écart grandissant avec les États-Unis. La BoJ a confirmé qu'elle était à l'aise avec la faiblesse actuelle du yen pour atteindre son objectif d'inflation. À moins que la BoJ n'abandonne sa politique de contrôle de la courbe des taux ou n'élargisse la bande de fluctuation, les deux étant peu probables, le yen devrait rester faible.

Un exercice délicat - La rhétorique de la Fed pointe vers plusieurs hausses de 50pbs - Le président de la Fed, Powell, défend une hausse de 50pbs lors de la réunion de mai. Pendant ce temps, la rhétorique globale de la Fed suggère des hausses successives de 50pbs. Le marché prévoit près de 4 hausses consécutives de 50pbs lors des réunions de mai, juin, juillet et septembre.

Bien qu'il ne veuille pas faire de commentaires sur les anticipations du marché, Powell a attiré l'attention sur les minutes de la réunion de mars qui montraient déjà que de nombreux membres du FOMC prévoient une ou plusieurs hausses de 50pbs dès les prochaines réunions. Il a ajouté que les marchés réagissaient de manière appropriée. La communication de la Fed pointe vers une série de hausses de taux de 50pbs lors des prochaines réunions. En effet, les responsables de la Fed semblent unis pour ramener les Fed Funds à la neutralité d'ici la fin d'année. Étant donné qu'en mars la Fed estimait le taux neutre à 2,4%, cela implique des hausses de taux à chaque réunion pour le reste de 2022. Le taux US à 10 ans est correctement valorisé. L'un des risques pour la Fed vient du marché immobilier. Le taux hypothécaire à 30 ans a atteint son plus haut niveau depuis 2011. L'activité immobilière ralentit en réponse à des taux nettement plus élevés.

La faiblesse du yen est-elle à l'origine de la volatilité du marché obligataire ? - Le JPY a chuté à son plus bas niveau en 20 ans et est l'une des devises les moins performantes cette année. Une grande partie de cette faiblesse a été déclenchée par l'élargissement du différentiel des rendements obligataires reflétant l'orientation opposée des politiques monétaires de la Banque du Japon et de la Fed. La première persiste avec sa politique ultra-laxiste tandis que la seconde souhaite un retour à la neutralité dès que possible. L'affaiblissement du JPY suscite des inquiétudes quant à la volatilité potentielle du marché du Trésor américain. Les investisseurs japonais sont d'importants détenteurs des bons du Trésor ayant dépassé la Chine en tant que plus grand détenteur étranger en 2019.

Classiquement, un JPY plus faible est bon pour la demande japonaise en actifs étrangers. Les détenteurs nationaux japonais d'actifs étrangers non couverts en bénéficieront certainement. Cependant, pour les nouveaux entrants dans le Trésor américain, il y a deux préoccupations : 1) Les investisseurs non couverts doivent identifier le point bas du JPY. Il est difficile et potentiellement coûteux de se tromper. Et 2) les investisseurs couverts trouvent le coût de la couverture élevé.

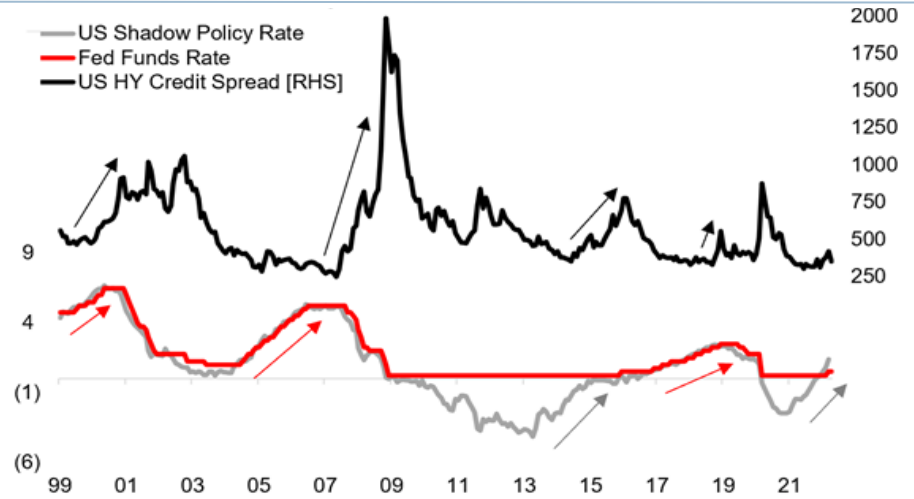
Les données récentes de la BoJ montrent que les investisseurs japonais ont réduit leurs avoirs nets en dette américaine depuis novembre avec plus de 3'000 milliards de yens de ventes nettes en février, le montant le plus important depuis avril 2020. Si la demande japonaise en Treasury s'affaiblit alors que la Fed réduit son bilan, cela pourrait avoir des implications significatives pour le marché obligataire américain. Cependant, d'autres sources de demande pourraient apparaître.

Aucun signe de fissure dans le High Yield, étonnamment - Le segment du HY a résisté jusqu'à présent - grâce à des fondamentaux solides - compte tenu d'un environnement complexe. La projection du taux de défaut de Fitch pour le US HY pour 2022 reste à 1,0% malgré l'augmentation du nombre de défaut en mars, à son plus haut niveau depuis juillet 2020.

Source : Bloomberg

Sa prévision par défaut pour 2023 reste à 1,0%-1,5%. L'une des raisons est que l'exposition à la Russie/Ukraine est faible et que les émetteurs ont renforcé leurs liquidités pendant la pandémie. En outre, la hausse des prix des matières premières offre un coup de pouce aux émetteurs liés à l'énergie, qui constituent le secteur le plus important (18%) du segment selon Markit iBoxx.

Spreads de crédit et Fed Funds



Source : Bloomberg

Cependant, un environnement inflationniste prolongé, une Fed plus hawkish et un ralentissement de la croissance économique pourraient stresser les émetteurs les moins bien notés et entraîner des défauts de paiement plus élevés que prévu en 2023. Certains premiers signes de risques croissants font surface. Les relèvements de notations surpassent toujours les dégradations dans le segment, mais l'écart s'est réduit. Les dégradations viennent d'atteindre leur plus haut niveau depuis plus d'un an.

Le segment de HY reste à La-La Land, tandis que d'autres parties du crédit ont déjà souffert. Le spread HY US s'échange à près de 375bps soit moins de 100bps d'écartement depuis le début de l'année. Depuis la GFC, chaque fois que nous avons subi un choc externe (crise de la dette européenne en 2012, crise pétrolière américaine en 2016, hausse des taux en 2018 et pandémie de covid en 2020), les spreads HY se sont fortement élargis pour s'échanger entre 550 et 850bps. Il semble que les investisseurs à la recherche de rendement ne pensent pas que le resserrement de la Fed s'applique à eux. En fait, l'histoire montre qu'elle s'applique beaucoup plus aux obligations HY qu'à toutes les autres, car cela resserrera les conditions financières. Il sera plus difficile pour bon nombre de ces sociétés notées HY de se refinancer avec de nouvelles dettes et/ou de rembourser des dettes existantes. Les prévisions de taux de défaut des agences de notation semblent irréalistes.

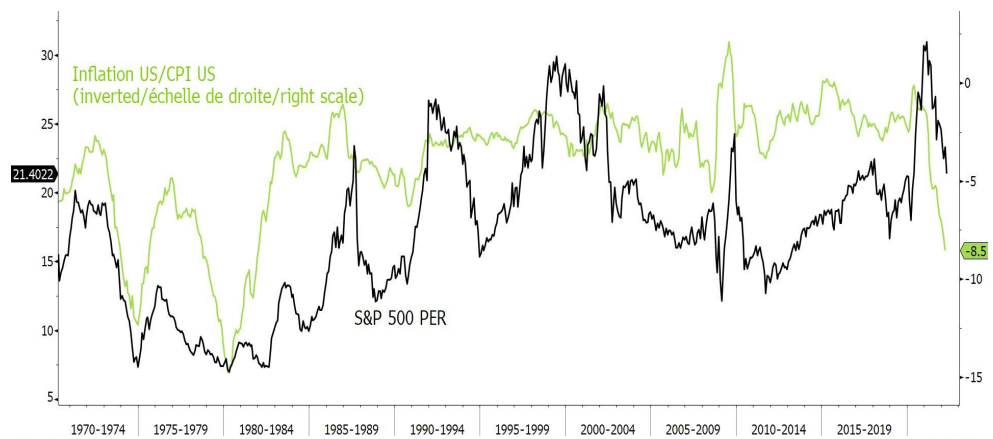
Les spreads de crédit de première qualité ont déjà escompté une partie du resserrement agressif à venir de la Fed. Le segment High Yield est à la traîne. Un net rattrapage interviendra.

Actions

La stagflation pèse sur les bourses - La contraction des liquidités se traduit par plus de volatilité. Le Covid, la guerre en Ukraine et l'urgence climatique offrent des opportunités nouvelles sur certains secteurs - Depuis février, tout s'est accéléré : la Fed, la guerre en Ukraine, l'inflation et la Chine avec le retour des confinements stricts pesant une nouvelle fois sur les chaînes d'approvisionnement globales.

Les deux moteurs pour une progression des bourses sont la hausse des multiples et/ou la hausse des bénéfiques par action. Le Covid, puis la guerre en Ukraine, poussent l'inflation, en raison d'un choc de l'offre, à des niveaux plus observés depuis le début des années 80. Ce nouveau régime inflationniste a été progressivement intégré par les bourses : depuis une année, les PE ratios des indices se sont contractés. Le PER du S&P 500 est passé de 31x à 21x. Dans la période hyperinflationniste des années 70, le PER du S&P 500 se situait entre 13x et 7x ! Il y a donc théoriquement un risque de contraction supplémentaire des évaluations boursières si une inflation élevée devait s'installer durablement. Nous ne pensons pas qu'on en arrivera là, mais ce qui est certain, c'est que ces prochains mois, les indices ne monteront pas grâce à une hausse des multiples.

Le PER du S&P500 s'est contracté de 30% en un an



Source : Bloomberg

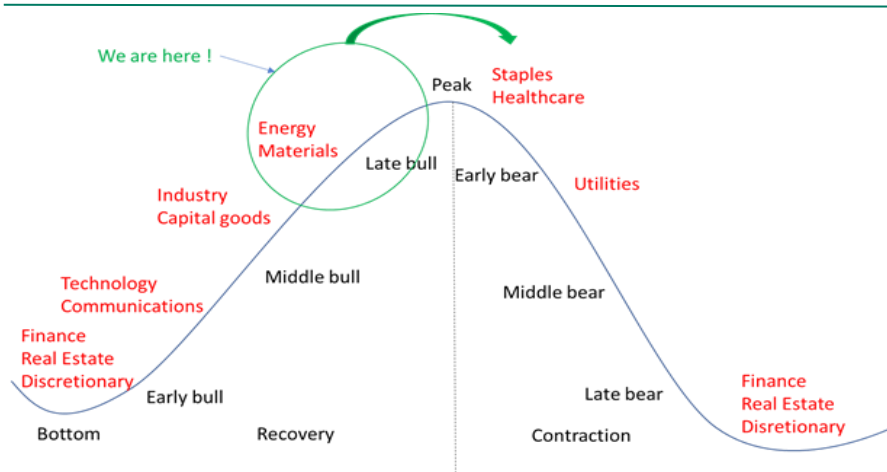
Quant à la progression des profits des sociétés, on ne va plus connaître les forts taux de croissance de ces dernières années comme les +22% en 2018 avec la réforme fiscale de Donald Trump et les +50% en 2021 avec la reprise économique post-Covid. Au 1T22, les profits du S&P 500 devraient croître de 6% et les analystes bottom-up attendent une hausse d'environ 10% en 2022 tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Malgré tout, on notera la forte résilience des revenus, des profits et des marges, qui devrait permettre d'éviter d'entrer dans un bear market; un scénario qui se fragilise.

Avec la remontée des taux d'intérêt, la prime de risque sur les actions - Equity Risk Premium - s'est réduite. Si l'on prend le modèle sur 14 ans, les actions sont à un niveau moins attrayantes tant en prenant le rendement des bénéfiques que celui des dividendes. Dans un cycle économique normal, l'allocation sectorielle se reporterait aujourd'hui vers les secteurs défensifs, consommation de base, santé, services publics, avec le début d'une normalisation de la politique monétaire de la Fed. C'est ce que nous faisons de manière progressive. Depuis quelques années, nous avons sous-pondéré structurellement les secteurs défensifs, à l'exception des valeurs de la santé durant le Covid, au profit des valeurs de croissance, Technologie, Communication, sociétés disruptives, jusqu'en septembre 2020, puis nous étions revenus sur le segment Value et les valeurs cycliques avec la commercialisation des vaccins Covid. Avec les perspectives d'un ralentissement économique, nous avons commencé à constituer des positions dans la consommation de base. La bonne nouvelle est l'inversion très brève de la courbe des taux d'intérêt qui ne valide pas le scénario d'une récession, d'un point de vue statistique.

Avec le Covid, la guerre en Europe et l'urgence climatique, nous ne sommes pas dans un cycle normal. Le Covid a montré aux pays développés sa forte dépendance aux chaînes de production asiatiques et la nécessité d'une réindustrialisation. Le choc US-Chine, avec Taïwan entre les deux, oblige à repenser les chaînes de production dans la technologie. La guerre en Ukraine a montré à l'Europe sa trop forte dépendance aux énergies fossiles russes et surtout sa faible capacité militaire. L'Europe a annoncé des investissements massifs dans sa défense, avec un changement majeur de doctrine. Pendant ce temps, l'urgence climatique va accélérer la transition énergétique. Les Etats-Unis sont dans une économie de "guerre" en investissant massivement dans la défense à destination de l'Europe et de l'Ukraine et augmentant considérablement ses exportations de gaz liquéfié vers l'Europe. Les sanctions occidentales à l'encontre de la Russie vont modifier la structure du marché mondial de l'énergie.

Actions

Cycle classique d'une allocation sectorielle



Source : PLEION

Les compagnies pétrolières et gazières vont gagner beaucoup d'argent

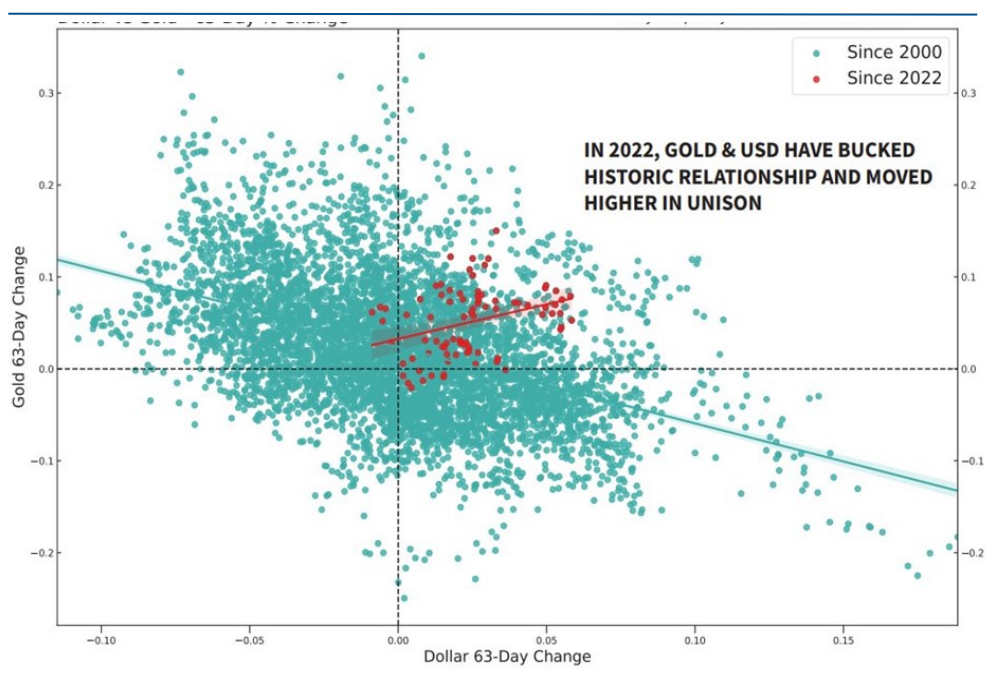
– L'invasion russe en Ukraine va changer le marché de l'énergie. A terme, l'Europe se passera des énergies fossiles russes, faisant perdre à la Russie son principal client. Le gaz reste la plus grande problématique pour l'Europe en raison de la complexité du transport. A court-moyen terme, il existe des alternatives avec les Etats-Unis, la Norvège et l'Afrique du Nord, en particulier l'Algérie et la Libye où l'Italie a d'excellents rapports, et plus tard avec le Qatar, l'Australie et le Japon. Quant à la Russie, la situation est complexe, car toute l'infrastructure, gazière principalement, est orientée de la Russie vers l'Europe. La Chine ne sera pas une option à court terme en l'absence d'infrastructure de transport. Puis, la Chine a besoin de garder des liens solides avec ses fournisseurs du Moyen-Orient et les producteurs du Golfe ne vont pas donner des parts de marché à la Russie.

Avec leurs énormes profits, les compagnies pétrolières et gazières vont favoriser les actionnaires par des rachats d'actions et une hausse importante des dividendes. Exxon Mobil a annoncé vouloir tripler son programme de rachats d'actions et Chevron le doubler. Au 1er trimestre 2022, Exxon et Chevron ont généré \$17 milliards de cash, alors qu'ils n'ont dépensé que \$6.9 milliards en investissements pour la production. Important dilemme pour Joe Biden qui veut adopter une politique environnementale verte, alors que les Etats-Unis doivent produire plus pour aider l'Europe et prendre une partie des parts de marché laissés par la Russie. Le changement majeur du marché mondial de l'énergie et le réarmement global entrent en conflit avec l'urgence climatique.

Métaux précieux à la croisée des chemins

- Les métaux précieux, l'or en particulier, ont tiré leur épingle du jeu parmi le carnage de ces dernières semaines et rempli leur rôle d'actifs décorrélés. Cette performance - positive - est encore plus remarquable compte tenu des vents contraires : un USD extrêmement fort et des taux, tant nominaux que réels, en très forte progression. Il n'empêche que, quelque part, l'or déçoit un peu. N'aurait-il pas dû « exploser » dans le contexte géopolitique dramatique qui prévaut depuis l'invasion de l'Ukraine et du risque nucléaire ? On s'approche de l'épilogue avec la volatilité qui a migré des obligations, aux actions, puis dernièrement aux monnaies !

L'USD contre l'or



Source : 3Fourteen Research



Contact en Suisse
PLEION S.A

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Geneva
 t +41 22 906 81 81

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
 t +41 22 906 81 50

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
 t +41 27 329 06 83

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Bern
 t +41 58 404 29 41

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
 t +41 27 329 00 30

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zürich
 t +41 43 322 15 80

info@pleion.ch ♦ www.pleion.ch

Contact au Luxembourg
BCB & Partners S.A. *

2A rue Jean Origer ♦ L-2269 Luxembourg
 t +352 262 532 0

info@bcblux.lu ♦ www.bcblux.lu

Contact à Monaco
PLEION (Monaco) SAM *

11 avenue de la Costa ♦ 98000 Monaco
 t +377 92 00 25 00

contact@pleion.mc ♦ www.pleion.mc

Contact à l'île Maurice
PLEION Investment Adviser Ltd

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter
 Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Baie 30529
 République de Maurice
 t +230 263 46 46

info@pleion.mu ♦ www.pleion.mu

Disclaimer - Ce document est uniquement à titre d'information et ne peut en aucun cas être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de PLEION SA.