



Marchés financiers

Quelles sont les perspectives pour la deuxième partie de l'année ?

L'économie mondiale sur le chemin d'une « grande reprise » : nouvelles opportunités et nouveaux défis



Il est désormais évident que la pandémie de la COVID-19 a balayé d'un revers de la main une série des grands principes de l'économie. Il y a tout juste un an, nous avons constaté, impuissants, que le virus plongeait soudainement l'économie mondiale dans la plus profonde récession qu'elle ait connue depuis près d'un siècle. Pourtant, aucun des indicateurs macro-économiques traditionnels ayant indiqué au fil de l'histoire l'arrivée d'une récession, ne s'était manifesté¹.

À mesure que les campagnes de vaccination atteignent (à leur rythme respectif) leur vitesse de croisière aux quatre coins du monde et grâce à des mesures de soutien monétaires et fiscales astronomiques, l'activité économique semble avoir enclenché le « mode reprise » un an après son coup d'arrêt. Toutefois, nous ne pouvons pas non plus vraiment parler d'une reprise cyclique 'classique'. Et pour cause, certains signes laissent déjà craindre une surchauffe de l'économie, surtout aux États-Unis, véritable fer de lance de la reprise.

Le retour en force de l'inflation

Cela fait plusieurs années que les pays développés semblent contrôler l'inflation. En effet, malgré la création massive et quasiment discontinuée de monnaie produite par les banques centrales (plus de 20 milliards de dollars²) depuis 2008, les économies occidentales ont à peine dépassé l'objectif d'inflation fixé à 2 %³. Cela s'expliquerait par plusieurs facteurs. Premièrement, le vieillissement de la population et le fait qu'elle soit moins encline à dépenser qu'une population jeune et active. Deuxièmement, la mondialisation de l'économie et, troisièmement, la capacité accrue des consommateurs à comparer les offres à l'aide de la technologie, ce qui limite l'augmentation des prix.

La reprise de l'activité économique s'accompagnait déjà aux États-Unis pour le mois d'avril⁴ d'un **bond de l'inflation** à 4,2 %. En Europe, la BCE (Banque

Centrale Européenne) s'attend également à ce que, dans les mois à venir, l'inflation dépasse son objectif de rester « juste sous la barre des 2 % »⁵. Le retour en fanfare de l'inflation est directement lié à **une combinaison d'effets de la loi de l'offre et de la demande** et de la relance de l'économie elle-même stimulée par l'accélération des campagnes de vaccination. Côté demande, nul n'ignore que pendant la crise du coronavirus les familles ont épargné plus que durant une conjoncture « normale ». En moyenne, nous pouvons observer une augmentation entre 5 % et 8 %⁶, soit plus de 5 000 milliards des dollars US à travers le monde. Certains postes de consommation ont quasiment disparu comme le tourisme et l'Horeca – on constate aussi que les mesures fiscales décidées par les responsables politiques ont significativement limité les pertes de revenus causées par l'inactivité des travailleurs pendant la

pandémie⁷. Pensez aux mesures de soutien mises en place pour les secteurs touchés et aux régimes de chômage temporaire. Ces mesures conduisent progressivement à un choc de demande de consommation différée qui est intensifiée par l'effet opposé du côté de l'offre. De fait, une multitude d'usines et de sites de transformation de matières premières ont partiellement, voire totalement, interrompu leurs activités pendant la crise. Les lignes d'approvisionnement ne sont, qui plus est, pas encore 100 % opérationnelles, le meilleur exemple étant celui des semi-conducteurs⁸. L'augmentation soudaine de la demande combinée à une offre incapable de suivre la cadence, voilà les ingrédients idéaux pour une augmentation des prix.

Les investisseurs doivent garder un œil attentif sur ce phénomène d'inflation. En effet, il va de pair avec la hausse des taux d'intérêt à long terme : les obligations souveraines américaines à 10 ans sont montées à plus de 1,65 %⁹ en avril et mai, tout comme les obligations allemandes à 10 ans qui, au cours de cette période, retournent dans le vert après une longue période dans le rouge. Une telle augmentation du taux d'intérêt sans risque signifie pour les investisseurs en actions que la prime de risque des actions sera un peu moins intéressante et contraint également les investisseurs obligataires à s'adapter.

Un défi pour les banques centrales

Il est par conséquent crucial d'essayer d'identifier si cette hausse de l'inflation est provisoire ou si elle va à nouveau s'installer de façon structurelle et, plus important encore, d'évaluer le niveau d'efficacité des mesures qui vont être déployées par les banques centrales pour y pallier.

La banque centrale américaine fait en tout cas tout ce qui est en son pouvoir pour insister sur la nature « transitoire » de cette hausse de l'inflation en arguant qu'elle pourrait se poursuivre en 2021, mais qu'elle se stabilisera dans le courant de 2022¹⁰. L'inflation croît également en Europe, mais reste, avec 1,6 % (avril)¹¹, inférieure à celle des États-Unis. Les banques centrales tentent de rassurer les investisseurs et les marchés quant au fait qu'elles ne voient aucune raison à court terme de réaugmenter les taux d'intérêt ou de réduire leurs achats d'obligations. Toutefois, les décideurs politiques préparent tout doucement les marchés à l'idée que l'on ne peut pas simplement partir du principe que la politique monétaire extrêmement souple durera à l'infini. Aux États-Unis, Janet Yellen, qui occupe désormais le poste de ministre des Finances dans l'administration Biden, a d'ores et déjà annoncé qu'**une surchauffe de l'économie américaine constitue un réel danger**¹². Un message on ne peut plus limpide quand on connaît la pénurie grandissante de main-d'œuvre sur le marché du travail américain et la tendance haussière des salaires, soutenue par l'inflation, qui en résulte. En Europe, le vice-gouverneur de la BCE, Luis de Guindos¹³, a fait part de son inquiétude et a émis la possibilité d'adapter la politique monétaire en conséquence.

Cette situation va selon nous, dans tous les cas de figure, représenter un défi majeur pour les banques centrales. Ces dernières vont devoir, avec la prudence qui s'impose, ajuster leur politique pour, d'une part, ne pas freiner brusquement la reprise de la croissance post-pandémie par un tour de vis monétaire brutal et, d'autre part, éviter qu'une poursuite non réfléchie et

L'augmentation soudaine de la demande combinée à une offre incapable de suivre la cadence, voilà les ingrédients idéaux pour une augmentation des prix.





Nous nous attendons à ce que cette deuxième moitié de l'année se caractérise par deux tendances. D'une part, une volatilité accrue, tant sur le marché des actions que celui des obligations, à mesure que les investisseurs identifieront des signes avant-coureurs d'une inflation galopante, d'autre part, une augmentation potentielle taux d'intérêt tempérant leur optimisme.

débridée de politiques monétaires trop laxistes stimule l'inflation et lui permette de passer du statut d'inflation (relativement) transitoire à celui d'inflation élevée et structurelle. Cela représentera par la même occasion un test pour les banques centrales qui, en leur qualité d'institutions dépolitisées et indépendantes, doivent œuvrer pour la stabilité de l'économie. En Europe, compte tenu du niveau faramineux de la dette publique accumulée par les États membres et des mesures budgétaires et fiscales décidées par ces mêmes États pendant la crise en vue de limiter tant que possible l'impact de la pandémie sur leur économie, il n'est en effet pas exclu de voir une banque centrale hésiter à procéder à un durcissement de la politique monétaire pourtant indispensable. L'augmentation des taux d'intérêt qui irait de pair avec une telle approche signifierait une hausse des tranches de remboursement de la dette publique et pourrait mettre certains pays de l'UE dans des situations fort peu enviables.

Étant donné la nature si singulière de cette inflation et son lien avec la reprise de l'économie post-pandémique décrite ci-dessus, nous ne pensons pas qu'il y ait de raison de craindre une inflation structurellement élevée. **Cependant, l'envolée de la demande et les perturbations du côté de l'offre vont se traduire par une inflation temporaire des prix qui continuera probablement d'augmenter et se poursuivra jusqu'à l'année prochaine.** D'ici là, nous suivrons de près la capacité de réaction des banques centrales. Ces dernières pourraient notamment, à un moment donné, décider de ralentir progressivement leur politique monétaire expansive pour éviter que l'inflation ne s'installe durablement.

Les investisseurs et les marchés financiers : ne sommes-nous pas trop optimistes ?

Quoi que nous en disions, il semble évident que la peur de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt demeurera le principal sujet de discussion au cours du deuxième semestre. Nous nous attendons à ce que cette deuxième moitié de l'année se caractérise par deux tendances. D'une part, une volatilité accrue, tant sur le marché des actions que celui des obligations, à mesure que les investisseurs identifieront des signes avant-coureurs d'une inflation galopante, d'autre part, une augmentation potentielle taux d'intérêt tempérant leur optimisme, un optimisme et de grands espoirs qui sont tangibles après le niveau plancher atteint pendant la crise du coronavirus.

Partout dans le monde, poussée par les premiers effets de la reprise, l'impact des injections monétaires massives et le lancement de programmes fiscaux et

budgétaires de relance, les actions ont repris non moins de 80 % par rapport à leur valeur la plus basse en mars 2020¹⁴. D'après la BCE, ces valorisations tendues et l'optimisme qui en découle sont « d'une exubérance remarquable »¹⁵. En outre, ajoutons les dettes sidérales accumulées pour ces mesures de reprise et leur impact sur les budgets nationaux, et la hausse de l'impôt sur les sociétés qui pourrait en résulter, seront selon toute vraisemblance un motif d'inquiétude dans les mois à venir.

Nous sommes d'avis que la forte volatilité et les éventuels ajustements modérés ne doivent pas inquiéter les investisseurs dans le contexte macro-économique actuel. En effet, les valorisations sont particulièrement tendues après une hausse considérable des cours pendant un an. De plus, les marchés reprennent une brève bouffée d'air qui permet à l'investisseur à long terme de repositionner son portefeuille à des moments d'entrée plus intéressants. Cela est d'autant plus vrai dans un contexte où les fondements économiques sont positifs et les politiques monétaires (toujours) favorables.

Toutefois, méfions-nous **de voir cet optimisme débordant laisser soudainement sa place au pessimisme**. Cela pourrait notamment être le cas si les anticipations en matière de croissance des bénéficiaires, que l'on estime dans l'ensemble 10 % supérieures aux niveaux pré-Corona, s'avéraient démesurées.

Actions : la croissance des actions de valeur ... et la valeur des actions de croissance. Le « *small* » est à nouveau « *beautiful* ».

Les actions de croissance et les large caps, Big Tech américaines et consommation discrétionnaire en tête, sont sortis grands gagnants de la crise du coronavirus et ont renforcé la prépondérance de près de 10 années de « croissance » par rapport à

« valeur ». Au moment du pic pandémique, ce sont ces secteurs qui ont pu profiter du changement des habitudes de consommation et de la tendance du télétravail¹⁶. De plus, en 2020, dans un contexte de récession caractérisé par la chute abrupte des bénéfices des entreprises et l'extrême faiblesse des taux d'intérêt, les investisseurs accordaient plus d'importance aux bénéfices à long terme qu'à la rentabilité et aux paiements de dividendes à court terme. Bref, un scénario idéal pour les entreprises présentant un certain potentiel de croissance – même si elle n'avait pas encore généré le moindre euro de bénéfice – au détriment des entreprises de valeur et cycliques, comme les entreprises du secteur financier, de l'énergie ou de l'industrie, avec en outre des valorisations nettement plus hautes pour le secteur de croissance et des actions cycliques et de valeur relativement bon marché.

La perspective de la réouverture et d'une reprise spectaculaire de l'économie au second semestre cumulée à une pression haussière sur les intérêts à long terme laisse présager que la **rotation de style** déjà identifiée il y a quelques mois **des titres de croissance vers ceux de valeur et vers les secteurs cycliques** va encore se renforcer dans la période à venir. Il suffit pour le constater de s'intéresser aux actions des entreprises financières, un secteur prépondérant sur le marché des actions de valeur. La courbe pentue des taux d'intérêt, avec un taux à court terme qui reste faible et un taux à long terme avantageux, laisse peu de doute quant à la rentabilité de ce secteur : la marge opérationnelle, c'est-à-dire la différence entre les revenus d'intérêts des crédits (à long terme) et les intérêts à payer sur les dépôts (à court terme) ne cesse d'augmenter, tout comme les activités dans un contexte de croissance économique favorable.



La perspective de la réouverture et d'une reprise spectaculaire de l'économie au second semestre cumulée à une pression haussière sur les intérêts à long terme laisse présager que la rotation de style déjà identifiée il y a quelques mois des titres de croissance vers ceux de valeur et vers les secteurs cycliques va encore se renforcer dans la période à venir.

Les *small caps* pourront à nouveau tirer parti de la reprise graduelle de l'économie locale dans les différentes régions après avoir passé 10 années à aspirer aux performances des large caps. En plus d'avoir insufflé un nouvel élan à l'achat local, la pandémie de la COVID-19 a également, de façon générale, rendu ces **plus petites entreprises plus aptes à surfer sur la vague de la reprise économique que les grandes organisations et les multinationales.**

Nuance importante : cette tendance confirmée du rattrapage en faveur des secteurs cycliques, des actions de valeur et des *small caps* ne signifie pas pour autant que les actions de croissance n'ont plus leur place dans les portefeuilles d'investissement. **Nous optons pour une approche équilibrée entre actions de valeur et de croissance en veillant toutefois à ce que ces dernières aient un prix raisonnable.** En d'autres termes, nous sommes plus sélectifs pour les actions de croissance et privilégions les secteurs qui sont déjà rentables depuis un certain laps de temps et qui sont actifs dans les domaines pour lesquels nous anticipons une croissance soutenue. Pour le marché des technologies de l'information, par exemple, nous préférons les fournisseurs de logiciels à ceux de matériel pour des raisons de pérennité des bénéfices.

Au niveau régional, nous nous attendons à ce que **les actions d'Europe et des pays émergents rattrapent leur retard sur les actions américaines.** En effet, ces marchés ont traditionnellement un profil plus cyclique que les marchés américains qui se distinguent par une forte prépondérance des actions de croissance large caps. À l'issue de la crise, les actions américaines, surtout celles de la bourse technologique du Nasdaq, ont par conséquent une valorisation élevée proche de celle de la bulle Internet de la fin des années 90. Cependant, les investisseurs sont susceptibles de s'inquiéter du niveau considérable de la

dette publique des États-Unis, qui atteint déjà près de 6000 milliards de dollars US¹⁷ et menace de se creuser encore davantage, et l'on s'attend à ce que la hausse significative des impôts sur les sociétés découlant des mesures ait un impact sur la rentabilité des entreprises américaines. En ce qui concerne spécifiquement les actions européennes, il convient également de garder à l'esprit que l'Europe accuse un léger retard en matière de vaccination et que nous ne devrions donc observer le véritable effet positif de la reprise qu'au second semestre, car le secteur des services se remet à peine des répercussions de la COVID-19¹⁸.

Concernant les **marchés émergents**, nous devons également tenir compte de risques (géo)politiques spécifiques et de l'appréciation provisoire du dollar américain. À plus long terme, nous misons toutefois davantage, comme nous l'avons déjà indiqué, sur une dépréciation du dollar US. Or, les pays émergents profitent traditionnellement de la reprise des économies mondiales. L'accessibilité accrue des actions chinoises sur des marchés onshore comme Shanghai et Shenzhen représente également d'autres possibilités de diversification du portefeuille pour les investisseurs étrangers. Les titres de ces marchés sont en outre relativement bon marché. Les thèmes d'investissement intéressants sur le **marché chinois** sont la transition énergétique, le secteur des services et les biens de consommation. Ces domaines sont en outre soutenus structurellement par l'accent mis récemment dans le 14^e plan quinquennal sur l'innovation technologique, la croissance durable et la consommation interne. Nous portons notre choix sur les actions de qualité d'entreprises occupant une place dominante dans ces secteurs et accordons beaucoup d'importance au processus ascendant de sélection des gestionnaires de fonds qui ont une connaissance approfondie des marchés locaux chinois.

Obligations et taux d'intérêt avantageux : de quoi donner des maux de tête aux investisseurs obligataires ?

Les conditions volatiles et changeantes des marchés de taux d'intérêt obligent également les investisseurs obligataires à revoir leur stratégie. Nous nous attendons à ce que les courbes de taux d'intérêt aux États-Unis continuent leur pentification et reflètent la pression sur les taux à long terme, tandis que la Fed (la banque centrale américaine) continuera de maintenir les taux à court terme à un niveau peu élevé. Bien que la reprise de l'économie post-pandémie intervienne plus tard en Europe qu'aux États-Unis, nous constatons également une hausse des intérêts à long terme sur le Vieux Continent.

Cette tendance plaide pour un positionnement dynamique sur les courbes de taux et une certaine flexibilité vis-à-vis de la sensibilité des obligations d'État aux taux d'intérêt. Il est possible de tirer un avantage tactique des variations soudaines des taux à différents endroits de la courbe. Très faiblement liées aux obligations d'État des marchés établis, **les obligations d'État chinoises sont une fois de plus une bonne solution de diversification** de la part obligataire d'un portefeuille.

Dans ce climat favorable, parmi les obligations d'entreprises, le meilleur segment des « High Yield », reprend des couleurs. Toutefois, concernant **les obligations d'entreprises**, pour les *high yield et les investment grade*, nous prôtons la **sélectivité et la qualité** pour éviter, par exemple, les obligations d'entreprises qui ont produit de grands bénéfices ponctuels pendant la pandémie, mais dépendent d'un business model incapable en temps « normal »

de générer les mêmes flux de liquidités.

Pour les obligations des marchés émergents, l'augmentation des rendements obligataires aux États-Unis n'est généralement **pas une bonne nouvelle**. Le cas échéant, en effet, la prime de risque perçue par les investisseurs pour avoir investi dans ces régions diminue et est mise sous pression du reflux de capitaux des pays émergents vers les États-Unis, ces derniers étant jugés moins risqués. Pour des raisons de diversification, nous jugeons opportun de maintenir une exposition limitée aux obligations des marchés émergents. Nous privilégions par ailleurs les marchés obligataires asiatiques qui profitent de la croissance économique de la Chine, car nous prévoyons à long terme que le dollar USD va se déprécier, que le déficit budgétaire américain va fortement augmenter et que la balance commerciale (« twin deficits ») sera déficitaire. De telles obligations émises dans des devises « locales » fortes bien définies comme le Renminbi chinois peuvent ici aussi constituer une piste supplémentaire de diversification.

-
- 1 Source : [IMF](#)
 - 2 BoE, BoJ, ECB, Fed, Refinitiv Datastream, Swiss National Bank (SNB), J.P. Morgan Asset Management
 - 3 Source : [The World Bank](#)
 - 4 Bureau of Labor Statistics, US Department of Labor
 - 5 Source : [Reuters](#)
 - 6 BEA, Bloomberg, Eurostat, ONS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management
 - 7 Source : [OECD](#)
 - 8 Source : [McKinsey & Company](#)
 - 9 Bloomberg.
 - 10 Source : [Bloomberg](#)
 - 11 Eurostat
 - 12 CNBC, 4 mai 2021
 - 13 Reuters, 3 mai 2021
 - 14 MSCI, 31 mai 2021 : MSCI World Index
 - 15 ECB, Financial Stability Report May 2021
 - 16 MSCI data
 - 17 NY Times, 27 mai 2021.
 - 18 Source : [Our World In Data](#)



En résumé

Nos anticipations concernant les marchés pour les 6 mois à venir :

- Au cours du deuxième semestre, la forte augmentation de la valorisation de presque toutes les catégories d'actifs et la crainte d'une inflation galopante et des taux à long terme pourraient donner lieu à **une forte volatilité et des ajustements**.
- Nous y voyons davantage une **opportunité de repositionnement du portefeuille**. Bien qu'à des rythmes différents selon les régions, la croissance économique mondiale est particulièrement forte dans ce scénario de « reprise » après l'impact subi pendant la pandémie.
- Nous nous **attendons également à ce que les banques centrales ne renforcent pas drastiquement leurs mesures de soutien monétaire** et à ce que les grands programmes budgétaires de multinationales et des autorités locales stimulent la reprise dans les années à venir.
- Le fil conducteur de ces programmes de soutien sera l'investissement dans **les infrastructures et l'innovation technologique**. La **durabilité et la transition énergétique** figurent aussi parmi les priorités des décideurs politiques.
- Les **États-Unis sont en avance** sur les autres régions, tant en ce qui concerne le niveau de valorisation des marchés d'actions que la reprise de l'activité économique.
- **La Chine confirme sa position** de deuxième économie et deuxième marché des capitaux dans le monde.

Qu'est-ce que cela implique pour la composition de mon portefeuille d'investissement :

• Actions

- ✓ Renforcement des positions sur le **marché des actions cycliques et de valeur**.
- ✓ **Réorientation des actions de croissance** vers des entreprises à croissance durable capable de générer des liquidités après la pandémie.
- ✓ Il peut être opportun d'intégrer une partie de **small caps** à son portefeuille, car ces dernières peuvent réagir de façon plus flexible à la reprise de l'économie.
- ✓ Au niveau régional : nous anticipons que **l'Europe et les pays émergents** rattrapent leur retard sur les États-Unis, nous n'excluons pas non plus une exposition aux titres **chinois**.
- ✓ Au niveau sectoriel : soutien structurel des plans de relance et tendance irréversible vers la **durabilité (infrastructure et transition énergétique)**.

• Obligations

- ✓ **Obligations souveraines** : stratégies avec gestion flexible de la durée ; obligations d'État chinoises comme solution de diversification supplémentaire.
- ✓ **Obligations d'entreprises** : il est recommandé d'être sélectif et d'opter pour des obligations de qualité.
- ✓ **Obligations des marchés émergents** : préférence pour la région asiatique

Nous sommes à votre service



- dans votre agence Beobank
- via Beobank Service Center
Vous pouvez nous joindre
au **02 626 50 50**,
du lundi au vendredi de 8h00 à 20h00
et le samedi de 9h00 à 12h30
- via Beobank Online sur **www.beobank.be**
- via votre application **Beobank Mobile**

Date éditoriale : 06/2021. Beobank NV|SA ne fournit pas de recherche ou d'analyses indépendantes quant au contenu et à la composition de ce document. Ce document se fonde sur l'analyse macro de « La Française GAM », une société de gestion d'actifs faisant partie du groupe Crédit Mutuel. Beobank NV|SA n'en garantit pas la précision et n'exclut pas le caractère incomplet ou condensé de l'information. L'aperçu des marchés a uniquement un caractère informatif général et ne tient pas lieu de recommandation, d'offre ou de demande d'achat ou de vente de titres quelconques. Les personnes qui envisagent d'effectuer un investissement ont intérêt à solliciter un avis indépendant concernant l'opportunité ou non d'un investissement particulier. Les résultats antérieurs n'augurent pas des résultats à venir. Les prévisions ne seront pas forcément suivies d'effets.

Nous vous rappelons que les produits d'investissement sont exposés à des risques, en ce compris la perte possible du capital investi. Les produits d'investissement ne sont pas des dépôts bancaires et ne sont pas garantis par Beobank NV|SA.
E.R.: Beobank NV|SA | Boulevard Général Jacques 263g 1050 Bruxelles | TVA BE 0401.517.147 | RPM Bruxelles | IBAN BE77 9545 4622 6142 | INV |BRO|OUTLOOK|F | REV0621