

Tests de résistance



Notre stratégie d'investissement
face à des incertitudes inédites

Sommaire

Avant-propos **03**

Perspectives macroéconomiques et conséquences
d'investissement **05**

Enjeux essentiels **10**

Analyses

Analyse bottom-up des notations de crédit et des
défauts **13**

Les marchés baissiers à l'offensive **17**

Composer avec un nouveau régime de marché **21**

Avant-propos

Avant-propos

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse
obligatoire

Analyse
actions

Analyse
gestion diversifiée

Avant-propos de notre Directeur des investissements

Bienvenue à la présentation de nos perspectives à mi-année. J'ai le plaisir de vous présenter les conclusions de notre dernier Forum stratégique, qui détermine notre analyse des économies et des marchés mondiaux pour les mois à venir.

Lors de notre dernier Forum stratégique organisé en mars, nous avons anticipé que les conditions de marché resteraient difficiles. Cependant, nous n'avions pas imaginé que nos scénarios macroéconomiques se détérioreraient autant, entraînant des performances très négatives pour de nombreuses classes d'actifs. C'est pourquoi nous avons intitulé cette publication « Tests de résistance ». Les principaux facteurs à l'origine de cette situation sont les tensions géopolitiques, l'envolée de l'inflation et le durcissement des politiques monétaires. Cependant, nous ne pensons pas que la volatilité actuelle des marchés reflète uniquement l'aversion au risque des investisseurs. Elle témoigne également de quelque chose de plus profond et à plus long terme que les incertitudes pesant sur les perspectives cycliques à court terme.

Nous sommes en train de sortir d'un environnement dominé par des forces de stagnation à long terme, comme la démographie, les nouvelles technologies et un certain degré d'endettement. Néanmoins, nous entrons également dans un nouveau régime caractérisé par une inflation plus persistante et des politiques monétaires moins accommodantes. Ce changement de cap pourrait même entraîner la réintroduction des cycles.

A l'approche du second semestre de l'année, nous pensons que le pic de l'inflation est désormais proche, compte tenu des preuves tangibles de ralentissement de la demande (en particulier dans le secteur en surchauffe des biens) et des premiers signes d'amélioration modeste de l'offre. Nous pourrions donc sortir assez rapidement de la période de compression des revenus la plus intense, ce qui pourrait rassurer quelque peu les marchés. Toutefois, il faudra du temps pour que l'inflation se normalise et les revenus réels resteront sous pression pendant une grande partie de l'année 2022. Si l'on ajoute à cela l'accélération du resserrement des politiques, monétaires, le risque de récession a clairement augmenté. Dans ce contexte, les bénéfices des entreprises seront une variable clé à surveiller.

Bien que ce nouvel environnement marqué par une volatilité persistante soit effectivement éprouvant pour les investisseurs, la baisse des valorisations est favorable aux investissements à long terme. Nous devons certes nous montrer réalistes quant aux perspectives de performance à moyen terme, mais nous avons décelé des opportunités dans la plupart des classes d'actifs. Le crédit à duration courte est intéressant, en particulier dans certaines régions. De même, les actifs réels devraient continuer à offrir un bon potentiel de diversification. Et compte tenu des évolutions structurelles à l'œuvre, les allocations thématiques capables d'exploiter les opportunités à long terme sont d'autant plus pertinentes.

Je vous souhaite à toutes et tous un second semestre très agréable et prospère.



Xavier Baraton
Directeur des investissements

« La volatilité des marchés ne reflète pas uniquement l'aversion au risque des investisseurs. Nous entrons dans un nouveau régime caractérisé par une inflation plus persistante et des politiques monétaires moins accommodantes. »

Source : HSBC Asset Management, juin 2022. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Perspectives macroéconomiques

Avant-propos

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse
obligatoire

Analyse
actions

Analyse
gestion diversifiée

Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement



Depuis le début de l'année, le système économique subit toute une série de chocs : perturbations continues des chaînes d'approvisionnement, flambée des prix des matières premières et durcissement rapide des conditions financières.

Ces tendances négatives sont sources d'une grande incertitude concernant les perspectives à court terme et d'une volatilité élevée sur les marchés. Les actions mondiales affichent désormais un repli d'environ 20 %, ce qui correspond à la définition d'un « marché baissier » pour la plupart des investisseurs. Les obligations, plutôt que de protéger les portefeuilles, ont généré des performances largement négatives (semblables à celles qu'elles avaient générées lors de la Grande inflation des années 1970 et 1980). Et les crypto-monnaies elles aussi se sont effondrées. Les actifs en territoire positif (les actions latino-américaines, le dollar américain et les matières premières) se font rares.

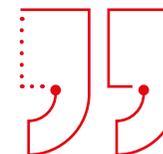
Le régime économique vient d'entrer dans une nouvelle ère. Les chocs d'offres défavorables semblent devoir persister : nouvel ordre mondial multipolaire, ralentissement de la mondialisation et prix durablement élevés des matières premières. Les responsables politiques se focalisent désormais sur les leviers budgétaires autant que sur les taux d'intérêt et l'assouplissement quantitatif. Quant à la politique climatique,

elle présente des « risques de transition » pour le cycle économique, mais laisse augurer un boom des investissements dans les énergies renouvelables à moyen terme.

L'ère baptisée « stagnation séculaire » par les économistes - une inflation et des taux d'intérêt ultra-faibles - touche à sa fin. Mais ce qui va suivre - une inflation plus persistante, des taux d'intérêt plus élevés et des cycles économiques plus volatils - n'est pas un environnement facile à négocier pour les investisseurs.

Les nombreuses tendances favorables aux marchés financiers sont en train de devenir négatives. Ce qui laisse présager de nouvelles turbulences sur les marchés. Les investisseurs devront

« Les plaques tectoniques de l'économie bougent... et le régime économique évolue. »



faire preuve de réalisme s'agissant de leurs anticipations de performance, et ils devront redoubler d'efforts en matière de diversification et de résilience des portefeuilles.



Test de résistance

Les marchés financiers ont subi des chocs négatifs. Les perspectives sont plombées par de nombreuses incertitudes.

Changement de régime

La décennie à venir sera très différente de la précédente. Un nouveau régime économique - inflation tenace, taux plus élevés, turbulences accrues - se profile à l'horizon.

Approche sélective

Soyez sélectif face aux incertitudes macroéconomiques. Attendez-vous à un pic de l'inflation américaine et à des politiques de soutien en Chine. Pour l'instant, nous restons focalisés sur les opportunités thématiques.

Source : HSBC Asset Management, juin 2022. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Progression fastidieuse et augmentation du risque de récession

Les tensions géopolitiques persistantes, l'inflation élevée et le resserrement des politiques monétaires rendent la situation actuelle extrêmement difficile pour les investisseurs. Nous pensons toutefois que les marchés pourraient voir leurs performances s'améliorer d'ici la fin 2022 si l'inflation se calme, si les banques centrales adoptent une position plus équilibrée et si l'impact des politiques de soutien de la Chine finit par être pris en compte.

Au début de l'année 2022, nous avons intitulé nos perspectives d'investissement « Le prix du succès ». Nous avons conclu qu'après une reprise à vitesse grand V et de solides performances, les perspectives allaient probablement se dégrader fortement.

Compte tenu des chocs macroéconomiques du premier semestre, le caractère « stagflationniste » des données économiques devrait persister plus longtemps que prévu. Face à la compression des revenus, aux effets de richesse négatifs et au choc de confiance, les craintes de récession et les risques de baisse des bénéfices s'accumulent. Toutefois, pour l'heure, les marchés du travail restent dynamiques à l'échelle mondiale.

Nous pensons avoir (presque) atteint le pic de l'inflation. Toutefois, les statistiques de l'inflation à court terme risquent d'être très impressionnantes et ne baisseront pas de manière significative avant la toute fin d'année. Nous surveillons de près les données relatives aux salaires afin de déterminer si le problème de l'inflation est devenu plus endémique.

Les autorités monétaires vont donc continuer à durcir les conditions financières au second semestre 2022. Seuls la Chine et le Japon feront exception.

La plus grande menace pesant sur les perspectives serait une récession déclenchée par le resserrement des politiques. Dans ce contexte, notre scénario se situe donc quelque part entre une « stagnation de la croissance » et une « progression fastidieuse ».

Le scénario exact varie selon les pays et les régions. Maintenant que l'économie mondiale se trouve à un stade assez avancé du cycle, nous constatons une divergence accrue entre régions. Les perspectives semblent particulièrement fragiles pour l'Europe et certains pays émergents.

« À court terme, nous pensons que les marchés vont évoluer dans une fourchette étroite. La dégradation de l'actualité macroéconomique, marquée par de multiples incertitudes, a été compensée par une amélioration des valorisations dans le sillage de la correction du premier semestre. »

Graphique 1 : Scénarios central et alternatif

	Stagnation de la croissance	Progression fastidieuse	Scénario idéal, ou presque
Contexte	Contraction persistante des revenus au second semestre 2022 Perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement La confiance significativement ébranlée ?	La diminution des revenus s'atténue jusqu'au 2ème semestre 2022 Normalisation des chaînes d'approvisionnement au 1er semestre 2023 Impact modéré des effets de confiance	La compression des revenus diminue nettement Normalisation des chaînes d'approvisionnement au 2ème semestre 2022 Les investisseurs retrouvent leur optimisme naturel
Macroéconomie	Inflation fin 2022 > 8,0 % + récession Récession → pas de normalisation des politiques Inflation → politique restrictive + récession plus profonde	Inflation au 4^e trimestre 2022 proche de 6,5 %-7 % Croissance correcte (env. 2,5 % en 2022) Les bénéfices des entreprises sous pression Normalisation des politiques en mode « automatique »	Inflation au 4^e trimestre 2022 < 6,0 % La croissance se maintient (>3 % en 2022) Reprise de la dynamique des bénéfices Normalisation flexible des politiques / pause de la Fed
Marchés	Titres value et valeurs cycliques à la peine Couverture via les obligations Surperformance des facteurs « croissance » et « qualité »	Les actions surperforment les obligations, mais l'allocation d'actifs reste défensive Stratégie barbell sur les facteurs actions Priorité aux stratégies de portage sur les obligations Résilience de certains pays émergents, grâce à des rendements attractifs	Surperformance des facteurs « value » et « cycliques » Les actions à la traîne rattrapent leur retard (Europe, Asie) Hausse graduelle et progressive des rendements obligataires, courbe des taux ascendante Dépréciation du dollar, appréciation des devises des pays émergents

Source : HSBC Asset Management, juin 2022. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Conséquences en matière d'investissement

Nous restons prudents dans nos opinions en raison des incertitudes sans précédent de la conjoncture actuelle.

Les marchés souffrent du caractère « stagflationniste » des données économiques et de l'agressivité persistante des banques centrales. Mais ces préoccupations doivent être analysées à l'aune des facteurs déjà intégrés dans les prix. Après la correction des marchés, les valorisations ont diminué et le pessimisme prédomine. C'est pourquoi nous pensons que les marchés vont évoluer dans une fourchette étroite à court terme.

Compte tenu de l'évolution récente des marchés, les valorisations des obligations sont redevenues attractives et pourraient offrir de bonnes opportunités de génération de revenus à l'échelle mondiale. C'est notamment le cas du crédit. Nous privilégions le crédit à durée courte dans certains pays d'Europe et d'Asie.

Nous allons aussi nous montrer plus sélectifs vis-à-vis des actions. La « réinitialisation des taux d'intérêt » a fait baisser les ratios cours/bénéfices, mais les prévisions de bénéfices restent élevées et vulnérables à des révisions à la baisse.

Nous continuons à privilégier les actions décotées (value) et les valeurs défensives. Nous surveillons toutefois l'émergence d'une nouvelle rotation en termes de style de gestion, si les obligations finissent par se stabiliser.

Nous anticipons une légère dépréciation du dollar américain au second semestre. Mais cela dépendra bien sûr de l'évolution des politiques et des perspectives économiques (cf. Graphique 1). A 12 mois, nous avons une opinion positive sur les actions chinoises.

Dans le cadre de notre scénario macroéconomique, il reste essentiel d'intégrer à nos portefeuilles des actifs protégeant contre l'inflation. Cela implique de rechercher davantage de « flux de trésorerie réels » dans certaines classes d'actifs, comme les infrastructures et les valeurs foncières. Parallèlement, les matières premières enregistrent des performances stupéfiantes depuis le début de l'année, mais ont récemment subi un léger accès de faiblesse. Certaines d'entre elles peuvent encore faire partie de notre stratégie de défense, mais leur attrait stratégique a diminué.

Graphique 2 : Opinions par classe d'actifs

Facteurs macro et politiques		Emprunts d'État		Obligations privées		Actions		Devises et actifs alternatifs	
Facteurs macro	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion
Positionnement en termes de risque	↔	Monde	↔ / ▼	IG - Monde	↔	Monde	↔ / ▲	Devise	
Croissance mondiale	↔ / ▲	Bons du Trésor à 2 ans	↔	IG USD	↔	États-Unis	▲	Dollar US (DXY)	▼
Duration	↔ / ▼	Bons du Trésor à 10 ans	▲	IG EUR & GBP	▲	Royaume-Uni	▲	EUR	▲
Pays émergents	↔	Gilts à 10 ans	↔	IG Asie	↔ / ▲	Zone euro	▼	GBP	▲
Taux directeurs	Taux en fin d'année	Bunds à 10 ans	↔	HY - Monde	↔ / ▲	Japon	▼	FX Asie	↔
États-Unis	3,50%	Périphérie zone euro	▼	HY USA	↔	Canada	▲	Matières premières	▲
Royaume-Uni	2,25%	Asie dont Chine	▼	HY Europe	▲	Marchés émergents mondiaux	↔ / ▲	Or	▲
Europe	0,75%	Emprunts d'État en RMB	↔ / ▲	HY Asie	▲	Asie hors Japon	↔	Pétrole	▲
Chine	2,85%	Japon	▼	Autres crédits	▲	Actions A chinoises	▲	Cuivre	▲
		Oblig. mondiales indexées sur l'inflation	↔	Emprunts d'État émergents	▲	Hong Kong	▲	Autres	
		Dette émergente (locale) ↔ / ▲		Obligations privées émergentes	▲	Inde	▼	Hedge funds	▲
				Crédit titrisé	▲	ASEAN	↔	Immobilier	▲
						Amérique latine	▲	Infrastructures	▲
						ECE	↔	Private Equity	▲
						Pays frontières	↔	Crypto-monnaies	▼▼

Légende

▲▲▲	Max. positif	▼	Biais négatif
▲▲	Positif	▼▼	Négatif
▲	Biais positif	▼▼▼	Max. négatif
↔	Neutre		

Source : HSBC Asset Management, juin 2022. Les opinions reflètent nos prévisions de performance à long terme, notre processus d'optimisation des portefeuilles et leurs positions réelles. Ces opinions sont uniquement fournies à des fins d'information et ne constituent pas un conseil ou une recommandation d'achat ou de vente d'investissements. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Un changement de régime potentiel

La hausse des taux d'intérêt et l'émergence d'une corrélation positive entre les actions et les obligations laissent augurer un régime macroéconomique en mutation. L'ère de la « stagnation séculaire », marquée par une demande globale obstinément faible, semble toucher à sa fin.

Si, au cours de la dernière décennie, les fluctuations économiques ont été le résultat de chocs de demande, les chocs d'offre occupent une place plus importante dans le nouvel environnement. Plusieurs thèmes structurels - comme la démondialisation, les politiques climatiques et le super-cycle des matières premières - sont désormais passés au premier plan.

Ces grandes tendances auront des répercussions prononcées sur les perspectives d'investissement sur plusieurs années. Elles vont entraîner une **inflation plus persistante** dans les grandes économies. Nous pensons certes que l'inflation va progressivement diminuer, mais la nouvelle norme sera probablement une inflation plus élevée à moyen terme.

Une phase de **remontée des taux d'intérêt** va suivre. Le ralentissement de la mondialisation va réduire la réserve d'épargne, les investissements vont augmenter face à l'urgence climatique et la politique budgétaire va jouer un rôle plus central dans la gestion macroéconomique.

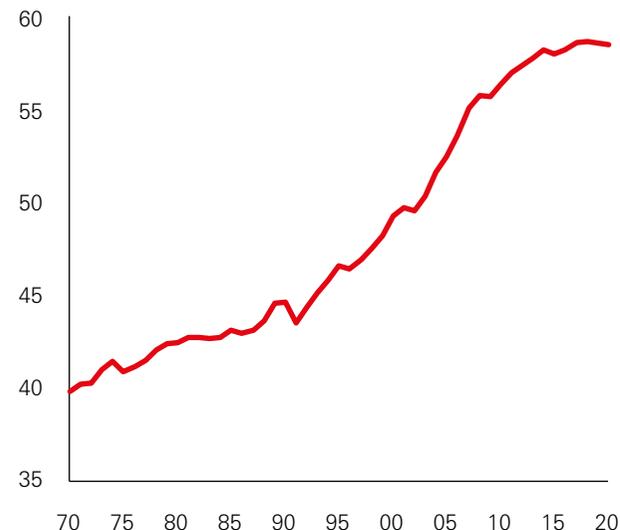
Ces tendances vont priver les marchés financiers d'un puissant catalyseur qui a caractérisé la dernière décennie. Et elles laissent présager un **régime macroéconomique plus volatil** et des turbulences sur les marchés.

Dans cette nouvelle ère, il sera essentiel de calibrer précisément les anticipations de performance. De nouvelles opportunités pourraient également apparaître. Les classes d'actifs asiatiques pourraient par exemple contribuer à une **diversification géographique accrue**. Le **crédit** pourrait servir à améliorer la génération de revenus. Quant aux **actifs réels** et aux autres « nouveaux actifs diversificateurs », ils pourraient nous aider à renforcer la résilience de nos portefeuilles. La gestion de conviction et les **stratégies thématiques** ont aussi toute leur place, car elles pourraient nous permettre d'identifier des mégatendances à des prix raisonnables.

Graphique 3 : La démondialisation, la décarbonation et l'activisme accru des États tirent les taux à long terme à la hausse

Fin de l'hypermondialisation

Indice de mondialisation (KOF)



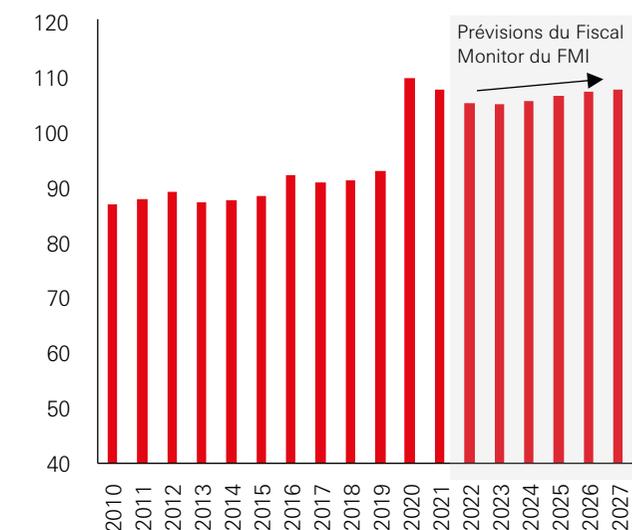
Fin de la carbonation de l'économie

Prix du carbone dans l'UE (2022, en EUR)



Accroissement de la dette publique post-Covid

G20 : dette publique/PIB (%)



Source : HSBC Asset Management, Institut économique suisse du KOF, Bloomberg, FMI, juin 2022. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Enjeux essentiels

Avant-propos

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse
obligatoire

Analyse
actions

Analyse
gestion diversifiée

Enjeux essentiels

Quelles sont les perspectives en matière d'inflation ?

L'inflation est largement supérieure aux attentes depuis le début de l'année 2022, car plusieurs chocs d'offre (Ukraine, politique « zéro Covid » en Chine, chaînes d'approvisionnement) sont venus s'ajouter à un contexte marqué par une demande dynamique (marchés du travail tendus, bonne situation financière des ménages et libération de la demande refoulée dans le sillage du redémarrage du secteur des services, après les confinements).

Nous sommes probablement proches du point culminant de l'inflation dans la plupart des économies. Les pressions sur les prix devraient s'atténuer fin 2022 en raison des effets de base et d'une modération de la demande (en particulier pour les biens de consommation), sur fond de compression des revenus réels et de resserrement des conditions financières.

Toutefois, cette période de « ralentissement » prendra du temps à se matérialiser. Nous ne pensons pas que l'IPC sous-jacent américain descendra beaucoup plus bas que 6 % d'ici la fin de l'année et pas sous les 4 % avant le deuxième trimestre 2023. À l'horizon 2023, ce sont les salaires qui deviendront la composante la plus importante des pressions sur les prix. Nous devons donc surveiller cette tendance pour être sûrs que les pressions sur les prix ne deviennent pas endémiques.

Malgré une actualité qui s'améliore, avec les premiers signes d'une baisse des pressions sur les chaînes d'approvisionnement, l'inflation globale devrait terminer l'année à des niveaux encore trop élevés (6,5 %-7,5 %). Rien de surprenant donc à ce que les banques centrales soient toujours aussi agressives.

Source : HSBC Asset Management, juin 2022. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Les prévisions, projections ou objectifs ne sont mentionnés qu'à titre indicatif et ne sont en aucune manière garantis. HSBC Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne seraient pas réalisés.

Qu'en est-il de l'économie dans son ensemble ?

Sous l'effet des chocs d'offre, le premier semestre 2022 a été jalonné de multiples révisions à la baisse des prévisions de croissance et de nombreuses révisions à la hausse de l'inflation. Nous pensons que cette dynamique pourrait se poursuivre dans les mois à venir sous l'effet des nouveaux confinements en Chine, qui ont probablement retardé l'amélioration anticipée des chaînes d'approvisionnement mondiales, et de la hausse persistante des prix du pétrole. Le cocktail inflation globale plus élevée que prévu jusqu'à la mi-2022 et resserrement des politiques monétaires implique une pression plus marquée sur les revenus réels des ménages.

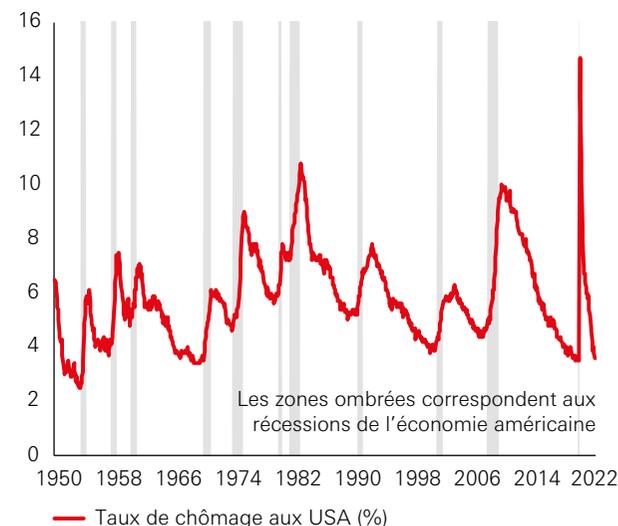
Les taux de croissance sur l'ensemble de l'année 2022 sous-estimeront l'ampleur du ralentissement, en particulier en Europe. Les chiffres du consensus relatifs au PIB de la zone euro et du Royaume-Uni (2,6 % et 3,7 %, respectivement) cadrent bien avec une quasi-stagnation à partir du deuxième trimestre. Aux États-Unis, les prévisions (2,6 %) induisent une croissance plus « réelle » d'ici la fin 2022.

Une récession à court terme aux États-Unis est peu probable en raison de la place centrale du pays sur les marchés mondiaux de l'énergie, d'un marché du travail encore dynamique et de la bonne situation financière des ménages. Cependant, le resserrement accru de la politique de la Fed signifie que ce risque a augmenté. Le risque de récession à court terme est plus élevé en Europe en raison de sa dépendance aux approvisionnements énergétiques russes, d'une pression plus prononcée sur les revenus réels et de l'élargissement rapide des spreads des emprunts d'État des pays de la périphérie.

Le Royaume-Uni souffre quant à lui d'autres tendances négatives, à savoir une offre de main-d'œuvre plus limitée et l'impact d'une augmentation du plafond des prix de l'énergie en octobre prochain, qui pourrait faire passer l'inflation au-dessus de 10 %. Une récession y semble l'issue la plus probable.

En Chine, la croissance pour 2022 aura du mal à atteindre l'objectif des autorités (« environ 5,5 % »), un niveau nettement inférieur à la moyenne des dernières années, légèrement inférieure à 7 %.

Graphique 1 : Marché du travail et récessions aux États-Unis



Source : Macrobond, HSBC Asset Management, mai 2022.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



Les défis d'un atterrissage « presque en douceur » des États-Unis

Afin de régler le problème de l'inflation, la Réserve fédérale américaine doit rendre son taux directeur restrictif afin de freiner la demande. L'objectif de la Fed au cours des prochaines années sera d'assurer un atterrissage « presque en douceur » (soft-ish) de l'économie. Si ce scénario reste le plus probable d'ici 6 à 12 mois, éviter une récession au-delà de cet horizon ne sera pas une tâche aisée. En effet, le rythme de resserrement de la politique est désormais rapide et la Fed a l'intention de propulser le taux des fonds fédéraux au-dessus du taux neutre au second semestre de cette année, avec de nouveaux resserrements l'année prochaine. Selon ses dernières projections, la Fed entend relever le taux des fonds fédéraux à 3,00 %-3,50 % d'ici fin 2022 et à 3,50 %-4,00 % en 2023.

Notre analyse des derniers cycles économiques suggère que le taux directeur n'a pas besoin d'être trop supérieur au taux neutre pour provoquer un ralentissement. Comme la Fed, nous pensons que ce taux neutre se situe autour de 2,50 %. Aux États-Unis, les phases de ralentissement donnent généralement lieu à des récessions car l'économie n'est pas capable de croître à un rythme inférieur à sa tendance pendant une période prolongée. Comme si, une fois atteint une certaine « vitesse de décrochage » ou un certain « point de déclenchement », l'économie tombe invariablement en récession.

Ce « point de déclenchement » peut être vu à travers le prisme du taux de chômage. S'il augmente de 0,3 à 0,5 point de pourcentage sur 6 à 12 mois, il continue généralement à croître nettement plus lorsque la récession s'installe. Le rythme désormais rapide du resserrement de la politique monétaire va compliquer la gestion du ralentissement sans que l'économie n'atteigne ce point de déclenchement en 2023. Toute trajectoire vers un atterrissage « presque en douceur » au-delà de la mi-2023 impliquerait que la Fed ne mette que partiellement en œuvre une partie du resserrement intégré dans ses projections de juin.

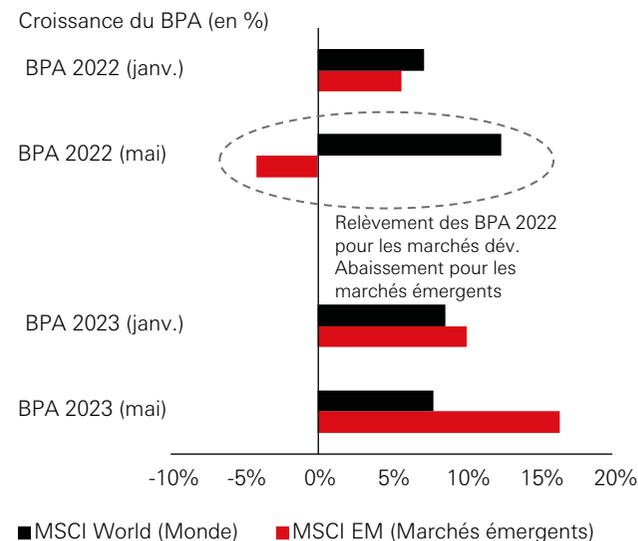
Source : HSBC Asset Management, juin 2022. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

Qu'en est-il des bénéfices des entreprises ?

Malgré la correction des marchés, les analystes ont revu à la hausse leurs prévisions de bénéfices depuis le début de l'année. Les prévisions de bénéfices annoncées en janvier étaient probablement prudentes, mais la tendance récente est surprenante. Les risques de fléchissement des bénéfices augmentent à l'approche du second semestre.

D'ailleurs, un indicateur des bénéfices des entreprises américaines issu des comptes nationaux a déjà commencé à ralentir. Et le PIB nominal a dépassé le sommet du cycle actuel. Parallèlement, les pressions sur les coûts et les perturbations des chaînes d'approvisionnement pèsent sur les perspectives de marges.

Graphique 2 : Exposition du marché aux secteurs « value »/cycliques



Source : Bloomberg, HSBC AM, mai 2022.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Cela augure un risque de contraction des bénéfices au second semestre, même si l'économie venait à « atterrir en douceur ». Cette tendance sera importante à surveiller pour les actions.

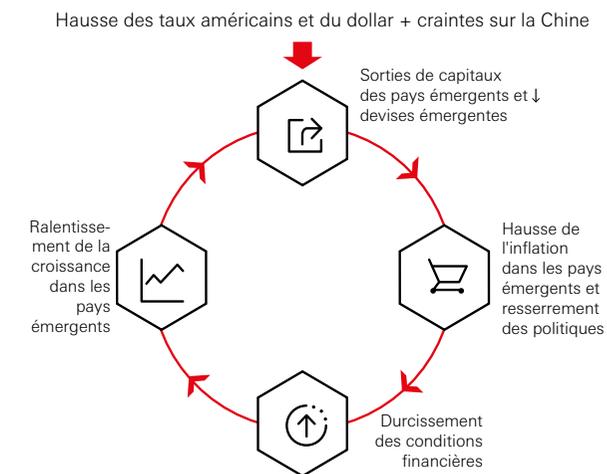
Quid des marchés émergents ?

Les marchés émergents font face à toute une série de menaces qui se renforcent mutuellement : le resserrement brutal des conditions financières aux États-Unis, la crise du coût de la vie et le ralentissement de la Chine. Par conséquent, de nombreux marchés émergents présentent une dynamique dégradée, que nous avons baptisée la « boucle fatale » (cf. Graphique 3).

Une question se pose alors : qu'est-ce qui pourrait court-circuiter ce cercle vicieux ? Les valorisations ont déjà beaucoup baissé, mais un catalyseur macroéconomique est nécessaire.

La perspective d'un rebond des marchés passera par un changement de cap des politiques, à savoir un redémarrage de l'activité en Chine et des mesures de relance, ou bien une « pause de la Fed ». Pour l'instant, nous restons prudents et sélectifs dans le cadre de notre allocation d'actifs. Mais nous suivrons toutes ces tendances très attentivement.

Graphique 3 : Risque d'une « boucle fatale » pour les marchés émergents



Source : HSBC AM, mai 2022. À titre indicatif seulement.

Analyse bottom-up des notations de crédit et des défauts

Analyse bottom-up des notations de crédit et des défauts

« A l'échelle mondiale, les taux de défaut devraient rester inférieurs aux moyennes historiques lors des douze prochains mois, mais nous devons surveiller le risque de contraction des bénéfiques. »

Si le « rating drift » s'est amélioré ces douze derniers mois, les rehaussements de notations ayant été plus nombreux que les dégradations, nous anticipons un ralentissement, voire un renversement, de cette tendance. Ce scénario s'explique par les pressions sur les marges découlant de l'émergence de trois facteurs de risque : le ralentissement de la croissance du PIB, la persistance de l'inflation et la hausse des coûts de financement. La plupart des secteurs sont affectés par l'impact négatif d'au moins deux de ces facteurs.

Le « rating drift » enregistre déjà un plateau en Europe et une détérioration significative est probable dans les pays émergents et en Asie. Quant aux États-Unis, ils pourraient encore connaître une issue légèrement positive au cours des 12 prochains mois. Le nombre « d'anges déchus » sur les marchés occidentaux devrait être faible et se limiter aux émetteurs de taille modeste et à ceux appartenant à des secteurs qui ne se sont pas encore totalement remis de la pandémie, comme les loisirs. L'Asie, quant à elle, est vulnérable au risque de dégradation de la note souveraine de l'Inde, qui pourrait être reléguée dans la catégorie à haut rendement.

Selon nous, les défauts resteront inférieurs à la moyenne historique à long terme et les émetteurs à haut rendement

devraient débiter le cycle dans des conditions correctes. De nombreuses entreprises ont mené des restructurations opportunistes pendant la pandémie, mais la plupart d'entre elles ont aussi augmenté la durée de leur dette en se préfinançant pendant la période de rendements historiquement bas, repoussant ainsi le mur d'échéances à 2024/25. Confronté à un cycle très court, le marché du crédit n'est pas vraiment entré dans une phase de fin de cycle marquée par un endettement élevé, ce qui a offert aux investisseurs une protection plus importante que d'habitude. L'Asie va encore subir les répercussions de la crise de financement de l'immobilier chinois, mais comme les valorisations de ce secteur sont déjà tombées à des niveaux très bas, les pertes de crédit réelles devraient désormais être contenues.

Graphique 1 : Estimations relatives aux anges déchus et aux taux de défaut

Anges déchus		
	Nombre d'émetteurs	Poids dans l'indice
Obligations privées IG US (C0A0)	1.0%	0.3%
Obligations privées IG Euro (ER00)	0.8%	0.2%
Obligations privées IG GBP (UR00)	0.0%	0.0%
Obligations privées IG Asie (JACI)	6.8%	5.1%
Obligations privées IG pays émergents (USD) (CEMBIB)	5.9%	7.6%

Défauts	
	Nombre d'émetteurs
Obligations privées HY US (H0A0)	2.9%
Obligations privées HY Euro (HE00)	2.7%
Obligations privées HY Asie (JACI HY)	6.5%
Obligations privées HY pays émergents (USD) (CEMBI HY)	4.5%

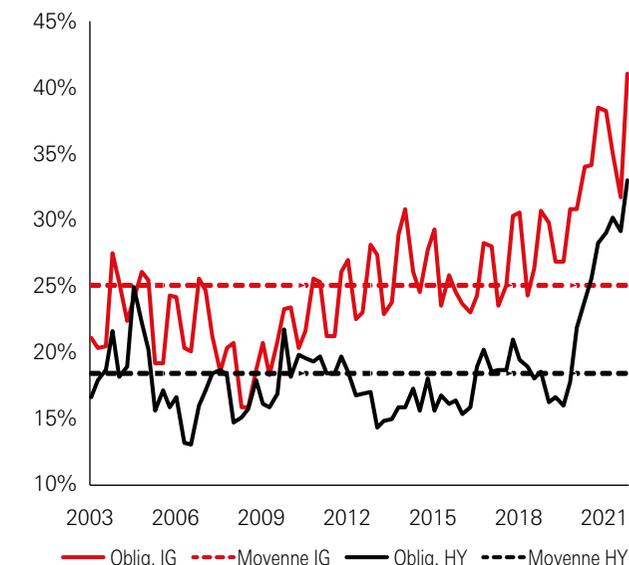
Source : HSBC AM, ICE et Indices JPM, mai 2022. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management.

La situation en Europe

Les indicateurs des bilans et les ratios d'endettement sont favorables en Europe, mais les risques extrêmes s'intensifient. Les anticipations relatives aux « anges déchus » et aux taux de défaut présentent une faible dispersion autour de la moyenne, même si certains secteurs souffrent davantage en raison des déboires de certains émetteurs dans des groupes de pairs relativement modestes. Nos prévisions relatives aux défauts sont conformes à la proportion d'obligations affichant désormais des valorisations extrêmement basses. Dans l'ensemble, les fondamentaux ont repris des couleurs depuis la pandémie.

Graphique 2 : Ratios liquidités/dette



Source : HSBC AM, ICE et Indices JPM, mai 2022.



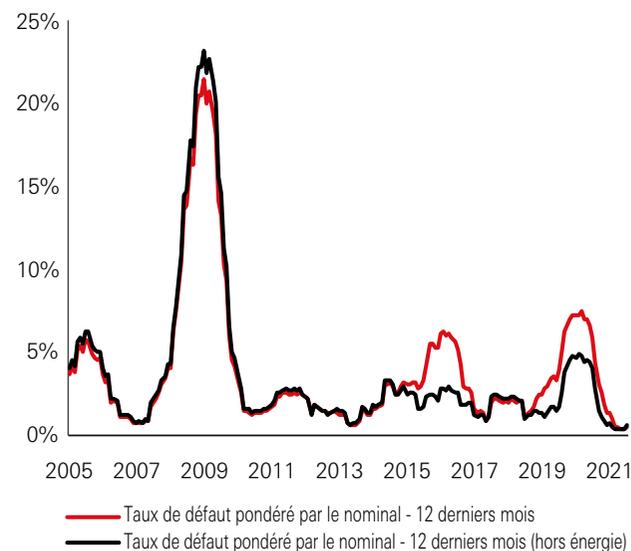
Toutefois, une analyse approfondie des risques nous rend prudents à l'égard de leurs perspectives d'évolution. Fin 2021, l'inflation, la fin des mesures de soutien mises en place pour lutter contre la pandémie et les décisions plus favorables aux actionnaires suscitaient déjà de vives inquiétudes. Ces risques se sont intensifiés cette année et d'autres sont apparus, la guerre en Ukraine et le ralentissement de l'économie chinoise faisant peser de nouvelles contraintes sur les chaînes d'approvisionnement. Ces facteurs pèsent probablement plus sur l'Europe que toute autre région en raison de ses interconnexions, de sa proximité avec la zone de guerre et de sa dépendance à l'égard des approvisionnements énergétiques extérieurs. Compte tenu de la structure du marché du crédit en euro, où les banques sont plus fortement pondérées, il existe un biais envers les titres notés BBB dans la catégorie investment grade et BB dans la catégorie high yield - les obligations bancaires subordonnées étant davantage représentées dans ces cohortes. Une telle structure peut offrir une certaine résilience dans des conditions économiques légèrement dégradées, mais peut s'avérer beaucoup plus défavorable lorsque les risques extrêmes sont élevés.

Cependant, dans l'ensemble, notre scénario central à moyen terme concernant les spreads des obligations investment grade et à haut rendement sont raisonnablement optimistes. Les spreads des obligations privées en euro devraient se resserrer mécaniquement par rapport aux titres souverains en raison de la suppression des programmes d'achat d'actifs de la BCE, dans un contexte où les spreads se sont déjà largement élargis. Nous tablons donc sur un resserrement modeste par rapport aux niveaux actuels au cours des douze prochains mois.

La situation aux États-Unis

Les fondamentaux actuels du crédit américain sont aussi favorables qu'en Europe, avec peut-être des valorisations encore plus attractives. Les probabilités de défaut et de dégradation des notations sont faibles sur les douze prochains mois, avec une faible dispersion entre secteurs. Autrement dit, les risques de défaut et de dégradation seront surtout liés à des facteurs propres à certains émetteurs. Cela s'explique là-encore par un cycle de crédit relativement court et par la disparition des émetteurs les plus faibles pendant la pandémie. Les émetteurs américains à haut rendement du secteur de l'énergie ont également vu leur situation s'améliorer sensiblement. Cette tendance devrait moins se répercuter sur les taux de défaut que lors des cycles précédents car les producteurs de schiste ont renoué avec une rentabilité solide grâce à l'envolée des prix du pétrole.

Graphique 3 : Taux de défaut des douze derniers mois



Source : BofA Global Research, mai 2022.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.

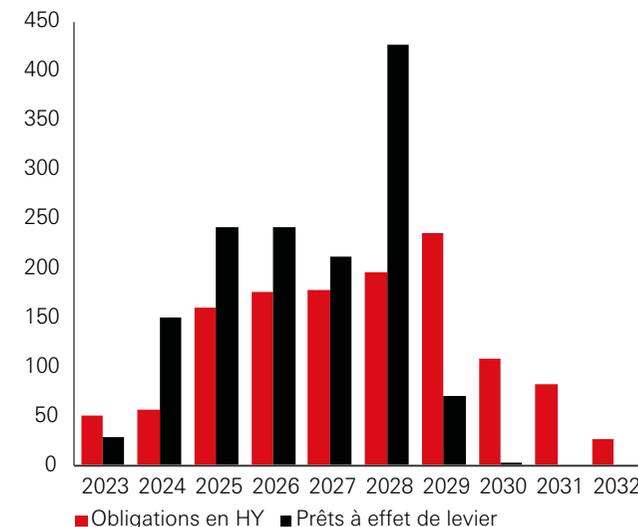
Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management.

Les niveaux d'endettement net sont relativement élevés sur l'ensemble du spectre du crédit. Toutefois, sur le segment investment grade, cela est dû en grande partie aux grandes entreprises très bien notées et à certaines situations spéciales comme les fabricants d'avions, qui ont largement souffert de la pandémie ces deux dernières années.

Ce haut niveau d'endettement est atténué dans une très large mesure par une couverture élevée des intérêts, grâce à une rentabilité solide et à de faibles coûts d'emprunt fixés lorsque les rendements obligataires étaient faibles et les spreads serrés. Cette tendance réduit également le risque de renouvellement. De fait, les échéances sont faibles tant pour les obligations à haut rendement que pour les prêts à effet de levier jusqu'en 2025, sans anomalie problématique au niveau sectoriel.

Graphique 4 : Profil de maturité

En milliards de dollars



Source : BofA Global Research, mai 2022.



Dans l'ensemble, les entreprises américaines sont moins exposées à l'Ukraine et à la Chine et bénéficient d'une offre énergétique abondante à l'échelle nationale.

Les risques extrêmes sont donc moins importants qu'en Europe, mais la conjoncture macroéconomique nous fait craindre une contraction des bénéfices à moyen terme. Dans la mesure où la Fed devra probablement freiner la demande globale afin de contrôler l'inflation, le service de la dette de nombreux emprunteurs ne devrait pas poser de problème, mais cela pourrait entraîner un choc sur les bénéfices beaucoup plus tôt que prévu et raccourcir la fenêtre offerte aux secteurs tentant de se redresser des conséquences de la pandémie. Même lors des précédentes phases de léger ralentissement économique (avec une croissance du PIB réel inférieure à 1,5 %), la croissance des bénéfices a souvent subi une baisse marquée.

Nous tablons donc sur un léger élargissement des spreads des obligations américaines investment grade et à haut rendement au cours des 3 à 12 prochains mois. Nous pensons en effet que les risques de dégradation de l'économie ne sont pas encore totalement intégrés dans les prix et que certains fondamentaux (comme l'endettement net) pourraient être vulnérables. La faible dispersion des rendements entre les émetteurs les plus cycliques et les moins cycliques incite à se positionner en anticipation d'une détérioration de la conjoncture économique.

La situation sur les marchés émergents

En moyenne, les fondamentaux des entreprises des pays émergents sont sains, avec un endettement net inférieur à celui des pays développés, un risque de refinancement très faible et des liquidités abondantes. Les prévisions relatives aux dégradations de notation et aux défauts sont quelque peu faussées par la situation en Ukraine, la crise du financement immobilier en Chine et le risque de dégradation de la note souveraine de l'Inde (à noter que les émetteurs russes ne figurent plus ni dans les indices et ni dans nos calculs).

Par ailleurs, certains secteurs étant de taille relativement modeste, le risque spécifique d'un seul émetteur peut avoir un impact disproportionné sur les prévisions de ces secteurs. Dans l'ensemble, les prévisions concernant les dégradations de notation du crédit en dollar des entreprises des marchés émergents ressortent à environ 5,9 %, mais ce chiffre inclut la relégation potentielle de la notation de l'État indien, pénalisé par des déficits budgétaires élevés dans le sillage de la pandémie, dans la catégorie à haut rendement. En fait, Moody's a fait passer sa perspective vis-à-vis de l'Inde de « négative » à « stable », ce qui réduit la probabilité d'une dégradation, mais Fitch a maintenu sa perspective négative.

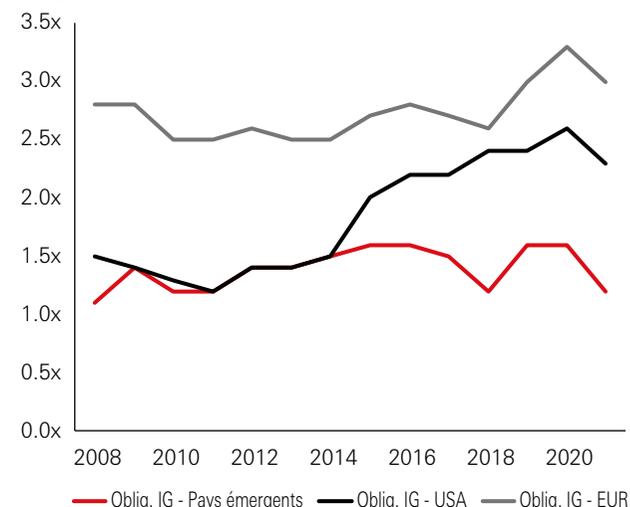
La prévision du taux de défaut par valeur nominale est relativement élevée (4,3 %), mais lorsqu'elle est calculée en proportion de la valeur de marché, elle tombe à 2,8 %. Ces chiffres reflètent en grande partie les difficultés du marché chinois des obligations immobilières, qui intègre déjà un risque de défaut élevé. L'augmentation du risque de défaut souverain et quasi-souverain en Asie est due, pour le premier, aux pays frontières que sont le Sri Lanka et le Pakistan et, pour le second, aux véhicules de financement des collectivités locales chinoises, dont certains auront du mal à générer des revenus suffisants face au ralentissement de l'économie chinoise.

Il est peu probable que les spreads arrêtent de s'élargir dans les mois à venir en raison de l'inflation et des incertitudes entourant les taux. Toutefois, la bonne qualité des entreprises des marchés émergents devrait entraîner un resserrement significatif à l'approche du pic du cycle des taux d'intérêt, dans la mesure où les fondamentaux sous-jacents de ces émetteurs sont incompatibles avec les spreads actuels. Le dénouement de la crise immobilière en Chine et la montée en puissance probable des émissions durables devraient stabiliser le marché du crédit asiatique et diversifier sa composition.

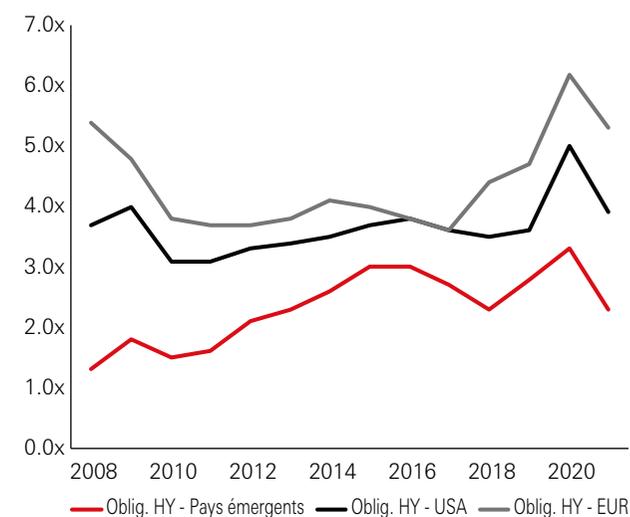
Source : J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., CapitalIQ, décembre 2021.

Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.

Graphique 5 : Comparaison des endettements nets des obligations Investment Grade mondiales



Graphique 6 : Comparaison des endettements nets des obligations à haut rendement mondiales



Les marchés baissiers à l'offensive

Avant-propos

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse
obligatoire

Analyse
actions

Analyse
gestion diversifiée



Les marchés baissiers à l'offensive

Les actions mondiales ont perdu environ 20 % depuis le début de l'année.

Cette forte baisse des performances reflète une kyrielle de facteurs de risque qui pèsent actuellement sur les marchés : l'inflation, les tensions géopolitiques et les confinements en Chine. Tous ces éléments contribuent à une détérioration des perspectives de croissance, qui seront moins favorables aux actions mondiales à court terme. Cependant, les primes de risque attractives et les marges élevées des entreprises plaident en faveur des actions sur le long terme.

Certains catalyseurs pourraient faire évoluer les thèmes d'investissement

Depuis le début de l'année, ce sont les actions défensives mondiales qui dominent les marchés. A l'inverse, compte tenu des craintes croissantes des investisseurs à l'égard des perspectives économiques, les segments cycliques ont souffert. En raison des « incertitudes inédites » actuelles, la question clé est de savoir si la situation macroéconomique restera suffisamment tendue pour que cette tendance se poursuive. Selon nous, les valeurs cycliques ont retrouvé un certain potentiel de valorisation. Et certains segments de marché, comme les petites capitalisations mondiales, nous semblent

vraiment bon marché. Certains catalyseurs pourraient libérer ce potentiel, mais pour l'instant nous restons prudents. Selon nous, il faut se garder d'être trop pessimiste et de trop s'exposer aux secteurs défensifs.

Compte tenu de l'ampleur de la correction des marchés, les ratios cours/bénéfices ont considérablement baissé depuis le début de l'année. Parallèlement à cette tendance, les anticipations de bénéfices ont bien résisté. Sur le terrain, malgré les perturbations macroéconomiques et la difficile gestion des stocks lors du redémarrage de l'économie après la pandémie, les chiffres d'affaires et les bénéfices semblent toujours corrects. Si ces prévisions de bénéfices se maintiennent (ce qui sera néanmoins difficile compte tenu de la contraction

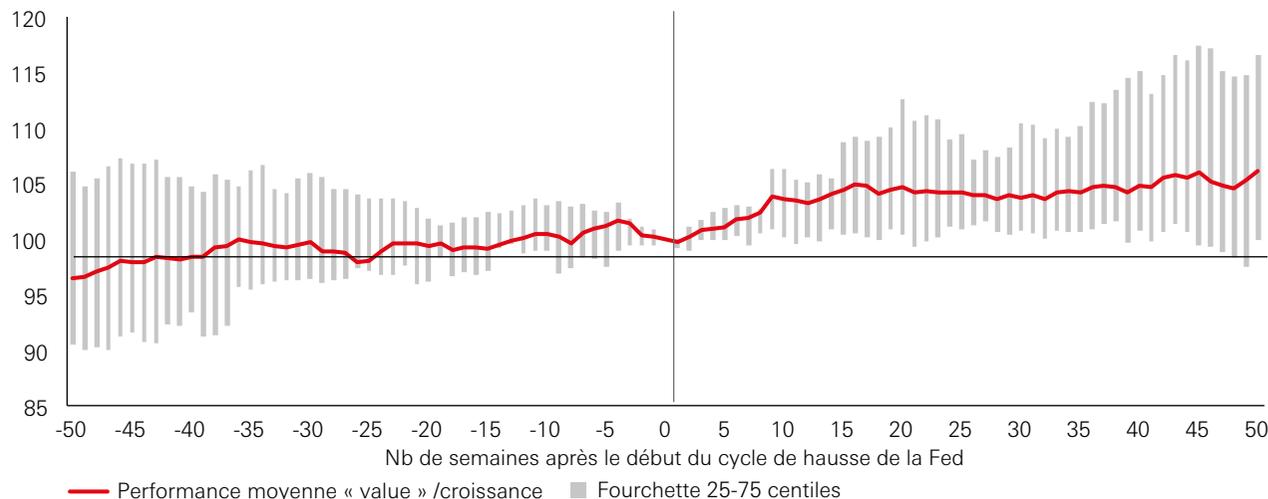
potentielle des marges), alors les actions pourraient générer des performances solides.

La correction subie par les valeurs technologiques est clairement due à la remontée des rendements obligataires. Ainsi, adopter des perspectives plus symétriques vis-à-vis des rendements obligataires (en particulier aux États-Unis) permet désormais d'avoir une opinion un peu plus équilibrée à l'égard des valeurs technologiques et de croissance.

En termes de style de gestion, le facteur « value » offre une marge de sécurité plus élevée et une exposition sectorielle favorable (énergie, finance). Historiquement, les titres « value » ont toujours surperformé les valeurs de croissance pendant les

Graphique 1 : Les titres « value » surperforment lors des cycles de hausse de taux

Performances indice MSCI World Value/Growth après la première hausse des taux de la Fed



Source : Bloomberg, HSBC Asset Management, juin 2022. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**



cycles de hausse des taux (Graphique 1). D'autre part, grâce à leur pouvoir de fixation des prix, les valeurs de bonne qualité peuvent offrir une protection contre l'érosion des marges et surperformer dans un scénario de croissance plus faible.

Marchés développés

Malgré la contraction du PIB américain au premier trimestre 2022, la demande privée enregistre toujours une croissance soutenue. Si, comme prévu, l'inflation atteint un pic très prochainement, les dépenses de consommation souffriront moins et pourraient rester un moteur de croissance d'ici la fin 2022. A titre de comparaison, les bénéficiaires pourraient mieux résister aux États-Unis car le marché est moins directement touché par le conflit en Ukraine. Cette situation, conjuguée à un retour des valorisations à leurs niveaux d'avant la pandémie, constitue un argument clair en faveur des actions américaines.

« Les bénéficiaires pourraient mieux résister aux États-Unis. »



En zone euro, les actions sont très bon marché depuis le début de l'année. La prudence reste toutefois de mise tant que les perspectives économiques ne sont pas plus stabilisées et que le « caractère stagflationniste » des données n'est pas totalement intégré dans les cours, d'autant plus que les actions européennes sont par nature plus cycliques que leurs homologues américaines. D'ici la fin de l'année, les bénéficiaires pourraient également souffrir car la région est plus exposée aux conséquences économiques du conflit en Ukraine.

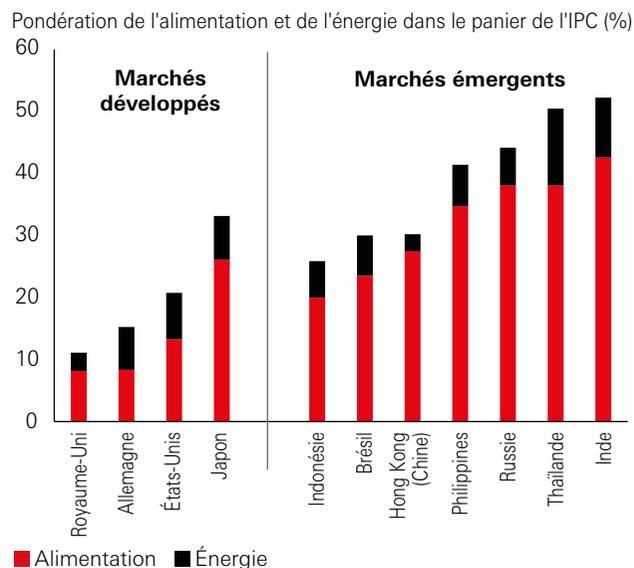
Les politiques menées au Japon restent favorables, même si les perspectives macroéconomiques pourraient pâtir des prix élevés de l'énergie. Les investisseurs doivent également tenir compte

du fait que la faiblesse du yen réduit les marges bénéficiaires, accroît les prix des importations et comprime la consommation intérieure.

Marchés émergents

Dans l'ensemble, les marchés émergents seront probablement plus volatils en raison de leur plus grande sensibilité aux prix des matières premières. Même si le potentiel de valorisation des actions des marchés émergents est plus élevé que celui de leurs homologues des marchés développés, les investisseurs doivent se méfier des risques d'inflation et de contraction de la liquidité. Il serait peut-être préférable d'attendre que la situation se stabilise avant d'initier des positions sur des valeurs très décotées.

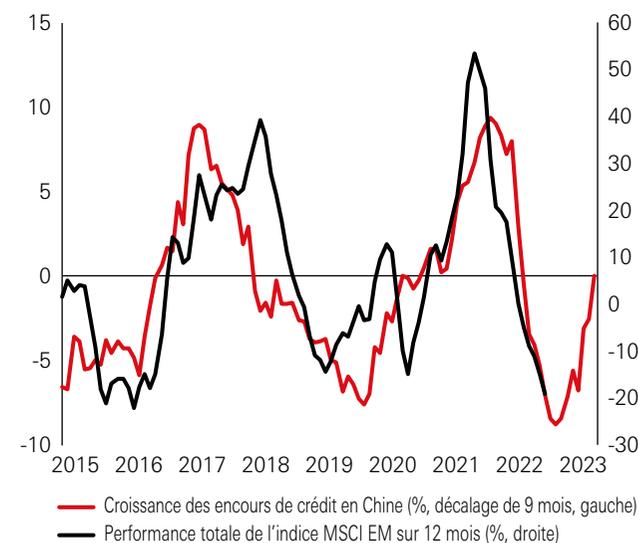
Graphique 2 : Les marchés émergents sont plus exposés à l'inflation des prix alimentaires et énergétiques que les marchés développés



Source : Macrobond, Bloomberg, HSBC Asset Management, juin 2022.

Si l'on s'intéresse de plus près à la Chine, qui est la principale composante des actions des marchés émergents, la multiplication des confinements et le ralentissement du marché immobilier pèseront sur l'économie et donc sur les bénéfices des entreprises à court terme. En outre, en raison des restrictions strictes pour lutter contre la Covid, les mécanismes de transmission de la politique monétaire pourraient se révéler moins efficaces. L'État central a toutefois rassuré le marché à plusieurs reprises en affirmant qu'il ne serait pas avare de mesures budgétaires, comme des réductions d'impôts et des dépenses d'infrastructure, pour soutenir l'économie. Par ailleurs, les réglementations relatives aux secteurs de la technologie et de l'immobilier ont été récemment assouplies.

Graphique 3 : L'augmentation des encours de crédit est favorable aux actions chinoises et émergentes



Source : Bloomberg, HSBC Asset Management, juin 2022.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.



Si l'on ajoute à cela la faiblesse des valorisations, les actions chinoises devraient bien se comporter sur le long terme. Les valeurs de croissance pourraient également revenir sur le devant de la scène si les politiques de soutien sont suffisantes pour augmenter la demande. Autre point positif, la Chine souhaite parvenir à une résolution avec les États-Unis sur la question de la transparence des cotations des ADR.

Analyse des thématiques de long terme

La prudence s'impose à court terme en attendant que la situation se stabilise en matière de bénéfices, mais il est essentiel d'adopter une vision à plus long terme. Il existe des segments « hors des sentiers battus » sur les marchés émergents qui permettent de faire abstraction des craintes liées à la croissance mondiale et à l'inflation qui pèsent sur les performances des marchés financiers. Par exemple en Afrique subsaharienne, les thématiques à long terme sont assez immunisées de ces préoccupations.

En raison des défaillances des marchés, la région subit un déficit d'investissement dans des domaines clés de son économie (électricité, infrastructures, services financiers), mais elle peut s'enorgueillir d'une population jeune, férue de technologie, capable de faire accélérer la courbe de développement.

Les taux de pénétration des PC, par exemple, sont parmi les plus bas du monde, mais la pénétration des téléphones portables est élevée et ne cesse d'augmenter. Cette transition directe vers l'ère numérique, via les téléphones mobiles, a fait de l'Afrique subsaharienne le leader mondial des comptes d'argent mobile, qui permettent d'envoyer, de recevoir et de stocker de l'argent via ces appareils.

Dans ce contexte, l'Afrique progresse rapidement vers un système financier dématérialisé. La région regroupe une grande partie des 2 milliards de consommateurs non bancarisés à l'échelle mondiale, la plupart restant en dehors du système bancaire traditionnel. Ce sont plutôt les opérateurs de réseaux mobiles et les entreprises technologiques qui accélèrent l'inclusion numérique et financière, deux moteurs essentiels de la croissance économique.

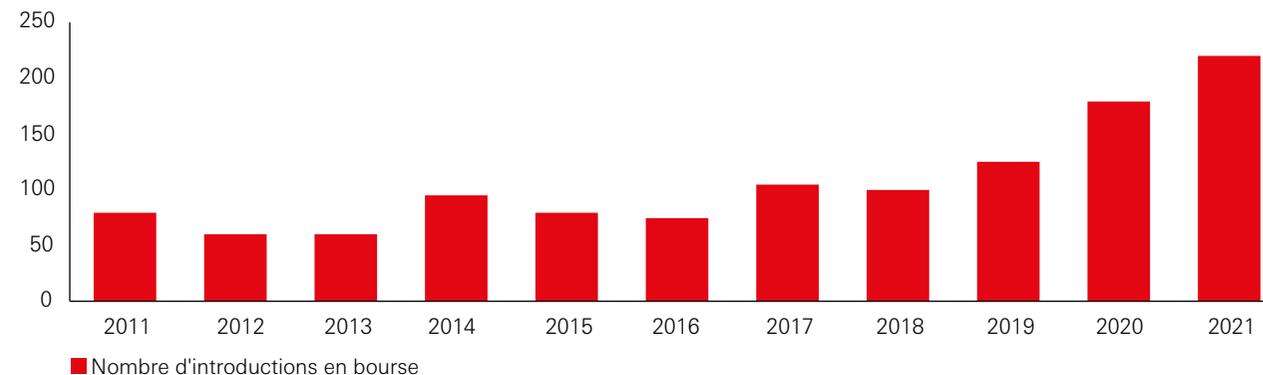
Ces entreprises présentes en Afrique qui parviennent à exploiter ces mutations sont moins exposées au ralentissement actuel de la croissance mondiale et à l'envolée de l'inflation, pour une multitude de raisons.

Tout d'abord, les moteurs de la croissance des bénéfices sont par nature domestiques. C'est pourquoi l'appréciation du dollar n'a que peu d'impact. Il n'existe aucune pénurie de main-d'œuvre compte tenu de la croissance rapide de la population en âge de travailler (l'âge moyen sur le continent est de 19 ans). Enfin, les opérateurs de réseaux mobiles et les entreprises intervenant dans cet écosystème sont en mesure de répercuter la hausse des coûts sur leurs clients.

A noter que les thèmes de croissance à long terme comme celui-ci ne font pas partie de ceux qui attirent l'attention des investisseurs et dont les multiples sont déjà élevés. Leurs multiples sont assez proches des titres « value » et leurs places de cotation, bien loin du Nasdaq, les immunisent des fluctuations des valeurs technologiques.

Ces types d'opportunités se retrouvent également dans d'autres régions que l'Afrique sub-saharienne. L'augmentation régulière des introductions en bourse sur tous les continents témoigne de l'évolution de la composition des entreprises publiques dans les marchés émergents. A mesure que des entreprises innovantes

Graphique 4 : Des marchés émergents dynamiques



Source : Bloomberg, JP Morgan, à fin mars 2022. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.

« L'Afrique subsaharienne est l'une des régions où les thématiques à long terme sont assez immunisées des craintes suscitées par la croissance mondiale et l'inflation. »

se développent et commercialisent des produits dans un nombre accru de pays émergents, la « vieille économie » a tendance à perdre du terrain.

Selon le FMI, la croissance économique en Afrique, au Moyen-Orient et en Asie l'année prochaine sera environ deux fois plus élevée qu'aux États-Unis et en Europe. L'expansion à long terme de ces régions, articulée autour de thématiques majeures telles que les infrastructures d'énergie verte, l'essor de la classe moyenne ou l'accès à la santé, aura des conséquences majeures pour les industries et les entreprises locales. Ces opportunités offrent une sorte de répit à long terme pour affronter les turbulences actuelles des marchés.

Composer avec un nouveau régime de marché

Avant-propos

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse
obligatoire

Analyse
actions

Analyse
gestion diversifiée



Composer avec un nouveau régime de marché

Lorsqu'une économie fonctionne correctement et qu'une demande émerge, les capitaux affluent pour générer une offre suffisante. Cependant, compte tenu du changement de régime des marchés, cet équilibre sera désormais plus difficile à atteindre pour de nombreux marchés, avec des conséquences considérables pour les portefeuilles.

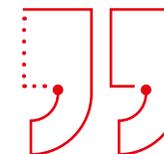
Ces dernières années, des capitaux massifs ont afflué vers les secteurs technologiques, dans l'espoir de meilleures perspectives et d'un retour sur investissement plus élevé. L'insuffisance des investissements dans les actifs physiques nous a désormais rattrapés. Nous manquons d'énergies bon marché pour faire fonctionner les économies, de métaux pour la fabrication, d'engrais pour les cultures et, par conséquent, de nourriture en quantité suffisante dans certaines régions.

Il est aujourd'hui plus compliqué de résorber ces pénuries que par le passé. Les dépenses d'investissement dans le secteur de l'énergie, par exemple, sont inférieures aux niveaux habituels en période de hausse des prix du pétrole. Les producteurs de pétrole n'ont guère d'intérêt à exploiter de nouvelles sources d'approvisionnement puisqu'une grande partie du monde s'est engagée à abandonner les combustibles fossiles. En outre, compte tenu des difficultés accrues pour accéder à de nouvelles sources de pétrole, les dépenses pour lancer un projet ne cessent d'augmenter, ce qui aggrave le problème. Ainsi, en l'absence

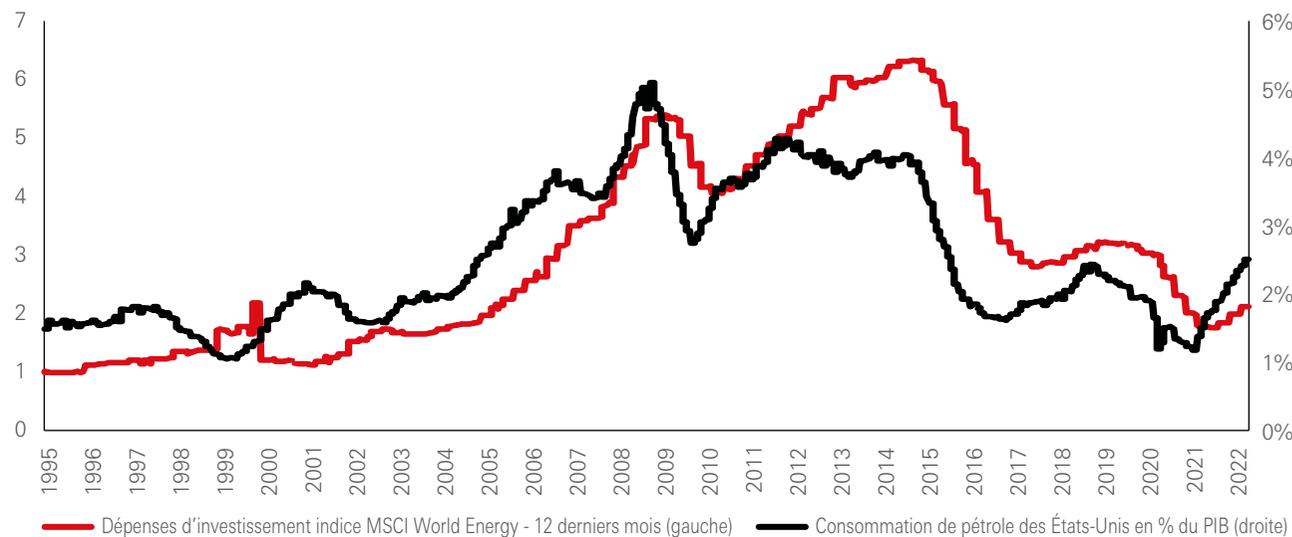
d'une récession et d'un ralentissement associé de la demande, les prix du pétrole devraient rester élevés.

De même, les dépenses d'investissement dédiées à l'extraction de matériaux n'ont toujours pas vraiment repris. Alors que les prix des métaux industriels ont augmenté de 75 % ces deux dernières années, la progression des dépenses d'investissement est à peu près du même ordre. Autre facteur, le fait d'avoir déjà extrait les matériaux les plus accessibles. Là encore, compte tenu du degré de complexité des processus d'extraction et des dépenses d'investissement supplémentaires pour lancer un nouveau projet. Toutefois, contrairement aux perspectives à long terme du pétrole, la demande de matériaux ne va

« Plusieurs thèmes structurels - comme la démondialisation, les politiques climatiques et le supercycle des matières premières - sont désormais passés au premier plan. »



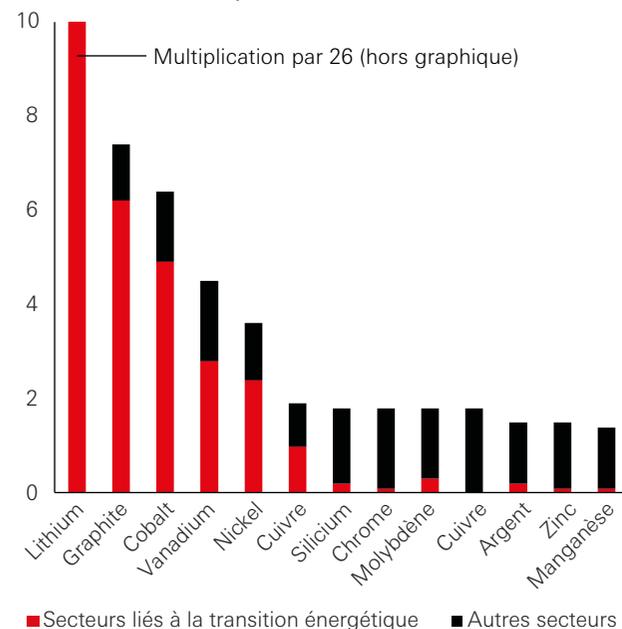
Graphique 1 : Dépenses d'investissement du secteur énergétique vs consommation de pétrole



Source : Bloomberg, HSBC AM, mai 2022. **Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**



Graphique 2 : La demande de métaux essentiels à la transition énergétique va fortement augmenter (ratios, conso. moy. dans les années 2030 vs moyenne des années 2010)



Source : Perspectives de l'économie mondiale du FMI (octobre 2021). Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Global Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.

certainement pas diminuer. Au contraire, l'abandon progressif des combustibles fossiles nécessitera un recours intensif à des métaux et minéraux essentiels pour créer des solutions à base d'énergies renouvelables.

Politique climatique, démondialisation et effets boule de neige

Le Graphique 2 illustre l'augmentation potentielle de la demande des principaux métaux et minéraux si la neutralité carbone doit être atteinte d'ici 2050 : elle sera multipliée en moyenne par cinq dans les années 2030 par rapport à la décennie précédente.

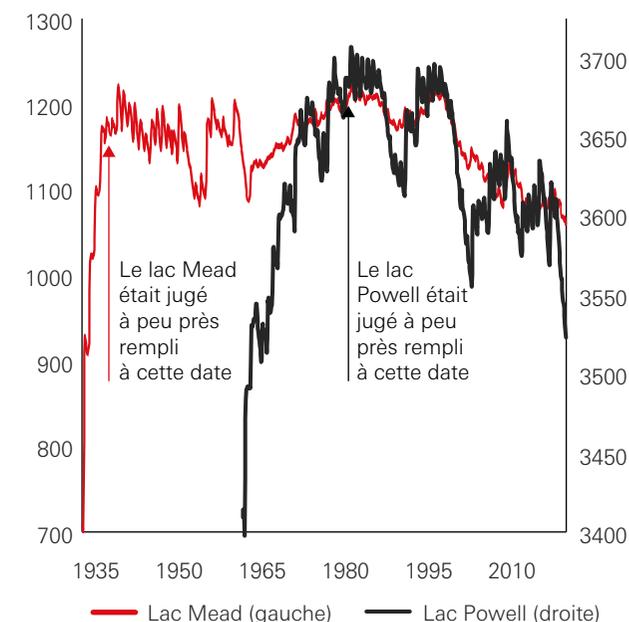
Face à l'explosion de la demande de lithium, les constructeurs de véhicules électriques réclament aux groupes miniers d'accélérer l'extraction de ce composant essentiel des batteries, dont le prix a déjà été multiplié par cinq en un an. Bien entendu, ces constructeurs doivent faire face à des défis beaucoup plus importants dans leurs chaînes d'approvisionnement, qui dépendent d'un grand nombre des matériaux mentionnés dans le graphique, ainsi que d'autres composants en pénurie, comme les semi-conducteurs.

Les grands fabricants de puces ont augmenté leurs dépenses pour créer de nouveaux sites de production au cours des prochaines années. Toutefois, c'est encore une fois le caractère fini des ressources naturelles qui pourrait constituer un obstacle à plus long terme. Les projets les plus ambitieux annoncés sont concentrés aux États-Unis, ce qui constitue une évolution historique liée aux efforts de relocalisation du gouvernement américain et aux quantités importantes d'électricité et d'eau nécessaires à la fabrication de semi-conducteurs.

Taiwan, qui abrite la plupart des usines de fabrication de semi-conducteurs du monde, a connu des épisodes de sécheresse parmi les plus sévères de son histoire en raison de l'évolution récente du climat. L'année dernière, les industriels utilisateurs d'eau ont été invités à réduire leur consommation d'eau de plus d'un dixième. Sa dépendance continue à l'égard d'un seul pays et la résilience de ses ressources naturelles mettrait clairement en péril les chaînes d'approvisionnement à long terme.

Malheureusement, les États-Unis ne sont pas à l'abri d'une augmentation des pénuries d'eau. Le fleuve Colorado, qui s'étend sur 2 000 kilomètres, est une source d'eau vitale pour plusieurs États de l'ouest, dont l'Arizona, où plusieurs projets d'usines de fabrication de semi-conducteurs ont été annoncés. La Vallée impériale de Californie, toute proche, abrite certaines des terres agricoles les plus prolifiques des États-Unis et constitue une source importante de fruits et légumes d'hiver. Pourtant, ces terres seraient désertiques sans l'irrigation artificielle fournie par le fleuve Colorado, dont le volume diminue. Et la baisse des niveaux des lacs Mead et Powell, que le fleuve alimente, menace leur capacité à produire de l'énergie hydroélectrique.

Graphique 3 : Niveaux d'eau des lacs Mead et Powell (en pieds)



Source : HSBC Asset Management, US Bureau of Reclamation, avril 2022.

Une perte même partielle de cette source d'énergie accentuerait la pression sur les réseaux énergétiques. Une telle situation pourrait conduire à un choix cornélien : alimenter l'activité économique ou privilégier la consommation d'eau pour la population et les agriculteurs. La Chine, qui représente un cinquième de la population mondiale mais ne possède que

« La Chine représente un cinquième de la population mondiale, mais ne possède que 7 % de son eau douce. »





7 % de son eau douce, pourrait être confrontée à un dilemme similaire, mais à plus grande échelle. L'hydroélectricité représente environ 18 % de l'électricité produite en Chine.

Perspectives

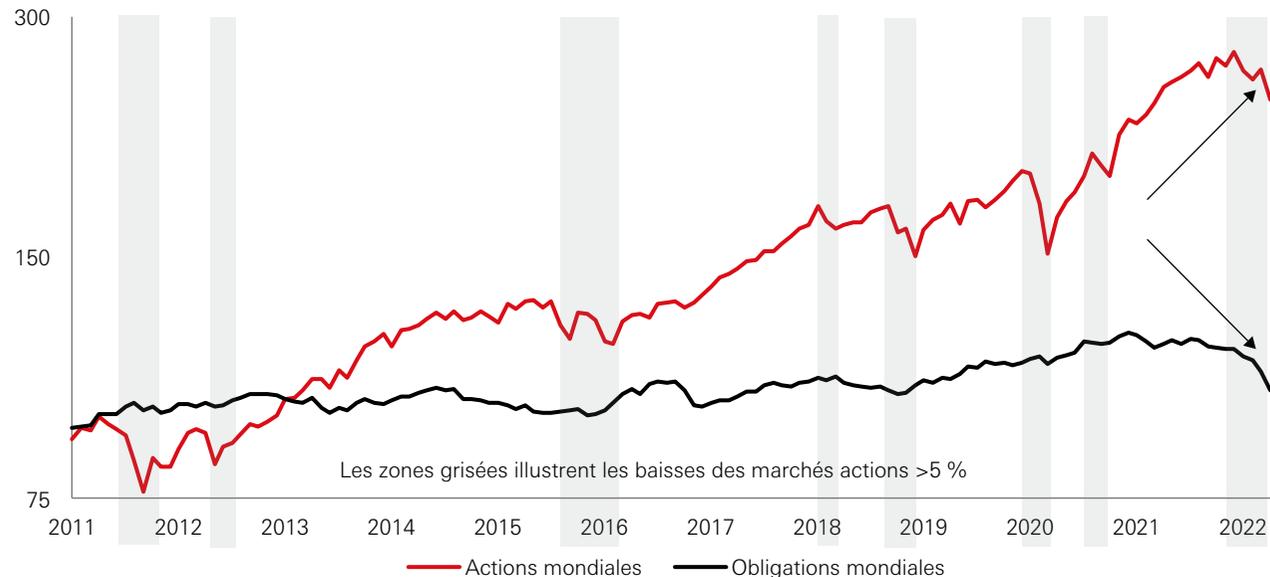
Augmenter les investissements dans les énergies éolienne et solaire est une solution alternative évidente à la production d'électricité, mais le besoin de métaux très recherchés, comme nous l'avons évoqué précédemment, limite le rythme de leur expansion. D'autres solutions sont nécessaires, ce qui, pour certains pays, pourrait se traduire par un recours croissant à l'énergie nucléaire, en particulier si certains - comme les États-Unis - souhaitent sérieusement relocaliser leur production.

Les phénomènes de démondialisation et de relocalisation nécessiteront d'ajuster les intrants sur l'ensemble des chaînes d'approvisionnement, ce qui prendra du temps. Et les investissements dans les ressources de base de l'économie mondiale - matières premières, énergie, eau et réseaux électriques - devront compenser des années de sous-investissement.

Des politiques plus interventionnistes de la part des États, via des législations et des programmes budgétaires alignés sur les objectifs environnementaux et sociaux, permettront de mobiliser les capitaux nécessaires. L'ampleur des investissements nécessaires pour atteindre les ambitions climatiques ou encore faciliter les relocalisations, n'en est pas moins considérable. Compte tenu des interdépendances

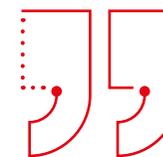
Graphique 4 : Les obligations ont perdu leur capacité de couverture des portefeuilles

Performance totale indexé (éch. logarithmique)



Source : HSBC Asset Management, Bloomberg, juin 2022. **Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

« Les investissements dans les ressources de base de l'économie mondiale - matières premières, énergie, eau et réseaux électriques - devront compenser des années de sous-investissement. »



des chaînes d'approvisionnement que nous avons évoquées, des goulets d'étranglement apparaîtront toujours ci et là. Du fait d'une demande excessive en ressources finies, l'inflation se fera plus persistante que par le passé.

Conséquences pour les portefeuilles

La hausse de l'inflation et donc des taux d'intérêt participent d'un changement de régime qui a renversée la corrélation entre les obligations et les actions (Graphique 4). Nous avons discuté de ce scénario dans nos perspectives de fin d'année et nous en avons conclu qu'un portefeuille composé simplement d'actions et d'obligations ne pourra plus répondre aux velléités de diversification des investisseurs.

Compte tenu des dynamiques qui se profilent, les portefeuilles devraient absolument être exposés à des actifs réels dignes d'intérêt. Au-delà de leur potentiel de performance, ces actifs resteront sources d'une certaine résilience face à la persistance de l'inflation qui accompagne une économie de pénuries.

C'est pourquoi les actifs alternatifs devraient devenir une composante plus fréquente des différents profils de risque des portefeuilles. Outre les actifs réels tels que les infrastructures et les matières premières, les hedge funds et d'autres stratégies dont les sources de performance diffèrent de celles des marchés traditionnels offrent un précieux degré de diversification dans ce nouveau régime de marché.

Information importante

Information importante

Ce document a été produit exclusivement à des fins d'information générale. Les vues et opinions exprimées sont celles d'HSBC Asset Management, sur la base de données à juin 2022. Ces vues et opinions ne sauraient constituer une recommandation de placement. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment et sans préavis.

Cette présentation est produite et diffusée par HSBC Asset Management et n'est destinée qu'à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation (même partielle), sans autorisation, de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management.

En cas de besoin, les investisseurs peuvent se référer à la charte de traitement des réclamations disponible dans le bandeau de notre site internet et sur le lien suivant :

<https://www.assetmanagement.hsbc.fr/-/media/files/attachments/france/common/traitement-reclamation-amfr-vf.pdf>

En conséquence, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses.

Toutes les données sont issues de HSBC Asset Management sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude. Le capital n'est pas garanti.

HSBC Asset Management est la marque commerciale de l'activité de gestion d'actifs du Groupe HSBC, qui comprend les activités d'investissement fournies par nos entités locales réglementées.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre. S.A au capital de 8.050.320 euros.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 38 avenue Kléber 75116 PARIS

Siège social : Immeuble Coeur Défense | 110, esplanade du Général de Gaulle - La Défense 4 - 92400 Courbevoie - France

www.assetmanagement.hsbc.fr

Document non contractuel, mis à jour en juin 2022

Copyright : Tous droits réservés © HSBC Global Asset Management (France), 2022.

AMFR_2022_INSTIT_MA_0718. Expire: 12/2022.

