

2022, à la poursuite des équilibres

Janvier 2022



2021 restera dans l'histoire comme l'année d'une reprise inédite. En 2022, alors que le risque sanitaire est toujours présent, les Banques centrales devront réussir à trouver l'équilibre et prendre les mesures qu'il convient pour contenir l'inflation élevée.

Après le choc provoqué par la Pandémie de Covid 19 et un recul du PIB mondial de 3,4% en 2020, la reprise économique est plus forte qu'anticipée initialement. Le PIB mondial a retrouvé son niveau d'avant crise et devrait croître de 5,6% en 2021 puis de 4,5% en 2022, selon les dernières Perspectives économiques de l'OCDE (décembre 2021). Toutefois cette reprise est inégale dans son ampleur et son séquençage notamment en raison de taux de vaccination très variables à travers le monde avec dès lors des mesures de restriction plus ou moins rapides à lever voire qui doivent de nouveau être imposées. La réouverture des économies s'est traduite par un fort rebond de l'activité accompagné d'un niveau de demande « en attente » inédit que l'offre n'a pu satisfaire, en raison des retards de livraisons, des fermetures des entreprises, des pénuries de stocks et de main d'œuvre. Ce déséquilibre a contribué à créer les conditions parfaites pour déclencher une poussée inflationniste mondiale.

Avec les tensions inflationnistes provoquées par la forte reprise économique aux Etats-Unis, et en Europe, l'attention s'est de plus en plus portée sur l'évaluation du calendrier des futures actions des Banques centrales et plus particulièrement le début du « tapering » aux Etats-Unis, c'est-à-dire la réduction des rachats d'actifs. Si les banquiers centraux ont longtemps maintenu un discours rassurant sur le caractère transitoire des poussées inflationnistes, soucieux de ne pas resserrer trop vite les conditions monétaires et ainsi de ne pas réitérer les erreurs du passé, ils ont tout de même dû intégrer ce phénomène préoccupant. La gestion de la politique monétaire se fait en effet plus complexe dans un contexte de croissance plus modérée et d'inflation qui reste élevée plus longtemps que prévu.

Les Banques centrales ont donc dû entamer la première étape de la normalisation de la politique monétaire avec la réduction des programmes d'achats quantitatifs (le « tapering »).

Les anticipations de remontée de l'inflation dans le sillage d'une reprise économique plus forte qu'attendu aux États-Unis, confirmées à chaque publication mensuelle des indices des prix, ont fait craindre aux investisseurs un resserrement monétaire plus rapide qu'escompté. Aux États-Unis, l'inflation a atteint 7% sur un an en décembre 2021, selon l'indice des prix à la consommation (CPI) publié par le département du Travail, soit son plus haut niveau depuis 1982. En zone euro, les prix ont grimpé de 5% en glissement annuel en décembre d'après Eurostat, un record. Ces poussées inflationnistes ont renforcé les anticipations des investisseurs d'un resserrement plus rapide que prévu des politiques monétaires des Banques centrales. La Réserve fédérale a d'ailleurs annoncé mi-décembre l'accélération du « tapering » (la fin progressive des programmes d'achats d'actifs) et ouvert la voie à des hausses de ses taux d'ici la fin 2022. En revanche, la Banque centrale européenne a promis de prolonger encore un certain temps son important soutien à la croissance.

C'est principalement la communication de la Fed sur le caractère transitoire de l'inflation et sur la normalisation de sa politique monétaire qui ont dicté les variations, parfois violentes, des rendements en 2021. Après un été plus calme, le marché obligataire américain a connu un regain de tension fin septembre 2021 quand la Fed a adopté un ton légèrement plus « hawkish » et confirmé le début du « tapering » en fin d'année. Le rendement des Bons du Trésor américains a terminé l'année à 1,51%, en hausse de près de 60 points de base en un an.

En zone euro, les rendements sont aussi remontés mais dans une moindre mesure. La communication suffisamment claire de la Banque centrale européenne indiquant qu'elle agirait pour limiter la hausse des taux, suivie d'effets, a permis de contenir les tensions sur les marchés obligataires européens qui ont toutefois été agités. Le Bund allemand à 10 ans, toujours en territoire négatif, a regagné sur la période plus de 38 points de base à -0,19% fin décembre après un plus haut en octobre proche de zéro. En France, le rendement de l'OAT (Obligation Assimilable du Trésor) 10 ans, qui avait commencé l'année en territoire négatif, a pris en un an plus de 55 points de base à 0,19%, à l'issue d'une année en dents de scie marquée par des pics en mai et en octobre. En Italie, le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans a gagné 63 points de base sur un an à 1,17% à la fin d'un exercice marqué par des variations importantes.

L'année 2021 a été marquée par une performance négative du marché du crédit Investment Grade¹, malgré un léger resserrement des « spreads » sur la période. En effet, le marché du crédit a été très dépendant des mouvements de taux. Ceux-ci ayant globalement augmenté en 2021, la contribution des taux a affecté la performance et n'a pas été compensée par le resserrement des « spreads » déjà très bas. Après plusieurs années de performances positives liées à une baisse progressive des taux et des « spreads » de crédit (et ce malgré l'épisode très agité de la crise sanitaire de 2020), ce marché avait probablement atteint des valorisations trop élevées fin 2020.

Le marché des obligations d'entreprises Haut rendement¹ (entreprises de qualité de crédit inférieure à l'Investment Grade, High Yield) a mieux résisté. En effet, il est moins sensible aux mouvements de taux mais plus sensible à la dégradation ou à l'amélioration de la qualité de crédit des entreprises. Or, en 2021, les fondamentaux de crédit se sont globalement appréciés et les taux de défaut sont restés à des niveaux historiquement faibles.

En 2021, les grandes places boursières, à l'exception de l'Asie, ont enregistré de belles performances. Sur douze mois, l'indice MSCI World net en euro a progressé de plus de 30% (avec dividendes). Les actions ont continué à être portées par les flux de liquidités déversés par les banques centrales, les plans de relance budgétaires, notamment aux États-Unis, la réouverture des économies, le déploiement des campagnes de vaccination ainsi que par les bons résultats des entreprises et les perspectives encourageantes de leurs dirigeants.

Si le marché actions américain mène la danse, le marché européen tire bien son épingle du jeu, grâce au beau parcours des sociétés cycliques (banques, auto, médias) mais aussi grâce aux valeurs de croissance (technologie, consommation discrétionnaire). Le marché japonais quant à lui affiche une progression un peu moins soutenue tandis que les marchés émergents ferment la course, pénalisés par une performance chinoise négative, sur fond d'interrogations sur la dynamique de croissance.

A Wall Street, le S&P 500 a gagné plus de 28% (dividendes réinvestis). La Bourse de Paris a franchi fin décembre un nouveau sommet au-dessus des 7000 points, et battu ses homologues de Londres, Francfort ou Milan. Le CAC 40 a terminé en hausse de plus de 31% (avec dividendes) sur l'exercice.

2022, à la poursuite des équilibres

En 2022, alors que le risque sanitaire est toujours présent, les Banques centrales devront réussir à trouver l'équilibre et prendre les mesures qu'il convient pour contenir cette inflation élevée, dans un contexte où la croissance sera plus modérée qu'en 2021.

Aviva Investors France s'attend à une croissance de l'économie mondiale toujours robuste, supérieure à 4%, mais progressant à un rythme moins soutenu que l'année précédente. Les tensions inflationnistes devraient se calmer en 2022 par rapport aux pics de la fin 2021, plus particulièrement sur la deuxième partie de l'année. La moyenne annuelle 2022 sera toutefois plus élevée que celle de 2019.

Ainsi, la gestion de la politique monétaire se fait plus complexe dans un contexte de croissance plus modérée et d'inflation qui reste élevée plus longtemps que prévu. La Réserve fédérale, en accélérant la vitesse du « tapering », s'est laissée plus de flexibilité pour augmenter les taux dès le premier semestre de 2022, pour prévenir, s'il le faut, des effets indésirables sur les salaires et les prix.

Le désalignement des politiques monétaires entre la Fed et la BCE pourrait se creuser car, selon nous, une hausse des taux en zone euro ne pourra pas être envisagée en 2022. Mais le degré d'incertitude reste élevé, les « faucons » seront de plus en plus vocaux si l'inflation se fait plus persistante, rendant la recherche d'un consensus plus difficile à atteindre au sein du Conseil de la BCE.

Les actions devraient continuer de progresser, mais prudence sur les obligations

Le cycle économique devrait continuer et la croissance rester au-delà du potentiel aux Etats-Unis, selon notre scénario central, deux facteurs de fort soutien pour les actions en général. Mais la croissance des bénéfices pourrait ralentir tandis que les tensions sur les coûts devraient persister, il faudra donc surveiller les marges des entreprises. L'année devrait tout de même être positive pour les actions, même s'il convient de se préparer à des performances plus modestes par rapport aux deux dernières années. L'action de la Fed sera également centrale pour les actifs risqués : il faut que son président, Jerome Powell, trouve la juste vitesse de croisière, car une remontée trop précoce (ou brutale) des taux ou à l'inverse une remontée trop tardive pourrait dans les deux cas générer de la volatilité² sur les marchés.

Dans le cadre d'une normalisation graduelle de la politique monétaire, les obligations souveraines devraient continuer à sous-performer en 2022. Si les anticipations d'inflation restent en ligne avec les cibles de long terme des Banques centrales, et si l'inflation réalisée ralentit comme prévu au second semestre 2022, la progression des taux longs devrait continuer mais être modérée. En effet, les bilans des Banques centrales devraient continuer à peser sur la prime de terme obligataire³, et donc sur les taux longs en 2022. Il faut également souligner que la vague d'émissions obligataires ESG (Environnement, Social et Gouvernance) sera importante en 2022. A titre illustratif, l'Union européenne a planifié d'émettre 250 milliards d'euros d'obligations vertes pour financer le Plan de relance d'ici à la fin de 2026.

Concernant le marché de l'inflation, les taux réels sont susceptibles de monter dans le sillage de la normalisation des politiques monétaires. Après une année 2021 où les taux réels ont touché des plus bas historiques ou s'en sont approchés dans la plupart des pays développés, une remontée semble le scénario le plus probable pour 2022.

Les anticipations d'inflation, quoiqu'élevées par rapport aux niveaux observés lors de la dernière décennie, pourraient quant à elles continuer à progresser alors qu'un changement de régime pour l'inflation est possible en raison notamment des politiques budgétaires et monétaire extraordinaires mises en place pendant la crise et également en lien avec la transition écologique qui nécessitera de nombreux investissements. En conséquence, nous favorisons une allocation sur les obligations indexées à l'inflation en diversification, en alternative à des obligations à taux fixe.

Nous anticipons ainsi une année particulièrement agitée sur les marchés de taux, qui justifie d'adopter une approche flexible dans la gestion.

Les obligations d'entreprises devraient profiter de la dynamique de croissance positive et des taux de défaut qui devraient rester stables, alors qu'elles seront pénalisées par la remontée des taux. Il convient donc selon nous de privilégier les obligations à haut rendement¹ par rapport aux obligations « investment grade »¹ (mieux notées) qui offrent un potentiel de meilleur portage (rendement) et dont la performance devrait être moins impactée par la normalisation des taux. Le désalignement entre la Fed et la BCE devrait également être plus propice aux obligations d'entreprises européennes face à leurs homologues américaines.

Nous pensons que les risques principaux portent sur la crise sanitaire, ainsi que sur une erreur de politique monétaire face à l'inflation. Enfin, 2022 sera une année électorale riche : élections présidentielles en France, élections du président en Italie, élections en Chine et les élections de mid-term (mi-mandat) américaines. A suivre !

Les analyses présentées, en date du 10/01/2021, reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Aviva Investors France, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

Retrouvez la version complète du dossier Bilan 2021 et Perspectives 2022 avec le lien suivant : <https://www.avivainvestors.com/fr-fr/nos-vues/bilan-perspectives/>

Références

¹ Les obligations spéculatives à « Haut rendement », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » (notées de AAA à BBB- selon Standard & Poor's et Fitch) en raison de la santé financière plus fragile de leurs émetteurs selon les analyses des agences de notation. Elles sont donc considérées comme plus risquées par les agences de notation et offrent en contrepartie des rendements plus élevés.

² La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

³ La prime de terme reflète la rémunération supplémentaire que les investisseurs demandent pour investir sur les obligations de maturité plus longues et donc plus risqués.

Contacts presse

Marion Duchêne

marion.duchene@shan.fr

Tél : + 33 (0)6 46 47 09 79

Claire Hilbert

claire.hilbert@shan.fr

Tél : +33 (0)6 15 80 91 30

INFORMATION IMPORTANTE :

Ce document est établi par Abeille Asset Management, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est sis 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229. Le 22 novembre 2021, Aviva Investors France change de nom et devient Abeille Asset Management. Ce changement de dénomination sociale s'inscrit dans le cadre de l'intégration des entités du groupe Aviva au groupe Aéma à la suite de la cession des activités françaises du groupe Aviva Plc à Aéma en date du 30 septembre 2021. Abeille Asset Management n'appartenant plus au groupe Aviva plc, elle ne saurait être tenue responsable des publications effectuées par Aviva Plc et ses filiales sur le territoire français.

Il ne saurait être assimilé à une activité de démarchage, à une quelconque offre de valeur mobilière ou instrument financier que ce soit ou de recommandation d'en acheter ou d'en vendre.

Il contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Abeille Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Abeille Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.