

# GRAND ANGLE

AVRIL 2021

Comité du 06/04/21 • Achevé de rédiger le 08/04/21

## Un an après la peur du vide, les marchés semblent euphoriques...



Jean-Marie MERCADAL  
Directeur Général Délégué  
en charge des gestions

**En un an, nous aurons vécu le pire, puis le meilleur : une chute boursière brutale suivie d'un rebond spectaculaire qui a porté les indices à leurs plus hauts historiques ou niveaux d'avant crise. La rapidité de ces mouvements interpelle, comme les enseignements de cette crise inédite. Nous préconisons de prendre un peu de recul, en matière d'investissement bien sûr, mais aussi pour essayer de réfléchir aux enseignements des événements récents, où le meilleur côtoie également plusieurs risques.**

Notre allocation  
au 08/04/21

Sous-pondéré		Neutre	Surpondéré	
--	-	=	+	++

### CLASSES D'ACTIFS

Tout est actuellement assez cher. Il y a peu de perspective d'appréciation des obligations et les rendements sont globalement faibles. En relatif, les actions sont plus intéressantes à moyen/long terme mais sont « surachetées » à court terme.

Monétaire	→
Obligations	→
Convertibles	→
Actions	→
Matières premières	→
Alternatif/Perf. absolue	→

### OBLIGATIONS

Les spreads de crédit<sup>(1)</sup> se sont resserrés et ont retrouvé leurs niveaux d'avant crise. Les obligations « High Yield » restent intéressantes pour le portage positif relatif.

Dettes souv. Euro Core	→
Dettes souv. Euro périph.	→
Euro Investment Grade	→
High Yield	→
Index. inflation/Breakeven	→
Dettes émer. devises fortes	→
Dettes émergente locale	→

### ACTIONS

Les marchés actions ont déjà bien intégré le rétablissement des bénéfices des entreprises qui aura lieu avec la reprise économique. L'évolution des marchés devrait être plus erratique au cours des prochaines semaines.

États-Unis	→
Zone Euro	→
Royaume-Uni	→
Japon	→
Émergents	→
Chine	→

### ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES

Le rattrapage des valeurs financières, cycliques et/ou sensibles à la remontée des taux d'intérêt (comme les Banques par exemple) est bien amorcé. Il reste encore un peu de potentiel selon nous.

Croissance	→
Value	→
Small / Mid caps	→
Cycliques	→
Financières	→

### DEVICES

Le dollar a bénéficié de la forte reprise attendue de l'économie américaine et de la remontée des taux obligataires. Mais au vu de l'ampleur des déficits créés, nous ne voyons pas de forte appréciation supplémentaire.

Dollar US	→
Yen	→
Livre sterling	→

<sup>(1)</sup> Spreads de crédit : différentiel de rendement d'une obligation d'entreprise privée avec celui d'une obligation souveraine.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

### Nous sortons donc progressivement de cette crise, avec des sentiments contrastés

D'un côté, il y a de quoi s'inquiéter du stock de dettes encore accru, qu'il va bien falloir rembourser et/ou porter pendant longtemps, et nous savons que le fardeau des dettes entrave les capacités d'investissement pour les générations futures. Par ailleurs, nos économies apparaissent de plus en plus dépendantes des perfusions des autorités monétaires et gouvernementales pour leur survie. Mais inversement, il y a aussi matière à s'enthousiasmer ! Cette période a mis en lumière toute la créativité humaine entrepreneuriale, illustrée naturellement par la découverte rapide de vaccins, mais aussi plus globalement par l'expansion de l'économie numérique dans son ensemble. De plus, la prise de conscience « écologique » a été stimulée davantage et des champs de progrès immenses dans les domaines de l'économie « verte » vont s'ouvrir au cours des prochaines années.

Cette crise n'est pourtant pas encore terminée dans les faits. Il y a encore trop de malades de la Covid-19 et de nombreux secteurs économiques tournent encore au ralenti. Mais pour les investisseurs, c'est autre chose. Ils ont acté un rétablissement rapide des économies grâce aux campagnes de vaccination, dans un monde inondé de liquidités par les Banques Centrales et stimulé par un plan d'investissement massif aux États-Unis, qui peut entraîner les autres pays... **La croissance va donc accélérer et cet optimisme est partagé par la majorité des économistes.** Un net rebond de l'activité se produira à partir du deuxième trimestre, surtout aux États-Unis. La croissance du PIB mondial pourrait ainsi dépasser le consensus actuel qui se situe à + 5,5 % pour 2021. La zone Euro, un peu en retard dans ce contexte compliqué dans la vaccination, devrait suivre et une croissance de plus de 4,0 % est attendue. La Chine est en revanche en avance de cycle. Le pays a rouvert son économie plus tôt et profité également de ses exportations en produits électroniques et sanitaires. Aujourd'hui, le pays commence à lever les stimulations macroéconomiques qui avaient été décidées, en freinant le crédit bancaire notamment.

#### QUELLES RÉFLEXIONS PORTER SUR CETTE PÉRIODE PARTICULIÈRE ?

**Les Banques Centrales** sont entrées dans le débat public et sont devenues un paramètre essentiel pour les marchés et l'économie. Le Président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, illustre bien le rôle sociétal qu'ont pris les Banques Centrales. Il rappelle régulièrement qu'il a deux objectifs majeurs : celui du retour à une situation pleinement satisfaisante de l'emploi et une inflation en tendance stable autour de 2 %. Tant que nous n'y serons pas, il faut donc comprendre que la politique monétaire américaine ne sera pas modifiée, que les taux directeurs resteront donc à 0 % et que le programme d'achat de dettes de 120 milliards de dollars par mois sera maintenu. C'est finalement assez simple. Pour ce qui est de la BCE, la politique conduite est assez similaire dans les faits, même s'il n'y a pas d'objectif économique

aussi clairement annoncé. La BCE poursuit toujours sa revue stratégique qui vise à réfléchir sur sa vocation et ses objectifs, travail commencé au début de l'année 2020. Les conclusions devraient bientôt être diffusées, ce qui donnera des indications précieuses. **Ce paramètre « Banques Centrales » est donc essentiel pour la compréhension des marchés et il convient surtout de garder en tête qu'elles ont des convictions et des moyens illimités.** Cette forme de nationalisation des courbes des taux et des marchés obligataires au sens large pose cependant des questions sur les allocations stratégiques structurelles des investisseurs, confrontés à une large part de leurs portefeuilles à rendement quasi nul et aux faibles perspectives de valorisation dans le temps.

#### C'est dans ce contexte de création monétaire et de taux quasi nuls qu'une nouvelle classe d'actifs a émergé ces derniers mois : les cryptomonnaies,

et surtout la plus emblématique d'entre elles, le Bitcoin, qui est devenu une sorte de symbole de notre époque. La perte de « crédibilité » du segment obligataire dans son ensemble comme brique essentielle dans la construction d'un portefeuille robuste pour le long terme a incité quelques grandes banques internationales à conseiller à leurs clients d'introduire le Bitcoin dans leur allocation d'actifs, ce qui n'est pas anodin. Essayons de donner quelques réflexions sur ce sujet, sans dogmatisme, en essayant de répondre à quelques questions simples. Qu'est-ce que le Bitcoin ? Il s'agit d'un actif échangeable, qui fluctue en fonction de l'offre et de la demande et qui a l'air d'être assez bien sécurisé et traçable du point de vue des transactions. La technologie « Blockchain » est celle qui permet cette sécurité. C'est un actif contingenté : par construction, il n'y aura jamais plus de 21 millions de Bitcoins créés. Actuellement, il y a 18 millions de Bitcoins en circulation, cela signifie donc que la création de Bitcoins ralentit, contrairement à celle des monnaies. S'agit-il de ce fait d'une monnaie ? Non, car le Bitcoin n'est pas référencé par les Banques Centrales internationales qui supervisent les Banques. Ainsi, les établissements bancaires ne sont pas tenus d'accepter des Bitcoins en règlement d'opérations, contrairement aux monnaies. Cela n'empêche pas qu'il puisse y avoir des transactions en Bitcoins si deux contreparties sont d'accord pour échanger des biens contre des Bitcoins, comme nous pourrions échanger un bien contre de l'or... Une sorte de troc en fait. Les projets de création de cryptomonnaies par les grandes Banques Centrales internationales ne viendront jamais vraiment concurrencer le Bitcoin pour une raison simple : elles seront probablement fongibles avec les monnaies existantes.

Un « Crypto Dollar » sera ainsi très corrélé au dollar existant, avec peut-être juste une différence liée aux coûts de transactions induits par la technologie « Blockchain ». Si ce n'était pas le cas, si les cryptomonnaies nouvelles créées par les Banques Centrales n'étaient pas fongibles, elles en viendraient à reconnaître implicitement que la valeur de leurs monnaies pose question, ce qui aurait très certainement des effets dévastateurs sur la confiance globale. **En synthèse sur cette question,** il convient simplement d'admettre que le Bitcoin existe, qu'il a l'air d'être assez sûr du point de vue transactionnel et que son cours évolue en fonction de l'offre et de la demande et qu'il est extrêmement volatil. Les « fondamentaux » sous-jacents peuvent être les suivants : rareté de construction, perte de confiance

envers les monnaies, illustration de l'appétit pour le risque global dans le marché... Soulignons également qu'il est très controversé du point de vue environnemental. Il s'agit en tous cas d'un actif nouveau et intéressant à suivre, mais très risqué.

### L'élection de Joe Biden aux États-Unis illustre-t-elle la fin de la « révolution libérale » initiée il y a plus de 40 ans ?

Donald Trump a été finalement l'une des victimes les plus emblématiques de cette crise de la Covid-19. Si elle n'avait pas eu lieu, il aurait probablement été réélu pour un second mandat car son bilan était plutôt satisfaisant, avec un taux de chômage au plus bas et Wall Street au plus haut. Mais finalement, sa défaite illustre bien que l'air du temps avait déjà changé et que la période libérale du moins d'État, moins d'impôts et moins de réglementations, commencée avec l'élection de Ronald Reagan en 1980, et qui a pourtant marqué une longue période de prospérité globale dans le monde, arrivait au bout d'un certain chemin, au moins dans les esprits : les questionnements sur la manière de consommer durablement, le sens de ce développement économique infini, l'avènement de mouvements tels que « Occupy Wall Street », les « gilets jaunes » en France ou de figures telle que Greta Thunberg illustrent une forme de modification dans les modes de pensée. Joe Biden a certes été élu sur l'échec de Donald Trump dans la gestion de la crise sanitaire, mais aussi avec ces idées qui sont également souvent portées par les jeunes générations. En conséquence, consommer autrement, faire payer plus d'impôts (il va falloir rembourser les dettes, redonner un rôle plus important à l'État...) sont des sujets « dans l'air du temps ». Le plan d'investissement de près de 2 200 milliards de dollars sur 8 ans décidé par l'administration américaine s'inscrit dans ce mouvement et vise en priorité deux segments : les infrastructures et l'économie « verte »... Et il ne sera pas financé par de l'endettement supplémentaire, mais par des impôts ! Il ne faudrait pas que cette perspective de remontée des impôts un peu partout pour payer les dettes pèse sur la confiance des consommateurs et que l'épargne accumulée tarde à être dépensée.

**La question sans fin de l'organisation de la zone Euro.** Il s'agit d'un sujet récurrent et latent dans l'esprit des investisseurs internationaux car la cohérence de construction de l'euro n'est pas évidente : les critères définis dans le pacte de stabilité ont volé en éclats durant cette crise de la Covid-19 et il est aujourd'hui impensable pour beaucoup de pays (dont la France) de revenir rapidement à des niveaux de dettes/PIB inférieurs à 60 % et des déficits budgétaires de moins de 3 % du PIB, qui sont les deux principales règles à respecter en théorie. De plus en plus d'économistes ont d'ailleurs critiqué ces principes à l'occasion de cette crise. Le Brexit acté, la zone Euro avait rassuré les marchés avec un début d'unité trouvé dans le financement du plan de relance par un emprunt émis au nom de la Commission européenne. Mais cette embellie a été de courte durée. La zone Euro a géré la crise sanitaire de manière bureaucratique et peu efficace, sans réelle solidarité entre les pays. Cette question de l'euro sera à nouveau un sujet pour les marchés, tôt ou tard. Les élections législatives de septembre en Allemagne nourriront probablement des débats sur ce sujet que les marchés suivront avec attention.

<sup>(2)</sup> Spread : écart de taux.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

## TAUX D'INTÉRÊT

### La question d'un regain d'inflation à court terme risque de compliquer la communication des Banques Centrales

Les indices de prix à la consommation vont accélérer dans les prochains mois, pour des raisons qui ne seront que temporaires très probablement. En effet, les matières premières se redressent fortement depuis quelques mois, de même que les coûts de transport, alors qu'il y a également quelques pénuries dans certains secteurs liées à des tensions ponctuelles d'équilibre entre l'offre et la demande. Mais à moyen terme, il n'y a pas encore de risque d'emballement. Les salaires seront encore contraints par un niveau d'activité qui n'est pas encore suffisant pour assurer le plein emploi. Les marchés de taux d'intérêt obligataires pourraient donc être plus volatils, pris entre la logique de la dynamique instantanée de fort rebond de l'activité et celle des Banques Centrales, qui jugent les événements en grande tendance. De ce point de vue, nous ne voyons donc pas de modification des politiques monétaires au cours des prochains mois. Les taux courts resteront donc à 0,00 % aux États-Unis et entre - 0,50 % et 0,00 % en zone Euro. Les taux obligataires à long terme devraient, selon nous, finir par se stabiliser autour de 2,00% sur de T-Notes US 10 ans et dans la zone - 0,20 %/0,00 % pour le Bund allemand à 10 ans.

**Les marchés obligataires** crédit devraient également se stabiliser. Sur le segment « **Investment Grade** », l'écartement des spreads<sup>(2)</sup> observé lors des tensions de mars dernier a été presque complètement résorbé et il y a très peu de potentiel désormais. Le cheminement a été similaire sur les obligations « **High Yield** ».

Les **obligations émergentes** ont été quelque peu pénalisées dans l'ensemble par la hausse du dollar et par quelques cas particuliers, principalement le Brésil et la Turquie. Le dollar bénéficie de la dynamique de la croissance américaine et de la remontée des taux obligataires. Historiquement, les phases d'appréciation de la monnaie américaine ont souvent pesé sur les monnaies émergentes. Pour ce qui est du Réal brésilien et de la Lire turque, ces pays sont pénalisés par la mauvaise gestion de la crise sanitaire pour l'un, et d'une gouvernance difficile à lire pour l'autre. Nous pensons que les monnaies émergentes, dans leur ensemble, sont plutôt attractives et le rendement offert sur la dette locale nous paraît intéressant, autour de 5 % au global pour des maturités proches de 5 ans.

## ACTIONS

### Les bénéfices des entreprises vont monter, peut-être pas les marchés à court terme

Nous avons déjà souligné le fait qu'une remontée des taux d'intérêt n'est pas incompatible avec la hausse des marchés actions si elle se produit pour de bonnes raisons (reprise de l'activité économique) et à un rythme qui n'est pas trop rapide,

# ALLOCATION D'ACTIFS

bien piloté par les Banques Centrales et bien compris par les investisseurs. Cela devrait être le cas cette fois-ci. Le niveau des taux d'intérêt est en effet l'un des paramètres essentiels de l'évaluation des actions : après plusieurs années de baisse continue des taux d'intérêt, les niveaux de valorisation (exprimés principalement par les PER, c'est-à-dire les cours rapportés aux bénéfices) ont monté significativement, comme le prix de tous les actifs d'ailleurs. Le niveau des taux est naturellement le point d'ancrage pour les estimations. Aujourd'hui, le PER des actions qui composent l'indice S&P 500 des principales actions américaines se situe dans les normes historiques plutôt élevées, à 22 pour les résultats des entreprises attendus en 2021, et 20 pour ceux de 2022. C'est simple, nous attendons 200 USD de bénéfice par unité d'indice en 2022, ce qui donne un niveau d'indice de 4 000 pour un PER de 20. Cela signifie que la dynamique positive de l'amélioration des bénéfices attendus (ils se sont élevés à près de 138 USD par unité d'indice en 2020) est déjà inscrite dans les cours actuels. Le raisonnement est similaire pour les actions européennes, avec des niveaux de valorisation absolus certes plus bas (PER 2022 de 15).

Nous pensons donc que l'essentiel du mouvement de rétablissement sur les actions a déjà été fait, c'est la raison pour laquelle nous sommes un peu plus prudents et serons prêts à réinvestir en cas de consolidation. Notons également qu'il y a un risque sur les prévisions de bénéfices lié à l'éventualité d'une remontée des impôts sur les entreprises. Les analystes de Goldman Sachs ont calculé qu'une remontée de l'impôt sur les sociétés de 21 % à 28 % (il était à 35 % à l'arrivée de Donald Trump) aurait un impact de 9 % sur les résultats des entreprises. En résumé, si cela se produisait rapidement, le bénéfice par unité d'indice S&P 500 passerait de 200 à 182 USD en 2022. Mais pour le moyen terme, les actions demeurent selon nous la classe d'actifs la plus attractive : il y a peu de potentiel sur les obligations, les dividendes restent très intéressants en relatif. Nous pensons par ailleurs que le rattrapage des valeurs les plus cycliques et de celles les plus sensibles à la hausse des taux peut encore se prolonger.

## Notre scénario central

**Nous maintenons une vue globale très positive sur l'économie mais assez modérée sur les marchés, qui ont déjà anticipé cette reprise, et nous nous méfions un peu du contexte actuel trop euphorique.**

**Nous privilégions ainsi un scénario de stabilité à partir des niveaux actuels, avec peut-être davantage de volatilité. La « pente » de progression actuelle des marchés actions nous semble en effet intenable à tenir à court terme.**

**Nous conservons cependant une vue très optimiste à moyen/long terme et avons la conviction que les forces positives de créativité des entreprises et de la prise de risque l'emporteront. Il conviendra donc d'y repenser en cas de correction un peu sévère.**



## AGENDA

16

AVRIL

Réunion de l'Eurogroupe

22

AVRIL

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE

26

AVRIL

Réunion de politique monétaire de la BoJ (Banque du Japon)

27

AVRIL

Réunion de la Réserve Fédérale américaine (Fed)



Suivez-nous !



*Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ces placements permettent de profiter du potentiel de performance des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Source des indices cités : [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)*

**Ce document à caractère d'information est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF.**

Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les liens vers des sites web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. OFI Asset Management ne garantit aucunement le contenu, la

qualité ou l'exhaustivité de tels sites web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable. La présence d'un lien vers le site web d'un tiers ne signifie pas qu'OFI Asset Management a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou qu'OFI Asset Management approuve les informations publiées sur de tels sites web. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Photos : Shutterstock.com / OFI AM